

IM04

INFORME MENSUAL

NÚMERO 422 | ABRIL 2018



ENTORN ECONÒMIC I FINANCER

MERCATS FINANCERS

La resistència de les condicions financeres a l'enduriment de la política monetària: part II

ECONOMIA INTERNACIONAL

Correccions borsàries als EUA i transmissió als mercats emergents: vasos comunicants?

UNIÓ EUROPEA

Alemanya: canvi de rumb de la política fiscal

ECONOMIA ESPANYOLA

Afiliació a la Seguretat Social: balanç i perspectives sectorials

DOSSIER: LA GENERACIÓ DEL MIL·LENNI

Els millennials, qui són?

Els millennials: una nova concepció del treball?

La situació financera de les llars millennials als EUA i a Espanya: seran capaços d'atrapar les anteriors generacions?

Millennials i política: mind the gap!

INFORME MENSUAL

Abril 2018

CaixaBank, S.A.

Planificació Estratègica i Estudis

Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6

08028 BARCELONA

www.caixabankresearch.comresearch@caixabank.com

Data de tancament d'aquesta edició:

31 de març de 2018

Enric Fernández

Economista en cap

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: part II***12 ECONOMIA INTERNACIONAL**15 *Situació i perspectives de la inversió als EUA*16 *Correccions borsàries als EUA i transmissió als mercats emergents: vasos comunicants?***18 UNIÓ EUROPEA**21 *La inflació s'anirà recuperant a la zona de l'euro*23 *Alemanya: canvi de rumb de la política fiscal***25 ECONOMIA ESPANYOLA**28 *Les comunitats autònomes tornen als mercats*29 *Afiliació a la Seguretat Social: balanç i perspectives sectorials***32 DOSSIER: LA GENERACIÓ DEL MIL·LENNI**32 *Els millennials, qui són?*

Roser Ferrer

34 *Els millennials: una nova concepció del treball?*

Anna Campos

36 *La situació financera de les llars millennials als EUA i a Espanya: seran capaços d'atrapar les anteriors generacions?*

Judit Montoriol Garriga i Cristina Farràs

38 *Millennials i política: mind the gap!*

Ricard Murillo i Àlex Ruiz

Carta a un *millennial*

Benvolgut *millennial*:

Aquest mes, dediquem el Dossier de l'*Informe Mensual* a la teva generació, als nascuts entre el 1981 i el 1995, que heu estat batejats com a *millennials* perquè va arribar a l'edat adulta amb el nou mil·lenni. El nom és el de menys. Coses del màrqueting. És més rellevant el fet que representeu el 20% de la població de la UE (una mica menys a Espanya) i que mai una generació havia estat tan ben formada com la vostra –4 de cada 10 heu completat estudis universitaris. Sou la saba nova per a la nostra economia, per a les nostres empreses.

Com deia, esteu molt formats, però no estic segur que tots hàgiu rebut la millor formació possible. A alguns (molts?) segurament us van ensenyar com a mi i el mateix que a mi, i, la veritat és que els temps han canviat i el mètode d'ensenyament i allò que s'ensenya no ho han fet tant. Sincerament, espero que vagi millor amb la generació que us succeeix. En qualsevol cas, aprendre és una carrera de fons, i espero que, més enllà de coses concretes, t'hagin ensenyat a continuar aprenent i, sobretot, que sentis curiositat per fer-ho. Aprendre coses noves és una addicció molt recomanable.

Entrar al mercat laboral en els últims anys ha estat dur, en especial si vas fer-ho en els pitjors anys de la crisi. A Espanya, la taxa d'atur entre els joves entre 20 i 24 anys va arribar a superar el 50%. Entre els de 25 i 29, el 35%. La situació ha millorat, però les taxes d'atur entre els de la teva generació, properes al 25%, continuen sent inacceptablement altes. A més a més, si ja has trobat una feina, és probable que tinguis un sou baix, inferior potser al que hauries aconseguit fa 10 anys. Pacència, l'experiència històrica suggereix que els efectes de la crisi sobre la teva carrera professional tendiran a diluir-se, si més no parcialment.

Però, a més de demanar-te paciència, mereixes una explicació. Les conseqüències de la crisi al mercat laboral dels més joves han estat més dures a Espanya que en altres països. Un dels motius és que teníem un mercat laboral molt segmentat entre els que els economistes anomenem *insiders* i *outsiders*. Els primers estan molt protegits i és difícil que la seva compensació s'ajusti a la baixa. Els segons tenen contractes temporals o estan aturats. En moments en què una crisi econòmica exigeix grans ajustos de costos a les empreses, els *outsiders* suporten aquests ajustos de forma desproporcionada, ja sigui perquè perden la feina (contractes temporals que no es renoven) o perquè l'ocupació que troben té remuneracions molt més baixes. I els joves que comencen la seva carrera laboral són, per definició, *outsiders*. Veurem què succeeix en la propera crisi, que espero que trigui molts anys a arribar. No estic convençut que, a dia d'avui, hàgim arreglat del tot el problema de la dualitat.

Havent crescut en la revolució digital, hauràs escoltat també que corres el risc que els robots et prenguin la feina. Pot ser. Moltes professions han desaparegut al llarg de la història. Però, en la immensa majoria dels casos, la innovació tecnològica tendeix a reformular professions a mesura que algunes de les tasques es poden automatitzar. No tinguis temptacions de resistir-te als canvis tecnològics. Al capdavall, es tracta del principal motor de les millores en el nivell de vida de la humanitat des de la Primera Revolució Industrial. Al contrari, necessitem que el teu talent serveixi per innovar. Els joves són els grans inventors: de tecnologies, de noves formes de fer les coses, de nous models de negoci...

Sens dubte, les coses t'aniran millor si l'economia marxa bé. Però, sobretot, a l'economia li anirà bé si a tu et marxen bé les coses. Parafraçant la famosa frase de John F. Kennedy, «no et preguntis què pot fer l'economia per tu, millor pregunta't què pots fer tu per l'economia».

Una salutació i molta sort.

Enric Fernández
Economista en cap
31 de març de 2018

CRONOLOGIA

MARÇ 2018

- 8 El president Donald Trump imposa aranzels a les importacions d'acer i d'alumini.
- 21 La Fed apuja el tipus oficial en 25 p. b. i el situa en l'interval 1,50%-1,75%.

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 reelegix 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

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).

MAIG 2018

- 1-2 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- 2 PIB de la zona de l'euro (1T).
- 4 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (abril).
- 7 PIB del Japó (1T).
- 9 Índex de producció industrial (març).
- 18 Crèdits, dipòsits i taxa de morositat (març).
- 22 Comerç exterior (març).
- 29 Execució pressupostària de l'Estat (abril).
- 30 Avanç de l'IPC (maig).
Índex de sentiment econòmic de la zona de l'euro (maig).
- 31 Balança de pagaments (març).
Comptabilitat nacional trimestral (1T).

Diagnòstic de l'economia mundial? Resiliència global, riscos latents

Pols ferm en el ritme d'activitat mundial. El 1T es tancarà, previsiblement, amb un creixement mundial del 4%, una xifra que no s'assolia des del 2014 i que dona suport a les bones perspectives per al conjunt del 2018 (previsió de creixement global del 3,9%, una mica més que el 3,7% del 2017). A més a més, aquesta situació positiva és realçada pel fet que l'expansió inclou moltes geografies i sectors. En aquest sentit, és significatiu que els dos primers motors econòmics, els EUA i la Xina, mantinguin un bon to de fons, malgrat que, certament, l'inici de l'any pot ser una mica menys expansiu del que s'esperava a l'Amèrica del Nord. Així, als EUA, la combinació d'uns indicadors *soft* positius s'ha vist matisada per uns altres de caràcter real menys favorables, la qual cosa suggereix un 1T de creixement moderat. Així i tot, no sembla que aquesta arrencada una mica més vacil·lant del previst comprometi unes perspectives favorables per als següents trimestres. Una similar lectura positiva de fons es pot fer del pols conjuntural de la Xina, on, malgrat les distorsions que sempre provoquen les festivitats de l'any nou xinès, la producció industrial i les vendes al detall van sorprendre de forma favorable. En definitiva, és raonable esperar que el bon ritme tingui recorregut, amb el suport d'unes condicions financeres que es mantindran àmpliament acomodaticies, d'uns preus del petroli en un rang raonable, tant per als exportadors com per als importadors, de la recuperació de grans emergents com el Brasil i Rússia i de la continuïtat de les bones taxes de creixement econòmic a l'Àsia emergent. A tot plegat cal afegir-hi la inèrcia sobre el creixement econòmic que es derivarà dels elevats registres de confiança empresarial i dels consumidors.

Arrítmia als mercats financers. Però, malgrat que el pulmó macroeconòmic funciona amb vigor, el cor financer es mostra més erràtic. Després de molt de temps funcionant amb el que era, segurament, un excés de complaença, que es reflectia en una volatilitat invariablement baixa, en el 1T la inestabilitat ha tornat als mercats financers, propiciada per les expectatives d'una política monetària menys acomodaticia i pels temors d'un gir proteccionista a nivell global. Així, després dels repunts dels tipus d'interès sobirans al gener i de les correccions borsàries del febrer, al març les principals borses internacionals van mantenir un comportament erràtic i van continuar patint pèrdues. No obstant això, mentre que, al febrer, les correccions borsàries van ser desencadenades per l'expectativa d'un enduriment més sever de la política monetària de la Reserva Federal dels EUA (Fed), al març les pèrdues van ser conse-

qüència dels anuncis d'augments aranzelaris per part de l'Administració Trump, tant al principi com al final del mes. Amb el focus d'atenció posat en la política comercial nord-americana, les reunions d'aquest mes dels bancs centrals van incidir poc en l'ànim dels inversors. Això va succeir tant amb la Fed, que va realitzar un nou increment dels tipus d'interès de referència, com amb el BCE, que va donar pistes sobre l'apropament del final del programa de compra d'actius.

Europa, Espanya i Portugal, en bona forma. Europa, d'altra banda, continua circulant per rumbos relativament plàcids. Les últimes dades d'activitat confirmen que Europa en el seu conjunt, i en particular les economies ibèriques, transiten per una fase dolça del cicle econòmic, que, en part gràcies a l'esforç de correcció dels desequilibris macroeconòmics, pot ser duradora en el temps. En aquesta mateixa línia de cimentar millor el futur econòmic del continent, cal celebrar la concreció i la confirmació d'un acord sobre el període de transició del *brexit* raonablement poc disruptiu per a les parts i l'acord de la Gran Coalició a Alemanya, que obre les portes a engegar els ajustos que necessita la UE, un context que, en certa mesura, compensa l'incert panorama polític italià. Ara com ara, i recuperant la proximitat geogràfica i temporal, els indicadors apunten que, a Espanya, el creixement del 1T haurà estat similar al de la segona meitat de 2017 i que, de cara als propers trimestres, es preveu que el PIB mantindrà un ritme de creixement robust, impulsat per la continuada fermesa de l'activitat mundial, en especial de la zona de l'euro, i amb el suport d'unes condicions financeres acomodaticies, gràcies a la política monetària expansiva del BCE. A Portugal, la tònica també és favorable, ja que, a més de la persistència de l'expansió (el creixement del 2017 va ser el més alt dels últims 17 anys), es continua acumulant evidència que el patró de creixement és més equilibrat. En aquest sentit, cal destacar que la xifra de dèficit públic del 2017 de Portugal (el 0,9% del PIB, sense comptar la recapitalització de la Caixa Geral de Depósitos) ha estat netament millor que l'objectiu fixat. Aquest és el camí, no solament de Portugal i d'Espanya, sinó de tot Europa: créixer més, sempre que també es creixi millor.

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	3,9	4,0	4,0	3,9	3,9
Països desenvolupats	1,7	2,3	2,4	2,1	2,5	2,5	2,6	2,5	2,4	2,3
Estats Units	1,5	2,3	2,7	2,2	2,3	2,6	2,8	2,7	2,6	2,6
Zona de l'euro	1,8	2,5	2,5	2,0	2,7	2,7	2,7	2,5	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	2,0	2,3	2,0	2,3	2,5	2,4	2,3	2,3	2,2
Itàlia	1,0	1,5	1,5	1,2	1,7	1,6	1,6	1,5	1,5	1,5
Portugal	1,6	2,7	2,4	2,3	2,4	2,4	2,3	2,3	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	1,7	1,5	1,0	1,9	2,1	1,9	1,6	1,3	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	4,4	4,7	5,0	5,0	4,8	4,9	5,0	5,0	4,9	5,0
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	1,0	2,3	2,7	1,4	2,1	2,0	2,3	2,5	2,7
Mèxic	2,9	2,1	2,2	2,4	1,6	1,5	1,6	2,2	2,5	2,4
Xile	1,3	1,5	3,1	3,0	2,5	3,3	3,1	3,5	2,9	3,0
Rússia	-0,3	1,7	1,8	2,1	1,8	1,9	1,9	1,8	1,6	1,8
Turquia	3,2	7,3	4,0	3,6	11,3	7,3	5,0	4,5	3,3	3,2
Polònia	2,9	4,6	3,7	3,0	5,2	4,3	4,1	4,0	3,5	3,3
Sud-àfrica	0,7	1,3	1,6	1,6	1,3	1,9	2,3	1,8	1,4	1,0
INFLACIÓ										
Mundial	2,8	3,1	3,3	3,3	3,0	3,2	3,3	3,4	3,4	3,3
Països desenvolupats	0,8	1,7	2,1	1,9	1,6	1,7	2,0	2,2	2,2	2,1
Estats Units	1,3	2,1	2,6	2,1	2,0	2,1	2,3	2,8	2,7	2,4
Zona de l'euro	0,2	1,5	1,4	1,8	1,5	1,4	1,2	1,2	1,4	1,5
Alemanya	0,4	1,7	1,5	1,9	1,7	1,6	1,4	1,4	1,5	1,6
França	0,3	1,2	1,3	1,8	0,9	1,2	1,3	1,2	1,3	1,5
Itàlia	0,0	1,3	1,1	1,6	1,3	1,1	1,0	1,1	1,1	1,3
Portugal	0,6	1,6	1,5	1,6	1,3	1,8	0,9	1,5	1,6	1,9
Espanya	-0,2	2,0	1,5	1,9	1,7	1,4	1,0	1,4	1,8	1,6
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	2,5	2,3	2,8	3,0	2,8	2,6	2,4	2,4
Països emergents	4,3	3,9	4,4	4,4	3,8	4,1	4,4	4,4	4,5	4,3
Xina	2,0	1,6	2,2	2,4	1,6	1,8	2,3	2,4	2,2	1,8
Índia	4,9	3,3	4,6	4,9	3,0	4,6	4,7	4,6	4,9	4,3
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	3,6	4,2	2,6	2,8	3,1	3,6	3,8	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	2,6	2,7	1,7	2,0	2,0	2,5	3,1	2,9
Rússia	7,1	3,7	3,1	4,0	3,4	2,6	2,6	2,6	3,4	3,9
Turquia	7,8	11,1	9,8	8,8	10,6	12,3	10,3	10,3	9,5	9,0
Polònia	-0,2	1,6	1,6	2,4	1,5	1,8	1,1	1,5	1,7	2,0
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	1,0	1,4	1,8	1,6
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	1,9	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8
Cap. o nec. financ. resta món (acum., % PIB) ¹	2,2	2,1	2,0	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1	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	2,32	2,94	1,32	1,47	1,93	2,26	2,45	2,64
Líbor 12 mesos	1,37	1,79	2,64	3,02	1,73	1,92	2,39	2,63	2,73	2,82
Deute públic a 2 anys	0,84	1,39	2,54	3,23	1,36	1,69	2,16	2,41	2,67	2,92
Deute públic a 10 anys	1,84	2,33	3,05	3,57	2,24	2,38	2,77	3,00	3,15	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	-0,18	0,22	-0,16	-0,19	-0,19	-0,19	-0,18	-0,14
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	-0,58	-0,75	-0,49	0,06	-0,72	-0,74	-0,59	-0,53	-0,45	-0,38
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	0,10	0,36	0,74	1,44	0,42	0,38	0,59	0,68	0,79	0,91
TIPUS DE CANVI										
\$/€	1,11	1,13	1,22	1,22	1,17	1,18	1,23	1,23	1,22	1,21
¥/€	120,30	126,64	131,74	130,42	130,38	132,92	133,07	130,85	131,30	131,75
£/€	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	63,21	63,75	52,18	61,54	66,44	62,40	62,00	62,00
Brent (€/barril)	40,73	48,62	51,97	52,29	44,84	51,95	55,38	50,71	50,73	51,04

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

Previsions

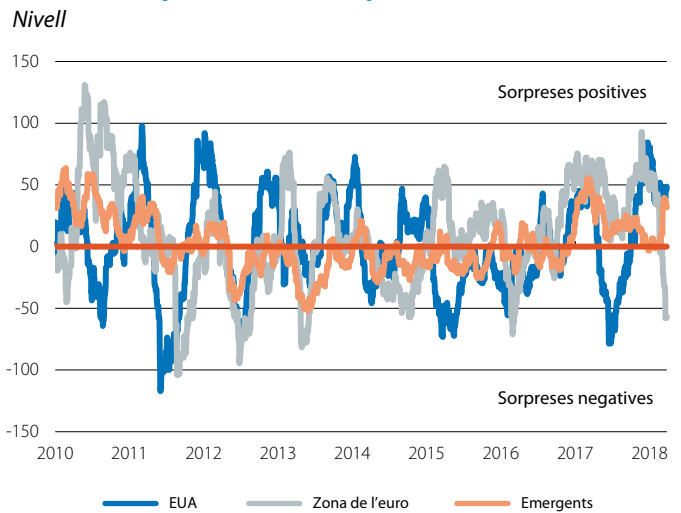
CONJUNTURA · Els mercats financers es mostren erràtics

Un entorn financer més volàtil. Després de romandre en un entorn de molt baixa volatilitat durant els últims anys, en els primers mesos del 2018, la inestabilitat ha tornat als mercats financers arran de les expectatives d'una política monetària menys acomodaticia i dels temors a un gir proteccionista a nivell global. Així, després dels repunts dels tipus d'interès sobirans al gener i de les correccions borsàries del febrer, al març les principals borses internacionals van mantenir un comportament erràtic i van continuar patint pèrdues. No obstant això, mentre que, al febrer, les correccions borsàries van ser desencadenades per l'expectativa d'un enduriment més sever de la política monetària de la Fed, al març, les pèrdues van ser conseqüència dels anuncis d'augments aranzelarís per part de l'Administració Trump, tant al principi com al final del mes. De fet, les reunions dels bancs centrals d'aquest mes van ser rebudes sense turbulències pels inversors. Tant la Fed com el Banc Central Europeu (BCE) van emfatitzar el bon funcionament de l'activitat de les seves economies, de manera que, als EUA, la Fed va realitzar un nou increment dels tipus d'interès de referència i, a la zona de l'euro, el BCE, que es troba en una fase molt més inicial de la retirada de l'estímul, va donar pistes sobre l'apropament del final del programa de compra d'actius. Així, en el conjunt del mes, els missatges de confiança dels bancs centrals, amb el suport d'un entorn macroeconòmic positiu, van contrastar amb l'augment dels temors proteccionistes i la sensibilitat de les cotitzacions financeres als factors de risc geopolític i comercial.

La política monetària, el proteccionisme i la geopolítica dominen el mapa de riscos. Les correccions de les borses dels últims mesos il·lustren el predomini de la geopolítica, del proteccionisme i de la retirada dels estímuls monetaris com a factors de risc per a l'escenari macrofinancer global. D'una banda, l'episodi de correccions borsàries del febrer va ser desencadenat per un augment dels temors inflacionistes als EUA i pel consegüent reajustament de les expectatives dels inversors al voltant de la política monetària de la Fed, que va exacerbar els dubtes sobre la sostenibilitat de les elevades cotitzacions de la borsa nord-americana en un entorn de tipus d'interès més alts. De l'altra, al març, els temors a un entorn global més proteccionista expliquen les pèrdues patides per les borses. Els dos factors, juntament amb una bateria de conflictes geopolítics a nivell internacional, que han estat analitzats en les últimes edicions d'aquest *Informe Mensual*, continuaran condicionant l'escenari en els propers trimestres, de manera que cal tenir present la possibilitat que l'entorn financer es mantingui més volàtil malgrat la solidesa del creixement econòmic mundial.

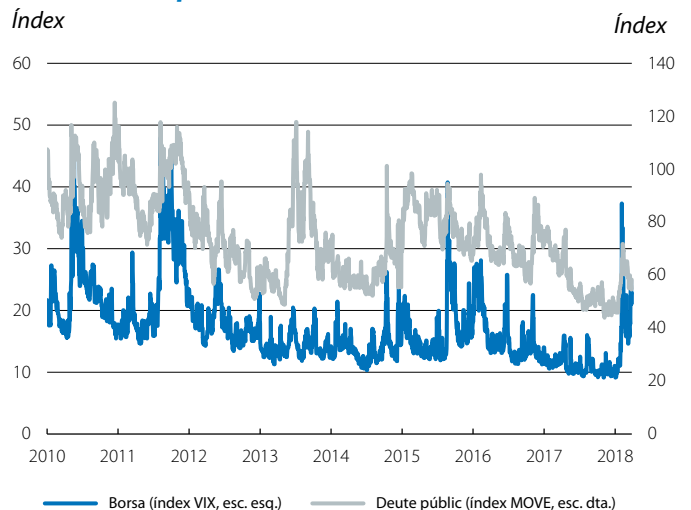
Les borses tornen a patir pèrdues. Al març, els principals índexs borsaris van seguir una dinàmica erràtica i marcada per tres episodis de reculades. Les primeres pèrdues es van produir

Índex de sorpreses econòmiques



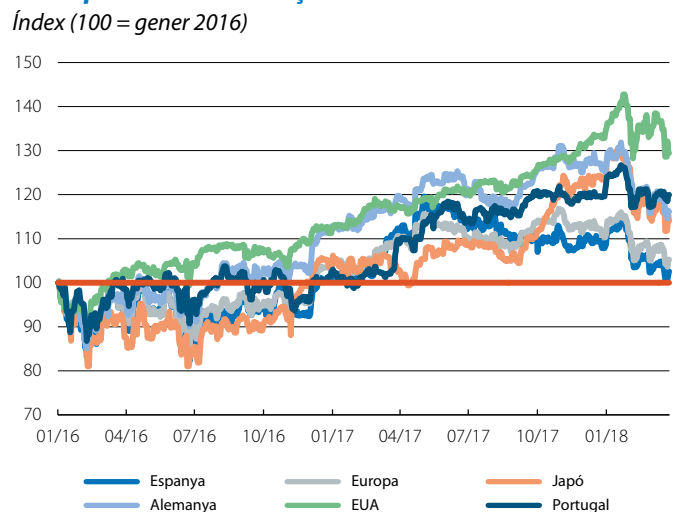
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Citigroup i de Bloomberg.

Volatilitat implícita als mercats financers



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

Principals borses avançades



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

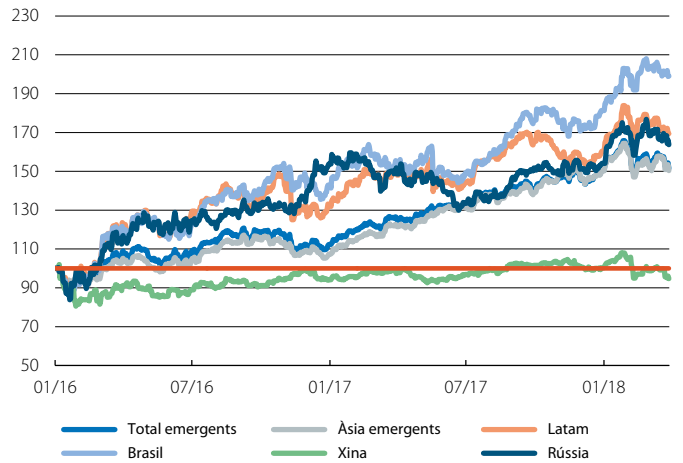
entre el final de febrer i el començament de març, amb els anuncis de la introducció d'aranzels sobre les importacions d'acer i d'alumini per part del Govern nord-americà, després dels quals les borses internacionals van acumular una setmana amb reculades al voltant del 3,5%. Cap a la meitat del mes, els parquets van patir un segon episodi de pèrdues, que es va concentrar en les empreses tecnològiques (arran de les notícies que vinculaven esdeveniments polítics, com les passades eleccions presidencials als EUA i el *brexit*, amb la recopilació de dades personals procedents de les xarxes socials). Aquest episodi, més breu, va provocar una caiguda de l'índex nord-americà NASDAQ superior al 2,5%, però va afectar menys la resta d'índexs i amb prou feines va incidir sobre les borses emergents. No obstant això, al final del mes, els índexs borsaris internacionals van patir un tercer episodi de pèrdues generalitzades a les economies avançades i a les emergents, vinculat aquest cop a nous anuncis d'imposar aranzels sobre les importacions procedents de la Xina per part de l'Administració Trump. En aquest últim episodi, els índexs borsaris nord-americans van acumular reculades superiors al 3,5%, mentre que, a la Xina, les pèrdues es van apropar al -5,0%. La resta de parquets internacionals van recular al voltant del 2,0%. Així, totes les principals borses internacionals van tancar el mes clarament en negatiu (S&P 500: -2,7%; Eurostoxx 50: -2,3%, i índex MSCI per al conjunt dels emergents: -2,2%).

La Fed dona continuïtat a l'enduriment de la política monetària amb una nova pujada de tipus. Seguint el que havien anticipat els inversors i els analistes, en la reunió del març, el Comitè Federal de Mercat Obert (FOMC, per les sigles en anglès) va apujar el tipus de referència objectiu en 25 p. b. i el va situar en l'interval 1,50%-1,75%. Els membres del FOMC van presentar una valoració més ferma de l'entorn macroeconòmic i van revisar a l'alça la senda esperada dels tipus d'interès, amb una projecció mitjana de tres pujades el 2018 i de tres més el 2019, que els situarien en l'interval 2,75%-3,00% al desembre del 2019. A més a més, en la reunió, també es va presentar l'actualització trimestral del quadre macroeconòmic de la Fed, en què es van revisar substancialment a la baixa les previsions de la taxa d'atur (que, en els propers anys, se situarà folgadamente per sota del seu nivell a llarg termini). Els mercats van rebre els resultats de la reunió sense moviments importants. De fet, segons els contractes de futurs, les cotitzacions financeres incorporen plenament l'expectativa d'un total de tres pujades de tipus el 2018 (d'acord amb les projeccions de la Fed), tot i que, per al 2019, encara reflecteixen l'expectativa d'un o dos increments, una mica per sota de la senda indicada per la Fed.

El BCE fa un nou pas cap al final del programa de compres d'actius. En la seva reunió del març, el Consell de Govern (CG) del BCE va decidir reflectir l'augment de confiança en la recuperació de la inflació amb una comunicació menys acomodaticia, que és una manera d'indicar als inversors que s'han de preparar per a una política monetària menys expansiva en el futur. En particular, el CG va destacar que el bon funcionament de l'activitat de la zona de l'euro en els últims trimestres i uns indica-

Borses emergents per geografia

Índex (100 = gener 2016)



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

Futurs sobre el tipus d'interès de referència de la Fed

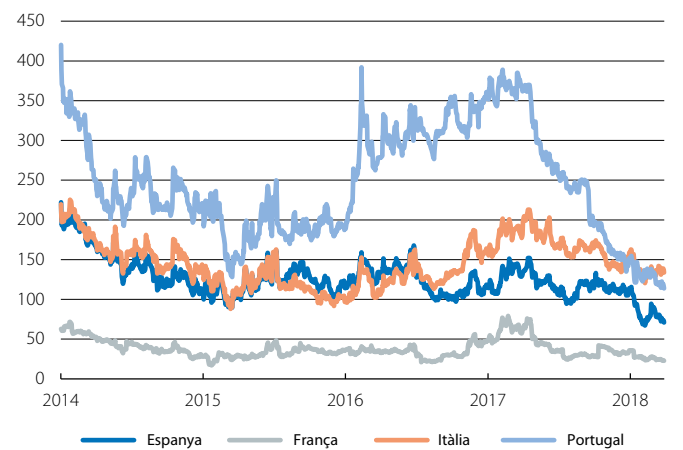
(%)



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.

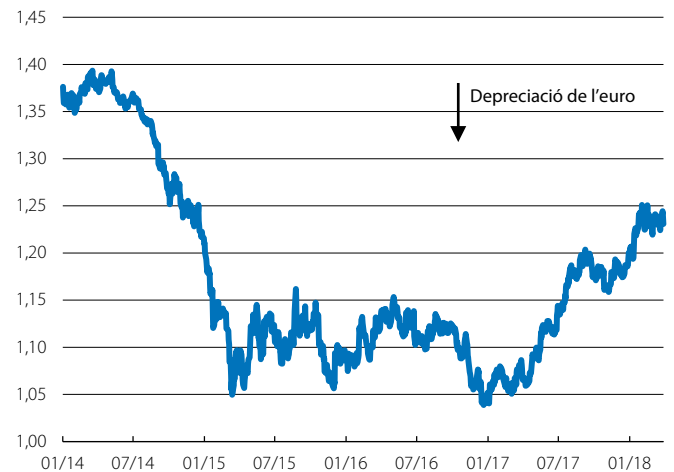
dors que evidencien la continuïtat d'aquesta dinàmica positiva generen més confiança sobre l'escenari de recuperació gradual de la inflació. Per aquest motiu, el BCE va decidir, en primer lloc, revisar lleugerament a l'alça les previsions de creixement per al conjunt de la zona de l'euro. A més a més, en segon lloc, el CG va eliminar de la comunicació oficial la referència explícita a la possibilitat d'augmentar les compres d'actius i, així, va començar a reorientar la comunicació per, a poc a poc, transmetre als inversors l'expectativa d'una política monetària futura menys acomodaticia. No obstant això, el BCE també va reiterar el seu compromís de mantenir inalterats els tipus d'interès durant un període llarg de temps. Això, juntament amb el fet que, mitjançant la reinversió dels venciments, mantindrà una presència important als mercats fins i tot després d'acabar les compres netes d'actius, reforça l'expectativa d'una retirada molt gradual de l'estímul monetari. Així, amb aquests missatges de teló de fons, les primes de risc sobiranes dels països de la perifèria de la zona de l'euro es van moure a la baixa, i, en particular a Espanya, els tipus d'interès del deute sobirà es van beneficiar de la revisió de la nota creditícia per part d'S&P, que va millorar la qualificació en un graó (de BBB+ a A-) i va mantenir la perspectiva positiva.

El dòlar s'afebleix enfront de les principals divises avançades. En el conjunt del mes de març, el dòlar va reprendre una lleugera dinàmica de depreciació, amb una reculada del 0,7% enfront de la cistella de les principals divises internacionals. Així, l'euro es va apreciar el 0,9% enfront del dòlar nord-americà, fins a situar-se al voltant dels 1,23 dòlars, mentre que el ien japonès va avançar el 0,4% en el seu canvi amb el dòlar i la lliura esterlina es va apreciar més del 1,8%, fins als 1,40 dòlars. Pel que fa a les divises emergents, mentre que el peso mexicà es va apreciar per damunt del 3,5% enfront del dòlar, el real brasiler i la lira turca es van depreciar més del 2,0% i el 3,9%, respectivament. En el cas de Turquia, a més a més, al començament del mes, Moody's va rebaixar la nota creditícia sobirana (de Ba1 a Ba2) i va emfatitzar el deteriorament de la qualitat institucional i els desequilibris macroeconòmics del país.

El preu del petroli repunta amb força. Malgrat que, en les primeres setmanes de març, el preu del petroli es va mantenir estable al voltant dels 64 dòlars per barril, en els 10 últims dies del mes, el preu del cru va repuntar amb força i es va situar en 70 dòlars per barril. Aquest augment, proper al 8,0%, va ser impulsat per la publicació de dades que mostraven una reducció més ràpida de les existències nord-americanes de cru i per una intensificació de les especulacions sobre la imposició de sancions econòmiques a l'Iran per part dels EUA.

Cotització de l'euro enfront del dòlar

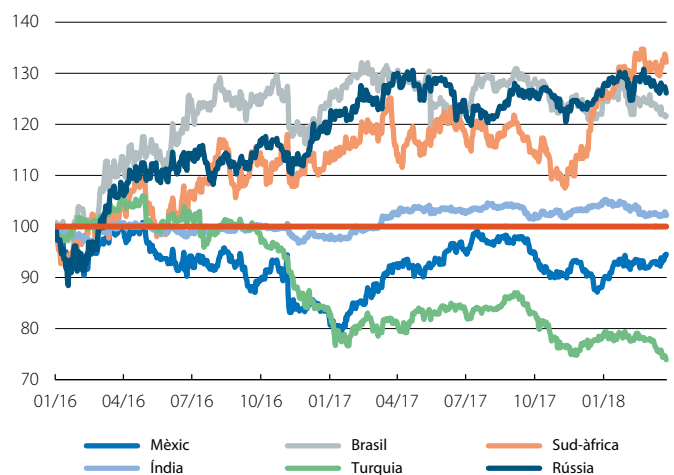
(Dòlar-euro)



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: part II

Malgrat que la Reserva Federal dels EUA (Fed) ha incrementat els tipus d'interès des del final del 2015, les condicions financeres nord-americanes no s'han endurit i, de fet, romanen en nivells molt laxos, com ho il·lustra el primer gràfic. Aquesta paradoxa, que ja hem presentat en un Focus recent,¹ és una anomalia històrica? A continuació, analitzem altres episodis d'enduriment de la política monetària de la Fed per respondre aquesta pregunta. A més a més, també veurem que, en les últimes setmanes, les condicions financeres s'han endurit de forma moderada arran de les correccions borsàries del començament de febrer.

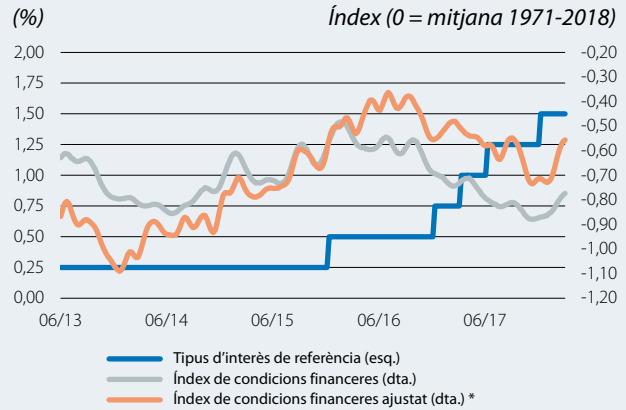
Enduriment de la política monetària i condicions financeres: evidència històrica

Com vam veure al Focus anterior, per analitzar l'estat i l'evolució de les condicions financeres, utilitzem els anomenats índexs de condicions financeres (ICF): indicadors que combinen una multiplicitat de cotitzacions dels mercats i que ens ofereixen un «termòmetre» per mesurar si l'entorn financer és favorable o desfavorable al bon funcionament de l'economia. Als EUA, l'índex elaborat per la Fed de Chicago és un dels «termòmetres» de referència, i tant la versió simple, l'NFICI, com la versió ajustada pel cycle econòmic, l'anomenat ANFCI,² mostren que els increments de tipus d'interès de la Fed entre el desembre del 2015 i el desembre del 2017 van anar acompanyats, paradoxalment, d'un relaxament de les condicions financeres (vegeu el primer gràfic).

L'oposició entre les dues dinàmiques contrasta amb l'experiència d'altres episodis. Al segon gràfic, comparem l'episodi actual amb els quatre cicles anteriors d'enduriment de la política monetària de la Fed. Atès que, en cada cicle, els augments del tipus de referència van tenir magnituds diferents, els canvis en l'NFICI i en l'ANFCI es presenten normalitzats per la variació total del tipus d'interès en cada cicle. Per exemple, entre el febrer del 1994 i el febrer del 1995, la Fed va incrementar el tipus d'interès en 275 p. b. arran d'un augment de l'NFICI de 0,29 punts: uns 10,5 p. b. per cada increment de 100 p. b. del tipus de referència. De manera semblant, entre el juliol del 1999 i el maig del 2000, la Fed va augmentar el tipus d'interès en 150 p. b., i l'NFICI es va incrementar en 0,19 punts: uns 12,9 p. b. per cada increment de 100 p. b. del tipus de referència. En el

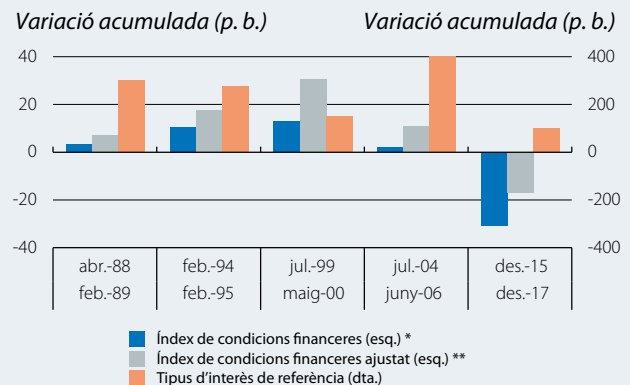
1. Vegeu el Focus «La resistència de les condicions financeres a l'enduriment de la política monetària», a l'IM03/2018.
 2. L'índex nacional ajustat de condicions financeres (ANFCI, per les sigles en anglès) és el resultat d'ajustar l'índex nacional de condicions financeres (NFICI, per les sigles en anglès) per l'estat de l'activitat econòmica. L'ANFCI sostreu l'impacte que té el funcionament de l'economia en el passat recent sobre les condicions financeres actuals i ens proporciona un «termòmetre» financer com si la posició cíclica de l'economia fos sempre la mateixa.

EUA: enduriment de la política monetària el 2015-2017



Nota: * Índex ajustat pel cycle econòmic.
 Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal de Chicago.

EUA: enduriment de la política monetària i condicions financeres

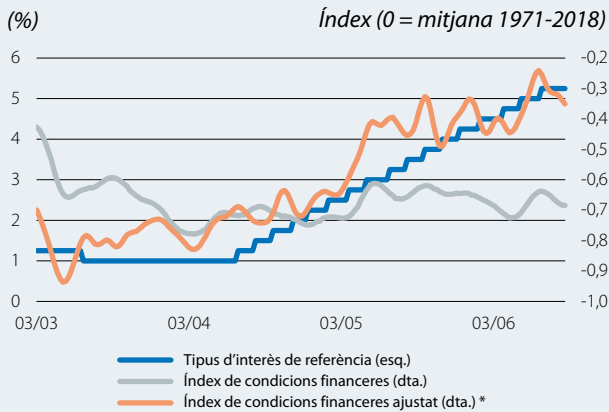


Notes: * Variació per cada punt d'augment del tipus de referència.
 ** Índex ajustat pel cycle econòmic.
 Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal de Chicago.

següent cicle, entre el 2004 i el 2006, malgrat que l'NFICI mostra molt poca sensibilitat a la política monetària de la Fed, aquesta sí que apareix quan ens fixem en l'ANFCI, la qual cosa suggereix que l'exuberància de l'economia nord-americana va tenir un paper clau en la falta de transmissió entre la política monetària i les condicions financeres (vegeu també el tercer gràfic).

Finalment, centrant-nos en una selecció de variables financeres clau (vegeu el quart gràfic), observem que, en l'actual cicle d'enduriment de la política monetària, destaquen tres elements: i) una menor sensibilitat dels tipus d'interès a llarg termini als increments de tipus de la Fed; ii) una major compressió dels diferencials de deute corporatiu (en especial el de menor qualitat), i iii) una major revaloració de la borsa nord-americana.

EUA: enduriment de la política monetària el 2004-2006



Nota: *Índex ajustat pel cycle econòmic.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal de Chicago.

Les correccions borsàries recents i el seu impacte en les condicions financeres

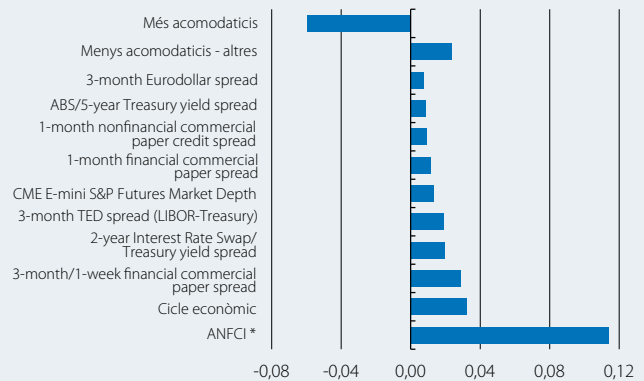
Finalment, des del final de gener del 2018, els índexs NFCI i ANFCI mostren un enduriment de les condicions financeres que va començar amb les correccions borsàries de la primera quinzena de febrer del 2018. En el moment de redactar l'anterior Focus, les dades mostraven que aquest deteriorament de les condicions financeres era contingut i s'atribuïa, de manera gairebé exclusiva, a dos indicadors relacionats amb la liquiditat i amb la volatilitat al mercat de valors. De llavors ençà, el deteriorament ha tingut una certa continuïtat, però sense deixar de ser moderat. De tota manera, com ho mostra el cinquè gràfic, en les últimes setmanes, s'ha estès a altres indicadors, en especial a través d'un augment de les primes de risc sobre el cost de l'endeutament a curt termini als mercats de préstec interbancari i de paper comercial.

En definitiva, malgrat que, en els quatre cicles anteriors, observem una relació estreta entre l'evolució de la política

monetària i les condicions financeres, en el cycle actual, hi ha tres grans canvis en la política monetària que ajuden a entendre el desacoblament. En primer lloc, les mesures no convencionals dels bancs centrals i, en especial, les compres d'actius faciliten un entorn de tipus d'interès baixos durant un període llarg de temps. Atès que la Fed redueix de forma molt gradual el seu balanç (i els bancs centrals d'altres regions, com Europa i el Japó, continuen engrandint el seu), aquestes mesures encara exerceixen una pressió significativa. En segon lloc, la Fed endureix la política monetària amb una estratègia molt més previsible i gradual que en cicles anteriors. I, en tercer lloc, les correccions borsàries recents i el consegüent repunt de l'NFCI i de l'ANFCI es van produir, precisament, perquè els inversors van donar més credibilitat a l'estratègia anunciada per la Fed i van començar a reajustar a l'alça les expectatives de tipus d'interès. Cal esperar que, d'ara endavant, aquest reajustament de les expectatives i la reducció del balanç de la Fed propiciaran que els increments dels tipus d'interès de referència es traslladin amb més fermesa a les condicions financeres.

Condicions financeres el 2018: del 26 de gener al 16 de març

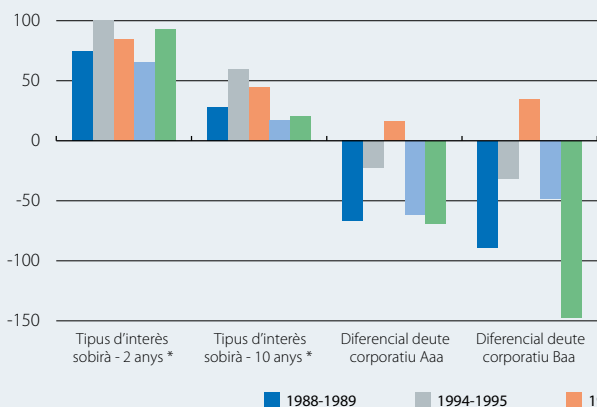
Variació acumulada (punts)



Nota: *Índex de condicions financeres ajustat pel cycle econòmic.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal de Chicago.

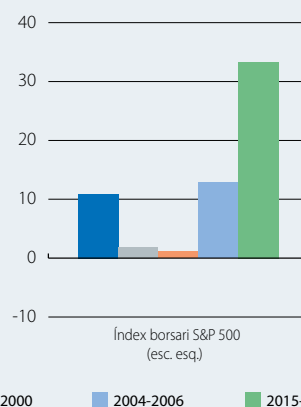
EUA: moviments de mercat i enduriment de la política monetària

Variació acumulada (p. b.)

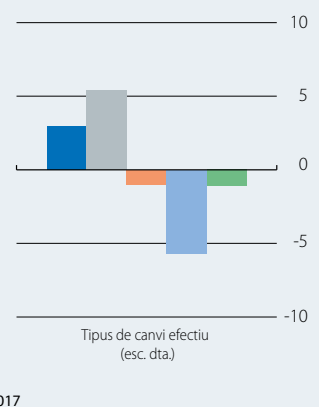


Nota: *Variació per cada augment de 100 p. b. del tipus d'interès de referència de la Fed.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Variació acumulada (%)



Variació acumulada (%)



PRINCIPALS INDICADORS

Tipus d'interès (%)

	31-mar	28-feb	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	0,1	0,2
Euríbor 12 mesos	-0,19	-0,19	0	-0,4	-8,1
Deute públic a 1 any (Alemanya)	-0,65	-0,65	0	-1,2	13,0
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	-0,60	-0,54	-6	2,7	14,5
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	0,50	0,66	-16	7,3	15,6
Deute públic a 10 anys (Espanya)	1,16	1,54	-38	-40,7	-48,3
Diferencial de deute públic a 10 anys (p. b.) ¹	66	88	-22	-48,0	-63,9
EUA					
Fed funds (límit superior)	1,75	1,50	25	25,0	75,0
Líbor 3 mesos	2,31	2,02	29	61,6	116,3
Líbor 12 mesos	2,66	2,50	16	55,3	86,6
Deute públic a 1 any	2,08	2,06	2	34,8	104,8
Deute públic a 2 anys	2,27	2,25	2	38,7	100,0
Deute públic a 10 anys	2,74	2,86	-12	33,5	36,4

Spreads de deute corporatiu (p. b.)

	31-mar	28-feb	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2018 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	60	52	8	15,5	-14,3
Itraxx Financer Sènior	65	53	12	21,6	-22,1
Itraxx Financer Subordinat	129	114	16	24,6	-65,2

Tipus de canvi

	31-mar	28-feb	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2018 (%)	Variació interanual (%)
\$/€	1,230	1,219	0,9	2,5	14,2
¥/€	130,910	130,080	0,6	-3,2	9,5
£/€	0,877	0,886	-1,0	-1,2	1,3
¥/\$	106,430	106,680	-0,2	-5,6	-4,2

Primeres matèries

	31-mar	28-feb	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2018 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	436,9	443,9	-1,6	1,1	1,2
Brent (\$/barril)	70,3	65,8	6,8	5,1	34,1
Or (\$/unça)	1.325,5	1.318,4	0,5	1,7	5,7

Renda variable

	31-mar	28-feb	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2018 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	2.640,9	2.713,8	-2,7	-1,2	11,8
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	3.361,5	3.439,0	-2,3	-4,1	-3,3
Ibex 35 (Espanya)	9.600,4	9.840,3	-2,4	-4,4	-7,4
Nikkei 225 (Japó)	21.159,1	22.068,2	-4,1	-7,1	10,1
MSCI emergents	1.169,3	1.195,2	-2,2	0,9	20,3
Nasdaq (EUA)	7.063,4	7.273,0	-2,9	2,3	19,8

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

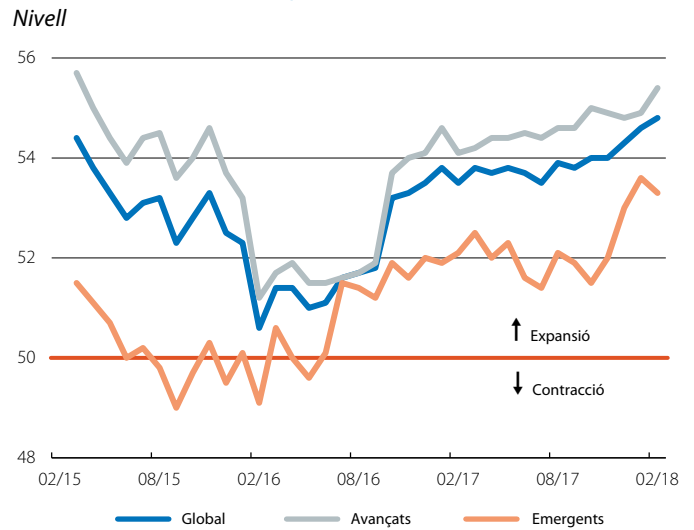
CONJUNTURA · El creixement global resisteix l'onada proteccionista

Les bones dades econòmiques mundials donen suport a les bones perspectives de creixement per al 2018. En particular, l'índex de sentiment empresarial (PMI) compost global del febrer va augmentar fins als 54,8 punts, el nivell més alt en gairebé tres anys i mig. Aquesta millora es va produir de forma força generalitzada, tant per sectors com per geografies. Així, els indicadors globals més recents avalen l'escenari de Caixa-Bank Research de lleugera acceleració del creixement global enguany, fins al 3,9%, des del 3,7% del 2017. La continuïtat en aquesta acceleració es basa en unes condicions financeres que es mantindran àmpliament acomodaticies, en uns preus del petroli en un rang raonable, tant per als exportadors com per als importadors, en la recuperació de grans emergents, com el Brasil i Rússia, i en la continuïtat de les bones taxes de creixement econòmic a l'Àsia emergent. A tot plegat cal afegir el suport de la confiança empresarial i dels consumidors, que es manté en cotes relativament elevades.

Els riscos continuen sent elevats, en especial en el pla comercial. En concret, Trump va aprovar una pujada d'aranzels a les importacions d'acer (el 25%) i d'alumini (el 10%) i amenaça amb altres pujades aranzelàries a un gran nombre d'importacions xineses, després d'una recerca nord-americana que acusa el gegant asiàtic de robatori de la propietat intel·lectual, entre altres pràctiques comercials poc ortodoxes. A nivell intern, aquestes mesures van comportar la dimissió de Gary Cohn, màxim assessor econòmic del president. A nivell extern, aquesta actuació obre la porta a represàlies, en especial procedents de la Xina, la qual cosa augmenta els temors d'una escalada de les tensions comercials i a una involució proteccionista. Ara com ara, considerem que aquest risc és contingut, tot i que no menyspreable. Un gest a favor d'una visió més optimista és que, finalment, la Casa Blanca va eximir la UE i altres aliats dels aranzels sobre els metalls. Així mateix, cal tenir en compte que les importacions d'aquests dos productes tenen un pes molt contingut en el total d'importacions nord-americanes (al voltant del 2%).

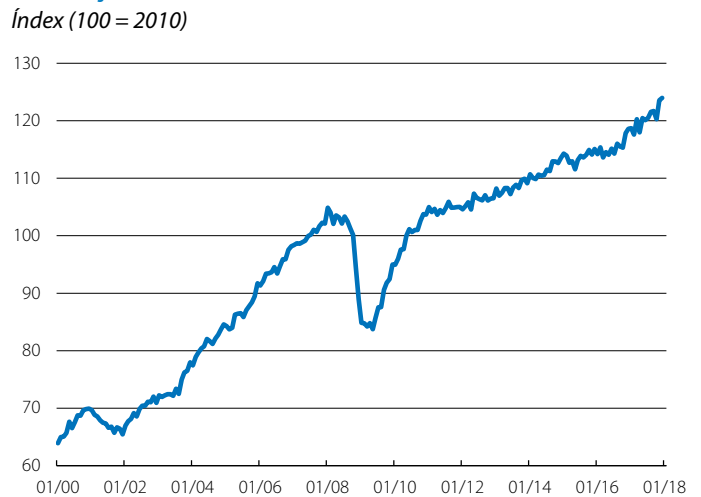
Els riscos geopolítics, polítics i macrofinancers continuen latents. En l'àmbit geopolític i polític, n'hi ha una de freda i una de calenta. Així, mentre la reobertura de la via diplomàtica entre els EUA i Corea del Nord apaivaga els temors d'una escalada del conflicte, els EUA, el Regne Unit, Alemanya i França, entre d'altres, han anunciat l'expulsió de diplomàtics russos. Els nord-americans, pels ciberatacs i per la intromissió en les eleccions presidencials nord-americanes del final del 2016, i els europeus, en resposta a l'atemptat contra un exespia rus i la seva filla en terres angleses. Pel que fa a la política europea, la repetició de la Gran Coalició a Alemanya pot impulsar l'agenda europea en els propers trimestres, però el resultat electoral d'Itàlia, amb un augment dels moviments populistes, podria entorpir-la. Finalment, en l'àmbit macrofinancer, tot i que, pel que sembla, el pitjor de la correcció de les acaballes de gener i començament de febrer ha quedat enrere, les cotitzacions dels principals mer-

Indicadors d'activitat global: PMI compost



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

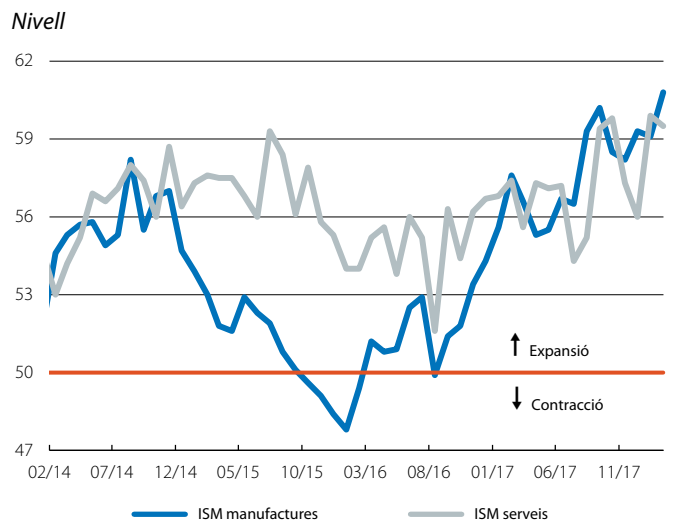
Comerç internacional de manufactures *



Nota: * En volums.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del CPB World Trade Monitor.

EUA: indicadors d'activitat



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

cats borsaris continuen sent erràtiques i els factors de risc es mantenen actius.

ESTATS UNITS

Més enllà del terreny pantanós en què ha entrat la política comercial nord-americana, en l'àmbit macroeconòmic, l'economia continua forta. Així, la major part d'indicadors de sentiment econòmic dels EUA continuen apuntant a creixements sòlids i en lleugera acceleració en els primers mesos del 2018. En particular, l'índex de confiança elaborat per la Universitat de Michigan va assolir al març un nou màxim en el cicle actual. En la mateixa línia, l'índex de sentiment empresarial (ISM) de manufactures es va enfilars fins als 60,8 punts al febrer i va assolir, també, un nou màxim en el cicle. Per la seva banda, el seu homòleg de serveis es va situar en una còmoda zona expansiva (59,5, nivell gairebé equivalent al del gener). Així i tot, cal recordar que els avanços econòmics del PIB nord-americà del 1T sovint se solen desacoblar dels bons indicadors econòmics (tant *soft com hard*), a causa, en bona part, d'un problema de desestacionalització de la sèrie del PIB que elabora l'institut estadístic del país. Així mateix, alguns registres *hard*, com les vendes al detall més recents i alguns dels indicadors del mercat immobiliari, han estat una mica més febles del que s'esperava.

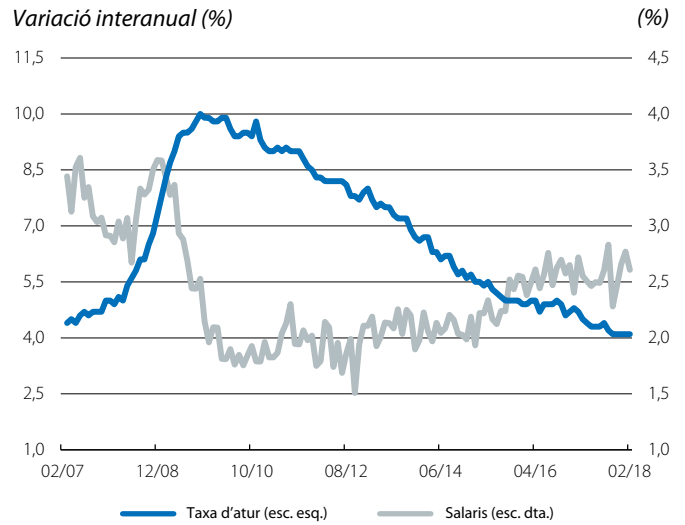
Compte amb el reescalfament, ja que l'acceleració de l'activitat nord-americana es dona en un moment en què l'economia es troba en una fase madura del cicle i en què, a més a més, es duen a terme polítiques fiscals de caràcter marcadament expansiu (reducció impositiva i augment de la despesa el 2018 i el 2019). En aquest entorn, les perspectives apunten al fet que el creixement nord-americà es mantindrà en cotes elevades el 2018 (en el 2,7%), per damunt del potencial del país. En aquesta fase de maduresa, el risc és que el creixement acabi sent inferior al previst i que, en canvi, la inflació acabi repuntant amb més força.

Atents a la inflació. Malgrat que la inflació del febrer va ser coherent amb el que s'esperava, es tornarà més ferma en els propers mesos i, fins i tot, podria sorprendre a l'alça. En concret, l'IPC va créixer el 2,2% interanual al febrer, 1 dècima per damunt de l'avanç del mes anterior. Per la seva banda, la inflació subjacent, que exclou el component energètic i l'alimentari, es va mantenir en l'1,8%. Malgrat aquesta tònica d'estabilitat al febrer, esperem una acceleració de la inflació subjacent en els propers mesos, propiciada, en part, per l'acceleració de l'activitat econòmica, però també davant d'un efecte de base a l'alça rellevant (la forta caiguda en els preus dels serveis de telefonia sense fil experimentada l'any anterior no es repetirà enguany). En aquest context d'enfortiment de l'economia nord-americana, la Fed va decidir tornar a pujar el tipus de referència en 25 p. b. fins a l'interval 1,50%-1,75%. A més a més, la institució va presentar les noves previsions macroeconòmiques, que es van caracteritzar per ser una mica més optimistes que les anteriors.

RESTA DEL MÓN

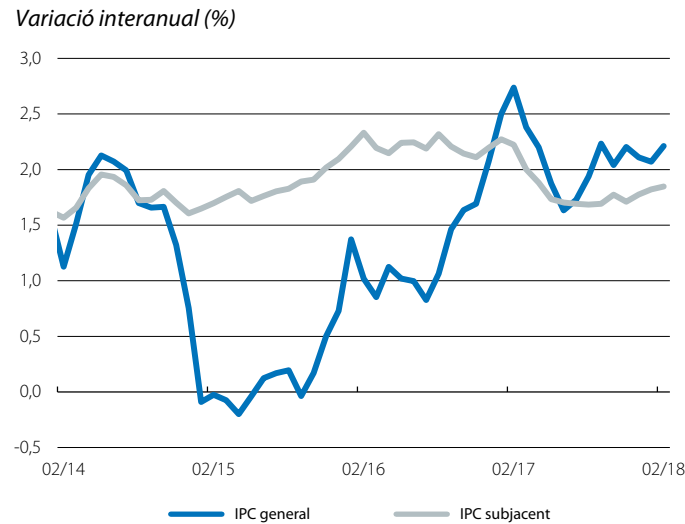
Al Japó, l'economia va tancar el 2017 amb un ritme de tracció superior a l'estimat prèviament, de l'1,7% (abans l'1,6%). L'avanç positiu del 4T 2017 va ser àmpliament recolzat pel con-

EUA: mercat laboral



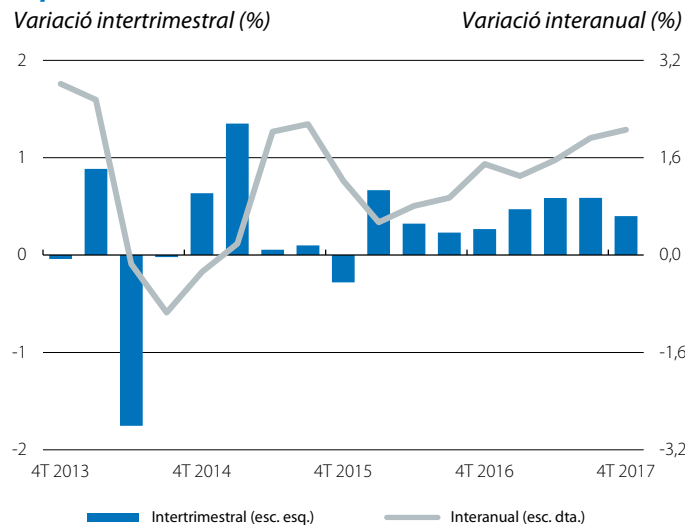
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Labor Statistics.

EUA: IPC



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

Japó: PIB



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

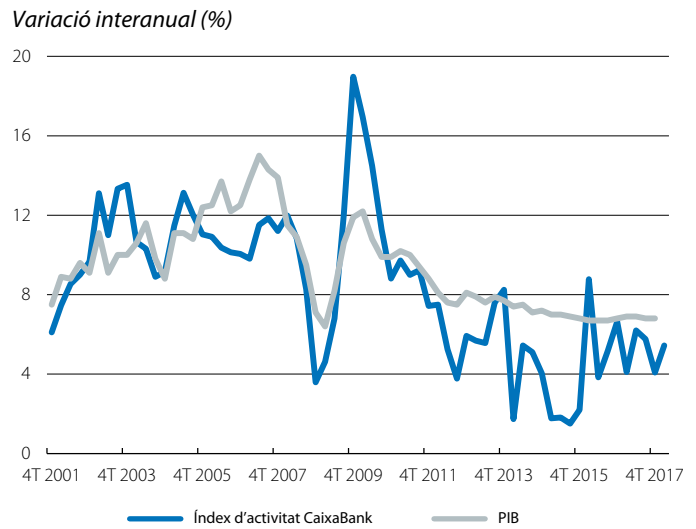
sum privat i per la inversió no residencial (inclosa la pública). Així mateix, la revisió a l'alça del registre del 4T també té conseqüències en l'escenari de CaixaBank Research de cara al 2018, amb una millora del creixement fins a l'1,5% (+2 dècimes). En aquest context, la inflació subjacent va continuar augmentant, tot i que se situa encara en cotes baixes (el 0,5% al febrer). En aquest sentit, els augments salarials previstos per al 2018 podrien ajudar a empènyer a l'alça aquesta inflació. Si més no així ho semblen indicar les xifres preliminars que s'han després del procés de negociacions de primavera: +2,16% anual, per damunt de l'1,98% del 2017.

A la Xina, el Congrés Nacional del Partit fixa en el 6,5% l'objectiu de creixement per al 2018, una xifra significativa, però que admet un menor ritme d'avanç per al país. Així mateix, els nous nomenaments d'alts càrrecs governamentals (per exemple, el de l'assessor econòmic Liu He com a nou viceprimer ministre) han recaigut en polítics favorables a un major control i gestió dels riscos macrofinanciers. Ara com ara, en qualsevol cas, els indicadors d'activitat econòmics del començament de l'any es van mostrar, en general, positius. En particular, en l'agregat del gener i del febrer, la producció industrial va registrar un avanç major del que s'esperava, amb un creixement interanual del 7,2% (el 6,2% al desembre). Les vendes al detall, per la seva banda, van créixer en l'agregat del gener i del febrer un sòlid 9,7% interanual (el 9,4% al desembre). Així i tot, les dades referents al sentiment empresarial van fluixejar una mica. Cal destacar que les festivitats de l'any nou xinès, que poden caure tant al gener com al febrer, generen distorsions en els indicadors sovint difícils de desentrançar.

El Brasil va tancar el 2017 amb un avanç positiu (l'1,0%) per primera vegada des del 2014. Però el ritme d'activitat continua sent feble. En particular, en el 4T, el creixement intertrimestral del PIB va ser, només, d'1 dècima (el 2,1% interanual), un avanç mínim que s'explica, fonamentalment, per la reculada de les exportacions i per un cert afebliment del consum. De cara al 2018 i al 2019, s'espera que el creixement econòmic continuï sent baix, ja que el consum es recuperarà lentament, es mantindrà una elevada incertesa política i l'ajust fiscal continuarà.

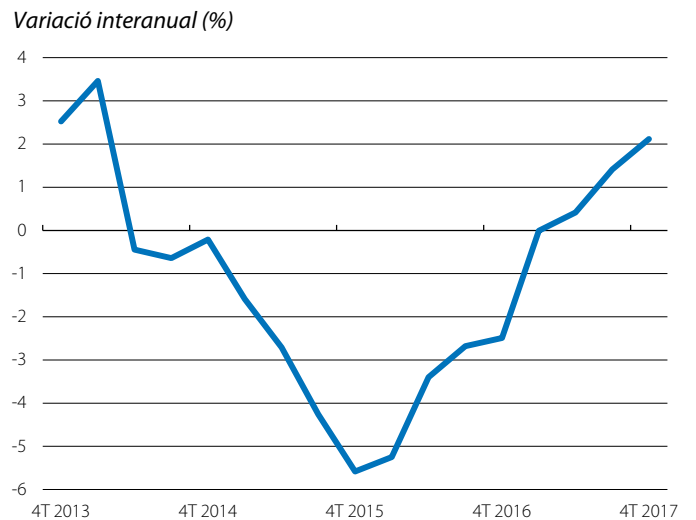
Augmenta la preocupació a Turquia, malgrat un avanç econòmic superior a l'esperat el 2017. En particular, en el 4T 2017, el PIB turc va créixer un sòlid 7,3% interanual, la qual cosa va deixar el còmput anual en el 7,4%, el més alt des del 2013. Així i tot, l'economia turca mostra desequilibris macroeconòmics importants: la inflació es va situar en el 10,3% al febrer, el dèficit per compte corrent va ser proper al 5% en el 3T 2017 i el crèdit va créixer per damunt del 20% en termes interanuals en el 4T. En aquest context, Moody's va rebaixar el *rating* creditici del país (de Ba1 a Ba2). A més dels desequilibris macroeconòmics esmentats, que incrementen el risc davant un *shock* econòmic extern, l'agència de *rating* també va al·legar com a element de pes l'erosió de la qualitat institucional. Cap d'aquests dos elements és nou, però la decisió pot implicar nous dubtes sobre l'economia emergent. En aquest sentit, després de la retallada, la lira turca es va depreciar de manera substancial, i la *yield* del bo a 10 anys va repuntar amb força. De cara al 2018, i tenint en compte tots aquests factors, estímem una desacceleració significativa en les taxes d'avanç al final d'enguany.

Xina: PIB vs. índex d'activitat econòmica



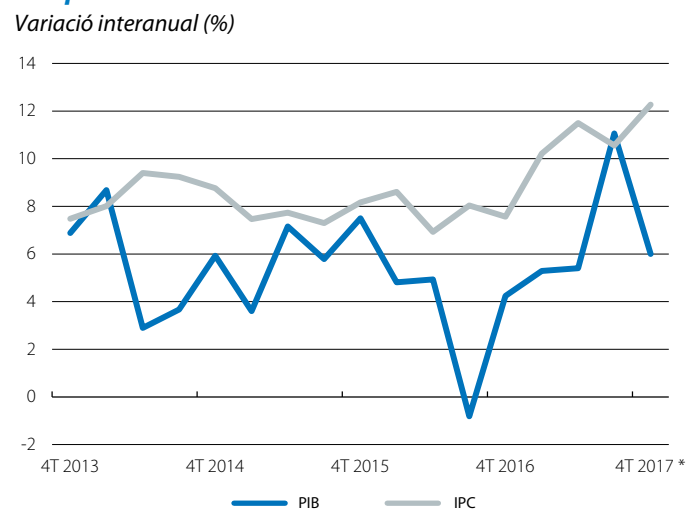
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Oficina Nacional d'Estadística de la Xina.

Brasil: PIB



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

Turquia: PIB i IPC



Nota: * Es tracta d'una estimació.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Thomson Reuters Datastream.

FOCUS · Situació i perspectives de la inversió als EUA

L'economia nord-americana es troba en una etapa madura del cicle econòmic, i això explica que el suport dels factors cíclics al creixement sigui cada vegada menor. A més a més, s'espera que aquesta tendència es vagi intensificant. En aquest context, és important entendre la situació i les perspectives dels factors de fons que determinen la capacitat de creixement del país, com l'augment de la productivitat, la inversió i el treball. Després d'analitzar la situació del mercat laboral en números anteriors de l'*Informe Mensual*,¹ ens centrem ara en l'anàlisi de la inversió.

Si analitzem l'evolució recent de la inversió bruta, observem que la taxa de creixement s'ha situat lleugerament per damunt de la mitjana històrica. Això es podria interpretar com un element positiu que hauria d'afavorir la millora de la capacitat de creixement a mitjà termini de l'economia nord-americana. No obstant això, dos elements matisen aquesta valoració positiva. En primer lloc, cal tenir en compte que, després del fort ajust experimentat per la inversió durant la Gran Recessió, el ritme de recuperació ha estat el més lent de tots els períodes de recuperació des de la Segona Guerra Mundial. Un altre element que matisa la valoració de l'evolució de la inversió és que la composició de l'*stock* de capital ha canviat de manera radical en les últimes dècades. El pes del capital tecnològic i intangible, com els ordinadors o el *software*, ha augmentat de forma notable, i aquest tipus de capital sol tenir una vida útil molt més curta i, per tant, requereix un ritme d'inversió superior.

En aquest sentit, per valorar millor la situació de la inversió, és útil repassar l'evolució de la inversió neta de depreciació. La imatge que obtenim no és tan encoratjadora. La inversió neta, tot i que s'ha recuperat de manera significativa en els últims anys, se situa encara clarament per sota de la mitjana històrica (-2,2 p. p. com a percentatge del PIB). L'impacte sobre el creixement del PIB del menor ritme d'augment de la inversió és significatiu: segons les estimacions del Conference Board, la contribució al creixement del PIB del capital físic ha passat de prop de 2 p. p. durant la segona meitat dels noranta i primers anys dels 2000 a gairebé 1 p. p. en l'actualitat.

Arribats a aquest punt, sembla que la reforma impositiva aprovada pel Congrés al desembre va en la direcció adequada. Sense cap mena de dubte, la rebaixa de l'impost de societats (del 35% al 21%) i els canvis en les normes comptables relacionades amb les deduccions pels costos en inversió² podrien esperonar la inversió.

D'altra banda, hi ha altres elements que, quan es tenen en compte, qüestionen que l'evolució de la inversió hagi estat tan feble com suggereixen les dades comentades

1. Vegeu, per exemple, «EUA: l'efecte dels *baby boomers* en el cicle i a llarg termini», en l'IM11/2017.

2. Augment de la quantitat deduïble anualment i consegüent reducció del període d'amortització.

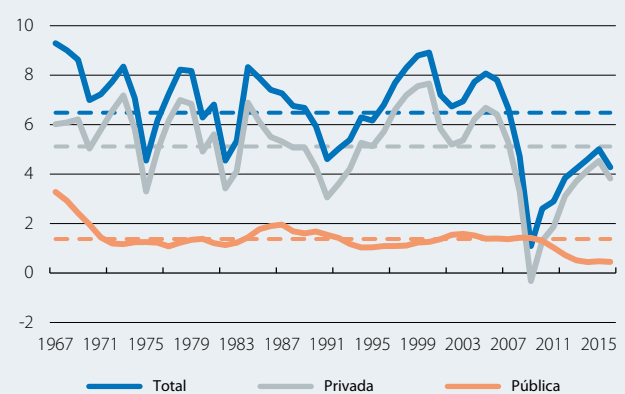
fins ara. I, per això, matisen la idoneïtat de l'impuls fiscal, així com el seu efecte final sobre la inversió.

En primer lloc, la mera constatació que la velocitat a la qual es recupera la inversió és inferior a l'habitual no és suficient per concloure que és necessari donar-li un impuls. Un exemple senzill serveix per il·lustrar-ho. Una economia cada vegada més centrada en els serveis i en el coneixement pot ser que requereixi un nivell d'inversió inferior.³ Pensem, per exemple, en les necessitats d'inversió (en capital físic) de General Motors i en les de Google. A més a més, en aquesta nova economia del coneixement, sovint la inversió és difícil de comptabilitzar, i es tem que s'estigui infraestimant. De fet, una part significativa de la inversió en actius intangibles, com el capital organitzatiu, no es comptabilitza com a inversió en els comptes nacionals.

Finalment, pel que fa als efectes de la nova fiscalitat, tot i afavorir un augment de la inversió, és probable que l'impacte sigui relativament menor. El motiu: no sembla que el factor que limita un major dinamisme de la inversió siguin les dificultats d'accés al crèdit per part de les empreses o la falta de liquiditat. La situació, de fet, és més aviat la contrària: les condicions financeres han estat molt laxes durant els últims anys i l'acumulació de liquiditat en els balanços de moltes empreses es troba en màxims històrics.⁴ A més a més, atesa la maduresa cíclica de l'economia nord-americana, no sembla que l'estímul fiscal sigui gaire oportú, ja que podria generar pressions inflacionistes i augments més accentuats dels tipus d'interès, la qual cosa també limitaria l'impacte de la reforma fiscal sobre la inversió.

EUA: inversió neta de depreciació

(% del PIB)



Nota: Dades en termes reals. Les línies de punts corresponen a la mitjana històrica.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BEA (NIPA).

3. La inversió en capital tecnològic i intangible requereix un major manteniment, perquè la taxa de depreciació d'aquest tipus de capital és superior, però la inversió total pot ser que sigui inferior als requeriments d'una economia industrial tradicional.

4. Vegeu «Liquiditat al sector empresarial: quan més no sempre és millor», al Dossier de l'IM02/2017.

FOCUS · Correccions borsàries als EUA i transmissió als mercats emergents: vasos comunicants?

L'episodi de correcció borsària viscut a la borsa nord-americana entre el final de gener i meitat de febrer es va estendre com una taca d'oli a la resta de parquets internacionals. Les borses emergents, amb una caiguda acumulada de gairebé el 9% durant aquest interval, no van ser una excepció. En aquest article, comparem la seva evolució en la correcció actual amb altres episodis de correccions borsàries de l'S&P 500 per calibrar millor la fortalesa financera dels països emergents, els quals mostren un notable ritme de creixement en els últims anys i, també, un elevat ritme d'entrada de capitals estrangers.

Per realitzar l'estudi, hem identificat les principals correccions borsàries dels 20 últims anys que van començar a la borsa nord-americana. Tal com veiem al primer gràfic, les caigudes a les borses emergents, mesurades amb l'índex MSCI, han estat similars en magnitud a les patides en altres episodis de correccions en què el detonant també va ser una correcció inicial als EUA. No obstant això, la correcció actual destaca per unes caigudes acumulades a les borses emergents que són, en agregat, molt semblants a les patides per l'S&P 500, a diferència de la majoria dels episodis anteriors, on els descensos als parquets emergents van ser, en termes relatius, menys intensos. La correcció borsària de l'S&P 500 entre el juliol i l'octubre del 1999 va ser la més semblant a l'actual, ja que es va produir arran dels temors dels inversors internacionals a un ritme de pujades de la Fed més veloç del previst a causa de les pressions inflacionistes. Comparant directament aquests dos episodis amb un rerefons similar, veiem que les caigudes de les borses emergents han estat més intenses en l'episodi actual.

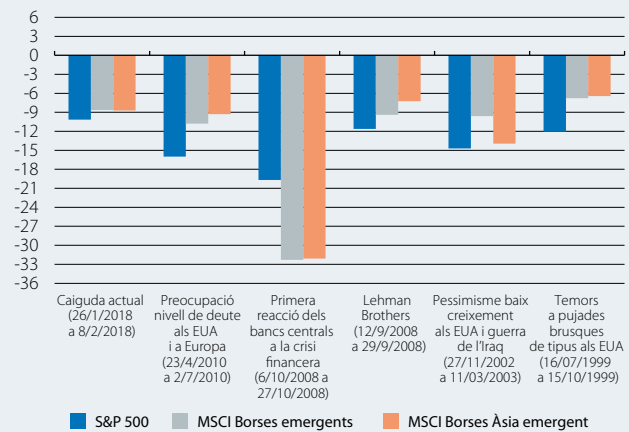
Una altra forma d'analitzar el grau de sensibilitat de les borses al comportament de la borsa nord-americana consisteix a avaluar la correlació de la variació diària dels dos índexs durant els dos mesos posteriors a l'inici de la correcció. Així, observem que, en el present episodi, les borses emergents han estat molt reactives als moviments de l'S&P 500, igual que en les anteriors correccions.¹ Això reforça la idea que la correcció nord-americana va tenir un impacte notable en els parquets emergents. De fet, la correlació entre la borsa nord-americana i les borses emergents no ha parat de créixer des del setembre del 2016, la qual cosa suggereix que, si es produeixen noves correccions als EUA, es traslladaran molt possiblement de nou als mercats emergents.

Finalment, un altre element que ajuda a avaluar la vulnerabilitat dels mercats emergents a les sacsejades que es puguin produir als EUA consisteix a analitzar la seva capacitat de reacció després del *shock*. Si considerem una perspectiva temporal més àmplia, observem que les borses

1. En tots els casos, llevat de la correcció del 2002, l'índex de correlació se situa al voltant de 0,9.

Comparativa d'episodis de correccions borsàries originades als EUA

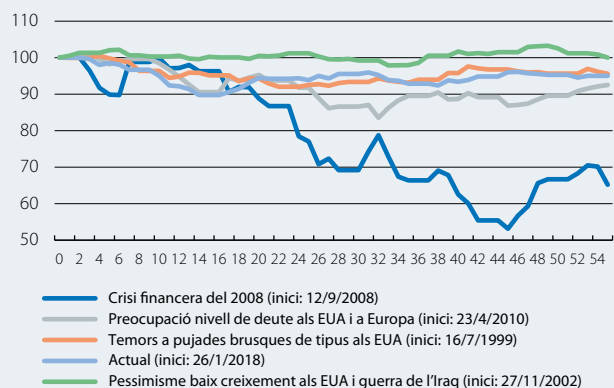
Caiguda acumulada (%)



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

Borses emergents: evolució després d'episodis de correcció als EUA

Índex (100 = inici episodi)



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

emergents s'han recuperat de forma semblant a la correcció del 1999, que, com ja hem dit, va ser deguda a motius similars. De fet, si aquest patró es manté, les borses emergents haurien de recuperar tot el perdut, com a molt tard, quatre mesos després de l'inici de la correcció, és a dir, al final de maig o començament de juny del 2018.

L'evolució de la correlació entre l'índex MSCI i l'S&P 500 en els mesos posteriors al *shock* del 1999 també suggereix que l'impacte va ser temporal, ja que la correlació entre els dos índexs es va esvaïr de forma notable a mesura que passaven els mesos. No obstant això, en el context actual, que aquesta tendència s'observi en els propers mesos depèn, en gran part, de si es redueixen els temors a un augment del proteccionisme i a una guerra comercial i de si el procés de normalització monetària als EUA es pot dur a terme de forma gradual. En definitiva, sembla que cal extremar la cautela.

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	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18	03/18
Activitat									
PIB real	2,9	1,5	2,0	2,2	2,3	2,6	-	...	-
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	4,3	3,7	4,1	3,0	2,8	2,2	3,7	4,0	...
Confiança del consumidor (valor)	98,0	99,8	117,5	118,1	120,3	126,0	124,3	130,0	127,7
Producció industrial	-1,0	-1,9	0,2	1,9	1,3	3,0	2,9	4,3	...
Índex activitat manufacturera (ISM) (valor)	51,3	51,4	56,6	55,8	58,7	58,7	59,1	60,8	...
Habitatges iniciats (milers)	1.107	1.177	1.238	1.167	1.172	1.256	1.329	1.236	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà (valor)	179	189	197	198	200	204	207,4	...	...
Taxa d'atur (% pobl. activa)	5,3	4,9	4,7	4,3	4,3	4,1	4,1	4,1	...
Taxa d'ocupació (% pobl. > 16 anys)	59,4	59,7	60,0	60,1	60,2	60,1	60,1	60,4	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	-2,8	-2,7	-2,7	-2,8	-2,9	-2,9	-3,0	...	...
Preus									
Preus de consum	0,1	1,3	2,5	1,9	2,0	2,1	2,1	2,2	...
Preus de consum subjacent	1,8	2,2	2,2	1,8	1,7	1,8	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	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18
Activitat								
PIB real	1,4	0,9	1,3	1,6	1,9	2,1	-	...
Confiança del consumidor (valor)	41,3	41,7	43,4	43,4	43,7	44,7	44,7	44,3
Producció industrial	-1,2	-0,2	3,9	5,8	4,6	4,5	0,8	...
Índex activitat empresarial (Tankan) (valor)	12,8	7,0	12,0	17,0	22,0	25,0	-	...
Taxa d'atur (% pobl. activa)	3,4	3,1	2,9	2,9	2,8	2,7	2,4	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	-0,5	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,8	0,6
Preus								
Preus de consum	0,8	-0,1	0,3	0,4	0,6	0,6	1,3	1,5
Preus de consum subjacent	1,4	0,6	0,1	0,0	0,2	0,3	0,4	0,5

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	02/18
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	9,7	9,7
Producció industrial	6,1	6,0	6,8	6,9	6,3	6,2	7,2	7,2
PMI manufactures (oficial) (valor)	49,9	50,3	51,6	51,4	51,8	51,7	51,3	50,3
Sector exterior								
Balança comercial ¹ (valor)	608	512	466	458	435	435	405	449
Exportacions	-2,3	-8,4	7,8	9,0	6,9	10,1	10,3	43,7
Importacions	-14,2	-5,7	23,9	14,3	14,7	13,2	36,9	6,7
Preus								
Preus de consum	1,4	2,0	1,4	1,4	1,6	1,8	1,5	2,9
Tipus d'interès de referència ² (valor)	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
Renminbi per dòlar (valor)	6,3	6,6	6,9	6,9	6,7	6,6	6,4	6,3

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

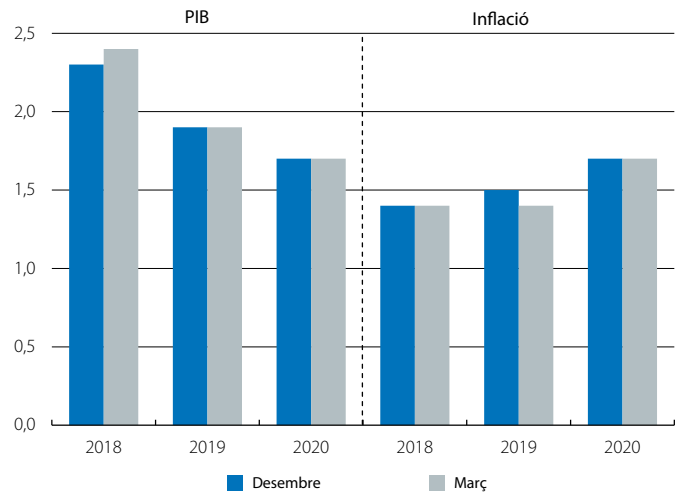
Font: CaixaBank Research, a partir de les dades de l'Oficina Nacional d'Estadística xinesa i Thomson Reuters Datastream.

CONJUNTURA · Les perspectives de creixement de la zona de l'euro es mantenen robustes

La zona de l'euro ha començat el 2018 amb bon peu. Així ho suggereixen els indicadors d'activitat per al primer trimestre de l'any, que confirmen que l'economia de la zona de l'euro es troba en una fase dolça del cicle econòmic. Així ho considera també el BCE, que, en l'actualització trimestral del quadre macroeconòmic, va revisar a l'alça (+0,1 p. p.) les previsions de creixement de la zona de l'euro per al 2018 fins al 2,4% i va mantenir les previsions per al 2019 en l'1,9% (unes previsions molt similars a les de CaixaBank Research, del 2,5% i del 2,0%, respectivament). Aquesta revisió reflecteix el fet que els fonaments macroeconòmics continuen afavorint una expansió a la zona de l'euro a mitjà termini. En concret, s'espera que la demanda interna continuï rebent el suport de la política monetària acomodaticia del BCE i de la millora de les condicions del mercat laboral. Així mateix, les exportacions es mantindran robustes, gràcies a les millors perspectives de creixement global. No obstant això, malgrat el bon ritme d'activitat, s'espera que la inflació es mantingui en cotes moderades, amb un augment de preus previst de l'1,4% per al 2018 i de l'1,8% per al 2019. D'altra banda, el mes de març també va estar marcat per esdeveniments en el pla polític. En primer lloc, les eleccions generals italianes van generar un parlament fragmentat, en què cap partit ni coalició va assolir la majoria absoluta. El partit M5S va ser el més votat (amb el 32% dels vots), però el bloc de centredreta va ser el que va aconseguir un major nombre d'escons. Aquest resultat electoral allarga la incertesa política a Itàlia i pot ampliar el mandat del Govern de Gentiloni mentre durin les negociacions per formar un Govern de coalició. En segon lloc, els membres del partit socialdemòcrata (SPD) van ratificar l'acord de Gran Coalició a Alemanya amb el partit conservador (CDU) d'Angela Merkel. Finalment, el Regne Unit i la UE van assolir un acord sobre el període de transició. Malgrat que el Regne Unit sortirà de la UE al març del 2019, continuarà al mercat únic i a la unió duanera fins al desembre del 2020. Aquest acord de transició, tot i que està condicionat pel fet que les dues parts arribin a un acord final, permet que els dos blocs iniciïn les negociacions sobre la futura relació comercial i sobre el problema fronterer d'Irlanda del Nord.

La zona de l'euro creix de forma més equilibrada en el 4T 2017. Eurostat va confirmar que l'economia de la zona de l'euro va avançar el 2,7% interanual (el 0,6% intertrimestral) en el 4T 2017. Per components, la demanda interna va reduir la contribució al creixement interanual del PIB fins als 1,4 p. p. (1,9 p. p. en el 3T 2017), a causa d'una moderació del ritme d'avanç del consum privat. No obstant això, cal destacar el bon to de la inversió, que va avançar el 2,5% interanual (el 2,4% en el 3T 2017). D'altra banda, la demanda externa va augmentar la contribució fins als 1,3 p. p. (0,8 p. p. en el 3T), a causa del bon comportament de la demanda externa. En particular, les exportacions de béns i de serveis es van mantenir robustes, amb un avanç del 2,9% inter-

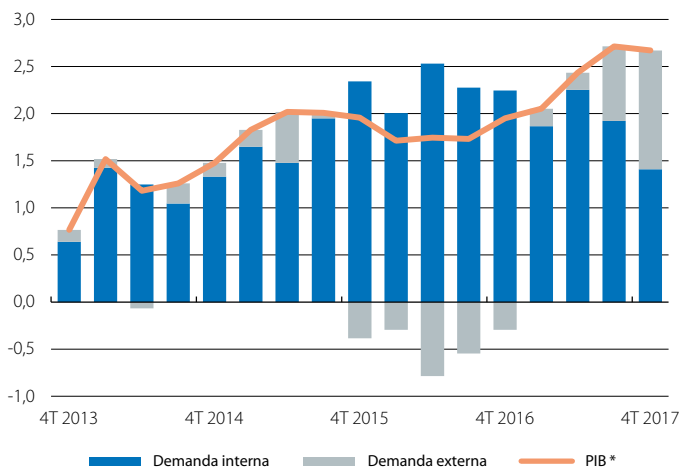
Zona de l'euro: previsions del BCE de PIB i d'inflació



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

Zona de l'euro: PIB

Contribució al creixement interanual (p. p.)

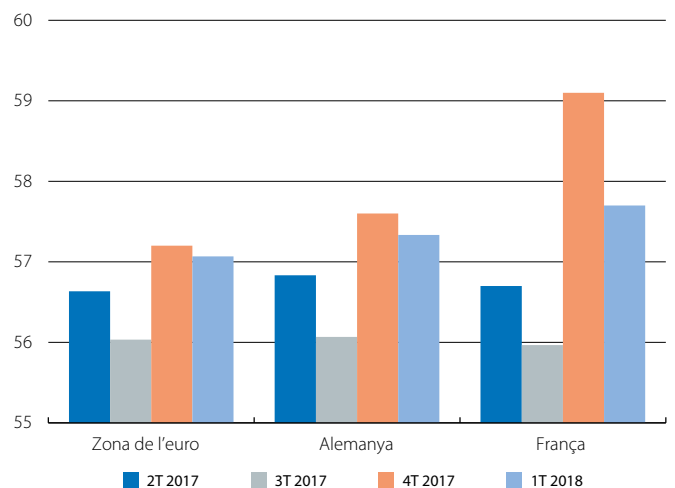


Nota: * Variació interanual (%).

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

Zona de l'euro: PMI compost

Nivell



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

anual (2 dècimes més que en el trimestre anterior), mentre que les importacions van augmentar a un ritme més contingut (de l'1,6% interanual, que cal comparar amb el 2,0% del 3T).

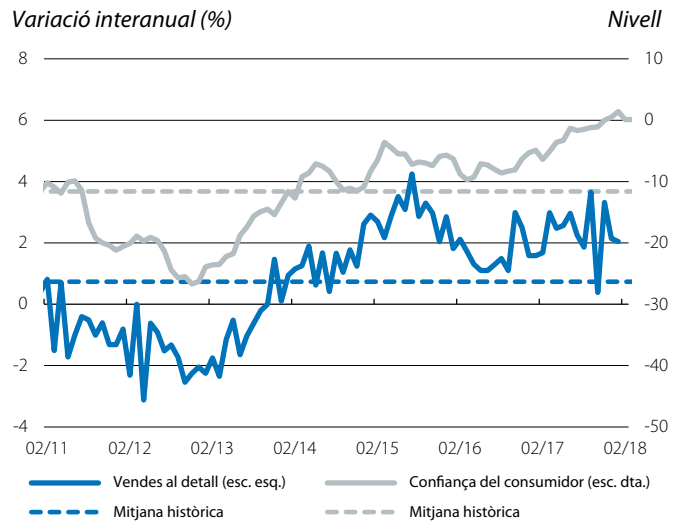
Els indicadors de sentiment empresarial mostren que el bon ritme d'activitat de la zona de l'euro es va mantenir en el 1T 2018. En concret, l'índex PMI compost per al conjunt de la zona de l'euro es va situar en els 57,1 punts en el primer trimestre de l'any, un registre similar al del 4T 2017 (57,2) i en zona clarament expansiva (per damunt dels 50 punts). Així mateix, el clima de confiança a la zona de l'euro continua en cotes elevades. En particular, l'índex de sentiment econòmic (ESI) elaborat per la Comissió Europea es va situar en els 113,9 punts en el primer trimestre de l'any, un registre molt similar al del trimestre anterior (114,3 punts) i clarament superior a la mitjana del 2017 (110,7).

El consum privat es manté com a pilar de l'expansió econòmica de la zona de l'euro. Una mostra d'això és l'evolució positiva de les vendes al detall a la zona de l'euro, que, al gener, van registrar un augment del 2,0% interanual, un ritme similar a la mitjana del 4T 2017 (l'1,9% interanual). Així mateix, la confiança del consumidor es manté en nivells elevats. En particular, l'índex de confiança del consumidor elaborat per la Comissió Europea es va situar, al març, en els 0,1 punts, el mateix registre que en el mes anterior i molt per damunt de la mitjana del 2017 (-2,5). Això, juntament amb les contínues millores al mercat laboral i amb l'entorn de baixos tipus d'interès, suggereix que el consum mantindrà el bon to en els propers trimestres.

El mercat laboral continua generant ocupació i donant suport a la recuperació econòmica. Al conjunt de la zona de l'euro, l'ocupació va augmentar l'1,6% interanual en el 4T 2017 i va situar el total d'empleats en 156,7 milions, un nivell mai assolit abans. El creixement de l'ocupació va ser generalitzat per països, amb avanços vigorosos a Portugal (el 3,2%) i a Espanya (el 2,6%), mentre que, a Alemanya, a França i a Itàlia, l'augment de l'ocupació va ser una mica més moderat (l'1,2% de mitjana). Aquesta millora de l'ocupació confirma el dinamisme del mercat laboral europeu i es trasllada de forma gradual a un augment dels salaris. Així, els costos salarials per hora al conjunt de la zona de l'euro van créixer l'1,7% interanual en el 4T 2017, 1 dècima per damunt del registre del trimestre anterior. Per països, va destacar el creixement dels costos salarials a Portugal (el 4,7% interanual), a Alemanya (l'1,9%) i a França (l'1,8%). En canvi, els costos salarials van disminuir el 0,4% interanual a Itàlia.

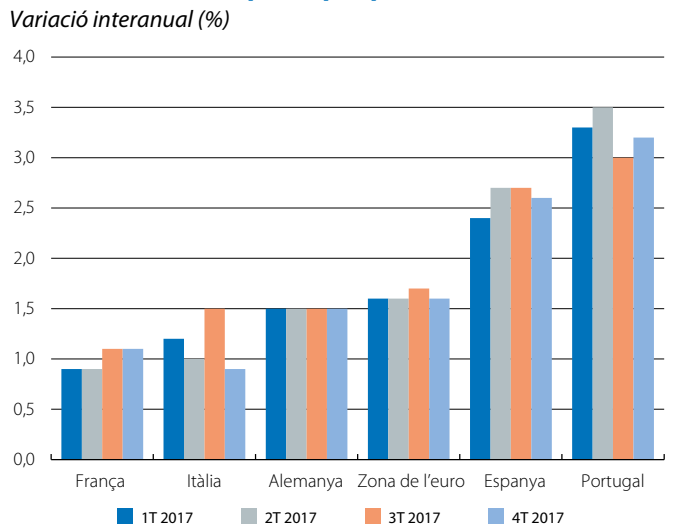
La inflació manté la trajectòria a l'alça. Al març, l'índex de preus al consum harmonitzat (IPCH) de les principals economies de la zona de l'euro va augmentar de manera generalitzada. En especial, va destacar la recuperació de la inflació a França, fins a l'1,7%, 4 dècimes per damunt del registre del mes anterior, i a Alemanya, fins a l'1,5%, 3 dècimes més que en el mes anterior, gràcies a la major contribució del component energètic i d'aliments. De cara als propers trimestres, des de CaixaBank Research preveiem que, a mesura que el mercat laboral vagi entrant en una fase més madura del cicle en els propers trimestres, això propiciarà un augment moderat dels salaris, la qual cosa contribuirà a la recuperació gradual de la inflació fins a l'1,8% el 2019.

Zona de l'euro: indicadors de consum



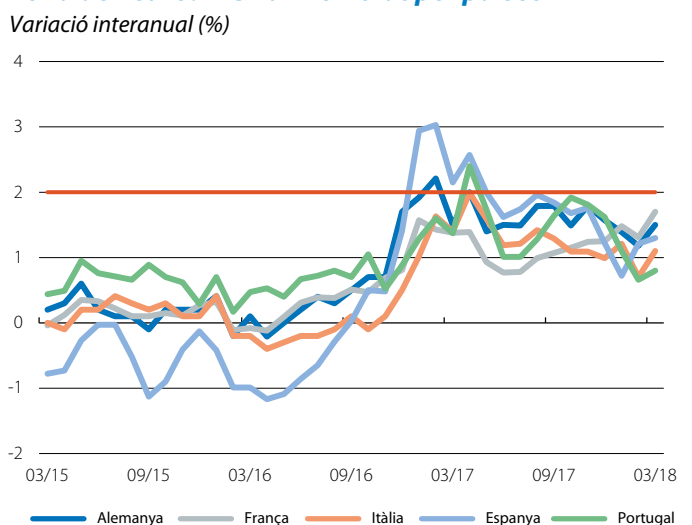
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i de la Comissió Europea.

Zona de l'euro: ocupació per països



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

Zona de l'euro: IPC harmonitzat per països



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

PORTUGAL

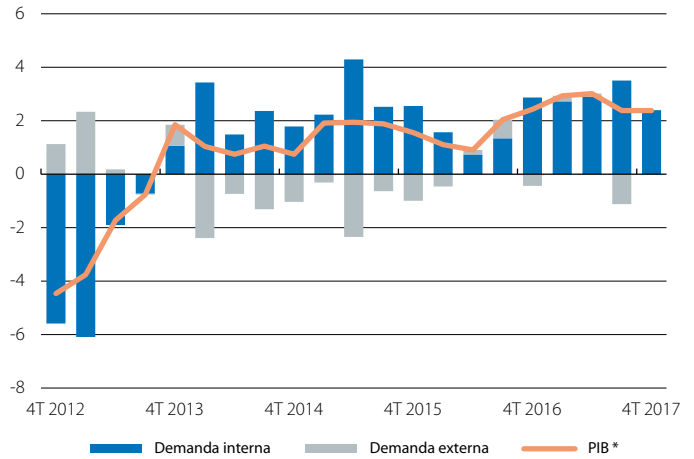
El creixement de Portugal es manté sòlid. L'economia portuguesa va mantenir un ritme sòlid de creixement en el 4T 2017, amb un avanç interanual del 2,4% (el 0,7% intertrimestral), la qual cosa va situar el creixement total del 2017 en el 2,7%, la taxa més alta des de l'any 2000 (l'1,6% el 2016). Per components, el consum privat es va mantenir com un dels motors del creixement, malgrat que va moderar el ritme de creixement fins al 2,0% interanual (el 2,6% en el 3T 2017). Així mateix, la inversió va avançar un sòlid 5,3% interanual, un ritme, això sí, inferior a l'excipientment elevat dels tres últims trimestres (el 10,3% de mitjana). D'altra banda, les exportacions de béns i de serveis van accelerar el ritme de creixement fins al 7,2% interanual (el 6,2% en el 3T). Aquestes dades corroboren que l'economia lusitana creix d'una manera més equilibrada en l'actual etapa expansiva iniciada el 2014, amb la demanda interna com a principal motor de creixement i amb un bon funcionament del sector exportador. De cara al 2018, les perspectives es mantenen positives. En concret, l'escenari de CaixaBank Research contempla un avanç del PIB del 2,4% per a enguany i del 2,3% per al 2019. Per la seva banda, el Banc de Portugal preveu un escenari similar i, al Butlletí Econòmic del març, va mantenir les previsions de creixement del PIB per al 2018 en el 2,3% i per al 2019 en l'1,9%. S'espera que aquest creixement es basi en la demanda interna (en especial, la inversió) i en la demanda externa.

El dèficit públic se situa en el nivell més baix en dècades. El dèficit públic de Portugal del 2017 (exclosa l'operació de recapitalització de Caixa Geral de Depósitos) va ser d'1,765 milions d'euros, un registre equivalent al 0,9% del PIB i 5 dècimes per sota de l'objectiu del Govern (l'1,4%). Aquesta xifra, a més a més, representa una millora d'1,1 p. p. en relació amb el dèficit del 2016 (el 2,0%), fruit d'un augment dels ingressos (del 6,2%), afavorits per la recuperació econòmica i de l'ocupació i per la contenció de les despeses (l'1,5%). No obstant això, a petició d'Eurostat, la transferència de capital per valor de 3,944 milions (equivalent al 2,0% del PIB) a l'entitat bancària de propietat estatal Caixa Geral de Depósitos (CGD) ha de ser inclosa en el còmput oficial del dèficit del 2017. D'aquesta manera, el dèficit es va situar en el 3,0% del PIB. De cara al 2018, preveiem que el dèficit públic es mantindrà contingut en l'1,2% del PIB, gràcies a la bona marxa de l'economia portuguesa. Això permetrà mantenir la reducció gradual de la ràtio de deute públic, que esperem que, partint del 125,7% del PIB el 2017, s'apropi al 123% del PIB al final d'enguany.

La concessió de crèdit avança amb força i dona suport a la recuperació econòmica. Al gener, la nova concessió de crèdit a les llars per a la compra d'habitatge, tot i alentir lleugerament el ritme de creixement fins al 13,3% interanual, va continuar creixent amb vigor, reflex de la recuperació de la demanda del sector immobiliari. Així mateix, el nou crèdit al consum va continuar evolucionant positivament i va avançar el 16,2% interanual (el 20,2% al gener del 2017). Pel costat de l'oferta, i malgrat el procés de despallanquejament dut a terme pel sector privat, la concessió de nou crèdit a les pimes (el 2,4% interanual) i a les grans empreses (el 70,1%) va tornar a créixer després de tres anys de fortes reculades.

Portugal: PIB

Contribució al creixement interanual (p. p.)



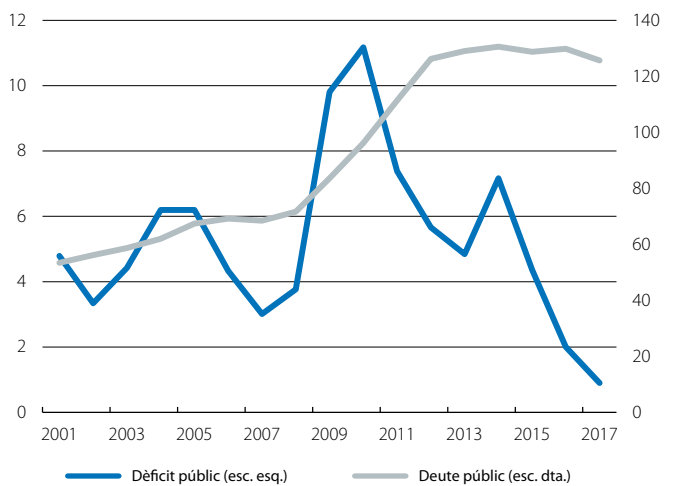
Nota: * Variació interanual (%).

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

Portugal: dèficit i deute públic

(% del PIB)

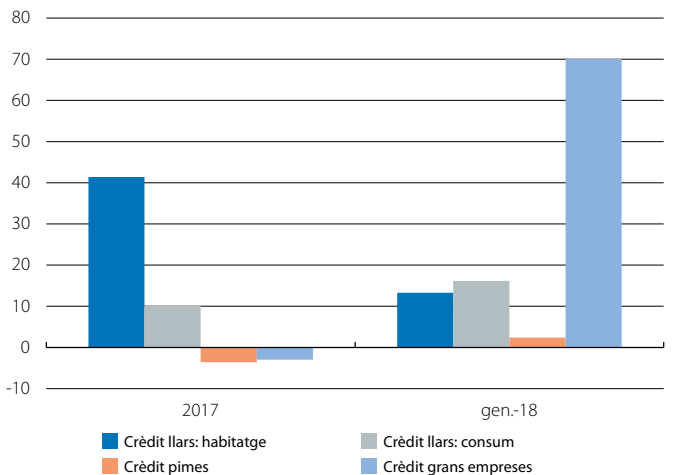
(% del PIB)



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

Portugal: nova concessió de crèdit

Variació interanual (%)



Nota: El crèdit a les llars exclou els refinançaments.

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

FOCUS · La inflació s'anirà recuperant a la zona de l'euro

Malgrat que el creixement econòmic ha estat vigorós a la zona de l'euro i que la taxa d'atur ha baixat, la inflació no acaba d'aixecar el vol. Tradicionalment, la inflació sol mantenir una relació negativa amb la taxa d'atur, la qual cosa es coneix com a corba de Phillips, però sembla que, en la fase actual de recuperació, aquesta relació s'ha afeblit, fins al punt que sembla inexistent. No obstant això, com veurem tot seguit, hi ha indicis que la corba de Phillips no ha mort i que la baixa inflació registrada en els últims anys és transitòria.

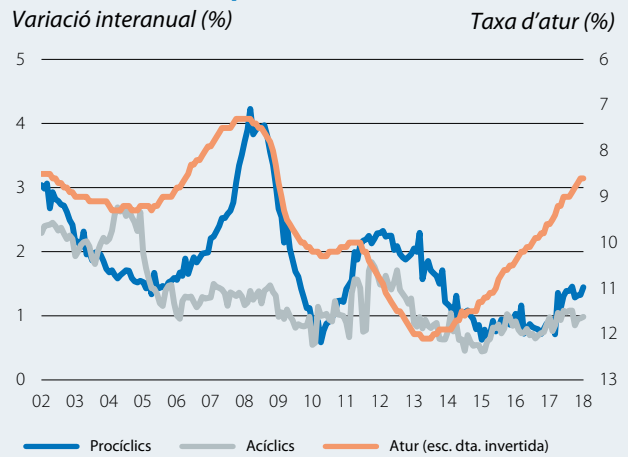
Per entendre millor el canvi de patró de la inflació, analitzem la relació entre l'evolució de l'atur i els diferents subgrups que formen l'IPCH subjacent.¹ En concret, seguint el mètode de Mahedy i Shapiro (2017),² separem els diferents components de l'IPCH subjacent en dos grups: els procíclics, que tenien una relació negativa amb la taxa d'atur fins abans de la crisi financera, i la resta, que considerem acíclics.³ Entre els components procíclics, hi ha els aliments i begudes alcohòliques, els restaurants i els relacionats amb els béns i serveis de la llar. Per la seva banda, entre els components acíclics, trobem els relacionats amb la roba i els diferents serveis mèdics, entre d'altres. El pes dels components procíclics és del 49% i el dels acíclics, el 51%. Un cop classificats, podem construir l'evolució dels preus dels dos tipus de components.

Com podem observar al primer gràfic, fins a mitjan 2013, els components procíclics van evolucionar de forma inversa a la taxa d'atur. No obstant això, de llavors ençà, la taxa d'atur ha disminuït, però l'augment del preu dels components procíclics s'ha mantingut contingut i no s'ha enlaira. En concret, el 2017, la inflació de la cistella procíclica s'ha situat 0,6 p. p. per sota del valor pronosticat per la corba de Phillips. Per la seva banda, els components acíclics s'han comportat de manera similar a la seva mitjana històrica. Tot fa pensar, per tant, que el comportament anòmal del preu dels béns procíclics és el que explica que la inflació subjacent s'hagi mantingut més continguda.

Si analitzem amb més detall l'evolució del preu dels principals components que formen la cistella de béns procíclics, podem identificar els que presenten un comporta-

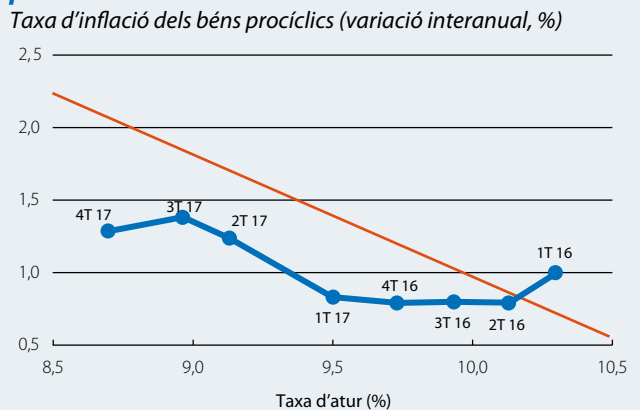
1. L'IPCH subjacent fa referència a l'índex de preus al consum harmonitzat i exclou el component energètic i el dels aliments no processats.
 2. Vegeu Mahedy, T. i Shapiro, A. (2017), «What's Down with Inflation», FRBSF Economic Letter.
 3. Hem utilitzat dades de la zona de l'euro entre el gener del 2002 i el desembre del 2008, període en què la corba de Phillips es va comportar amb normalitat. Atès que, per a la zona de l'euro, no disposem de més dades històriques, hem realitzat el mateix exercici per a Alemanya i França, països dels quals hi ha dades des del 1991, la qual cosa ens permet comprovar que la classificació dels components entre acíclics i procíclics no canvia de manera significativa.

Inflació dels béns procíclics i acíclics



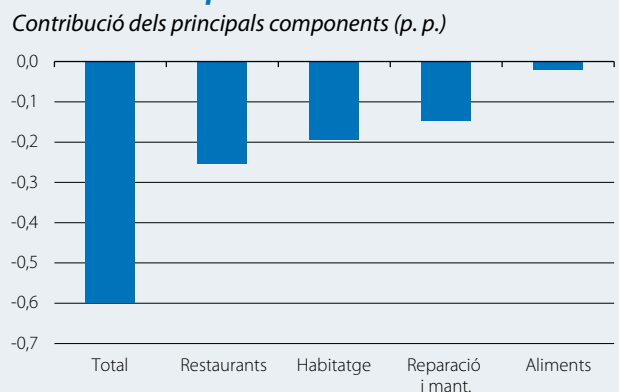
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

Corba de Phillips de la cistella de béns procíclics



Nota: La línia vermella representa la corba de Phillips estimada amb dades del gen.-02 al des.-08.
 Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

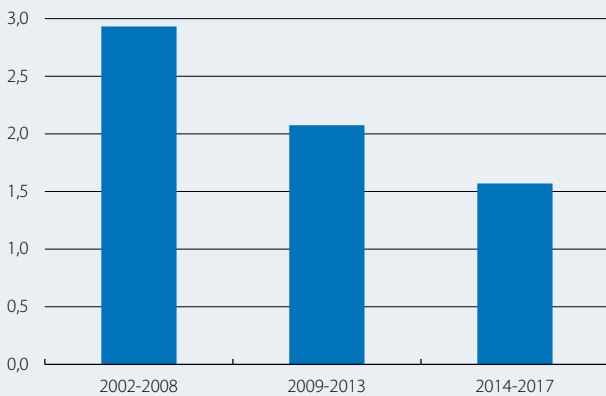
Diferència entre la inflació procíclica observada i l'esperada el 2017



Nota: La inflació procíclica esperada ha estat calculada utilitzant les estimacions de la corba de Phillips amb dades del gen.-02 al des.-08 per a cada component.
 Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

Creixement dels salaris nominals

Variació interanual (%)



Nota: Mitjana del creixement interanual entre els anys indicats.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

ment més anòmal. En concret, per a cada bé, calclem la diferència entre el preu observat i el previst per la corba de Phillips (el preu que esperaríem observar en funció de l'evolució de la taxa d'atur). Així, com ho mostra el tercer gràfic de la pàgina anterior, els components de la cistella de béns procíclics amb una evolució de preus més feble (en relació amb el que havia previst la corba de Phillips) són les reparacions i manteniment de diferents béns, les despeses corrents d'un habitatge (exclòs el lloguer) i els restaurants. Aquests components expliquen el 25%, el 34% i el 42%, respectivament, de la diferència entre la inflació procíclica observada i l'esperada segons la taxa d'atur. A més de ser procíclics, aquests tres tipus de béns comparteixen una altra característica: pertanyen a sectors intensius en treball.

Aquesta propietat pot ser la responsable de la feblesa dels preus dels components procíclics. El motiu pel qual això pot haver passat és senzill: el preu dels béns més intensius en treball sol ser més sensible a les variacions salarials, i viceversa. I, precisament, durant la fase actual de recuperació econòmica, el creixement dels salaris ha estat més contingut del que és habitual.

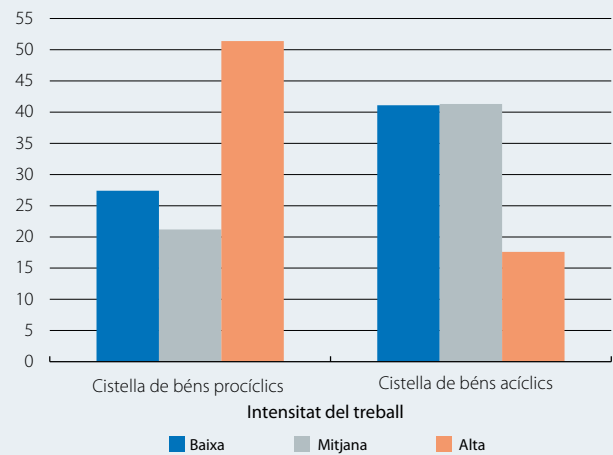
Per comprovar fins a quin punt la feblesa de la inflació respon al ritme moderat d'avanç dels salaris, hem classificat els components de la cistella de la inflació subjacent en funció de la intensitat del factor treball que exigeix la seva producció.⁴ Com esperàvem, els components molt intensius en treball són els que expliquen la major part de la diferència entre la inflació observada i la pronosticada per la corba de Phillips. A més a més, és interessant destacar que la producció de la majoria dels béns de la cistella procíclica és molt intensiva en treball, en concret el 52%, el contrari dels béns acíclics, que, en general, presenten una producció menys intensiva en el factor treball.

4. Per fer-ho, hem obtingut el percentatge dels costos laborals sobre el total de costos de producció per a diversos sectors d'Eurostat.

En gran part, per tant, els motius de la lenta recuperació de la inflació a la zona de l'euro cal buscar-los en la lenta recuperació dels salaris. En aquest sentit, en anteriors Focus, hem apuntat que el grau de saturació del mercat laboral de la zona de l'euro és menor que el mostrat per la taxa d'atur (vegeu, per exemple, «Més enllà de la taxa d'atur», de l'IM12/2017). Factors com l'increment de la subocupació i de la taxa d'inactius que es va produir durant la recessió, i que no es veuen reflectits en la taxa d'atur, han propiciat que la pressió sobre els salaris s'hagi mantingut continguda. No obstant això, en aquests articles, hem apuntat també que, amb els bons registres de creixement del PIB anotats l'any passat, i que esperem que es mantinguin enguany, la taxa de subocupació s'ha reduït. A mesura que aquesta tendència es consolidi, cal esperar que les pressions salarials i, en última instància, la inflació es vagin recuperant.

Intensitat del treball

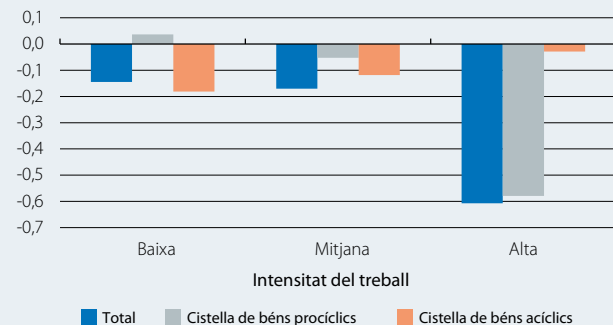
Pes en cada cistella (%)



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

Diferència entre la inflació observada i l'esperada el 2017

Contribució segons intensitat del treball (p. p.)



Nota: La inflació esperada per als components procíclics ha estat calculada utilitzant les estimacions de la corba de Phillips amb dades del gen.-02 al des.-08. Per als acíclics, hem utilitzat la mitjana històrica de cada component.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

FOCUS · Alemanya: canvi de rumb de la política fiscal

Alemanya ha aconseguit formar un Govern de coalició entre conservadors i socialdemòcrates –l'anomenada GroKo III, per ser la tercera edició de la *Große Koalition*– mig any després de les eleccions legislatives del setembre del 2017. Arribar fins a aquí ha estat un procés complicat, i, per assolir un acord, els dos partits han renunciat a una part del seu programa. Una de les línies estratègiques de l'acord és la política fiscal, que, després d'anys en «mode austeritat», sembla que ha canviat de rumb. A continuació, ho analitzem detalladament.

En concret, l'acord assolit estableix un conjunt de mesures per incrementar la despesa social i la inversió en educació i en infraestructures. Les mesures pujarien a uns 79.600 milions d'euros (el 2,4% del PIB) en el període 2018-2021,¹ un impuls fiscal significatiu, que, si s'acaba implementant íntegrament, podria erosionar el superàvit públic del qual gaudeix l'economia alemanya. Descrivim breument les principals mesures anunciades en cada bloc per poder-ne valorar millor l'impacte sobre el creixement econòmic.

Pel que fa a l'impuls de la despesa social, es vol concentrar en un augment de les ajudes per a la cura de nens i en un increment de la generositat del sistema de pensions. En el cas de les pensions, es pretén garantir una taxa de reemplaçament² del 48% fins al 2025 (el nivell en què es troba actualment), així com ampliar els drets de pensió per a les dones amb fills. Aquestes mesures beneficiaran, sobretot, un col·lectiu (el dels jubilats o el dels qui es jubilaran aviat) que vota majoritàriament els partits de la coalició, però afegiran encara més pressió a llarg termini sobre la sostenibilitat del sistema de pensions.

Aquestes no són les úniques mesures que la coalició de Govern ha acordat seguint una lògica més política que econòmica. En l'àmbit laboral, la coalició ha acordat l'adopció de mesures que limiten l'ús de contractes temporals. Això podria contentar, en especial, les persones que han deixat de votar els partits de la coalició de Govern en favor de l'AfD, que solen tenir unes condicions laborals més precàries i que podrien pensar que es tracta d'una mesura que els afavoreix (malgrat que, probablement, l'impacte a mitjà termini acabi sent l'oposat).

Tornant a la política fiscal, està previst que l'augment de la inversió es destini, en gran part, a l'educació, amb ajudes del Govern federal als *länder* per millorar les infraestructures educatives, en particular en guarderies i en escoles de formació professional i a temps complet.³ Quant a l'impuls de la inversió en infraestructures, el gros es vol destinar a

millorar la xarxa de transports existent, que es considera que està força obsoleta. Així mateix, la coalició vol dur a terme accions que donin suport al procés de digitalització del sector productiu alemany i de la societat en general.

L'impuls que la GroKo III vol donar a la inversió en educació i en infraestructures contribuirà a pal·liar un dèficit d'inversió pública en aquests dos àmbits que, per exemple, ha estat detectat per la Comissió Europea. Així, aquestes inversions podrien tenir un impacte significatiu sobre el creixement econòmic del país germànic a llarg termini.

L'impacte agregat a curt i a mitjà termini de les mesures acordades no és negligible, atesa la seva composició en despesa social i en inversions: l'impacte sobre el creixement del PIB es podria situar al voltant dels 0,5 p. p. en els propers anys.⁴ No obstant això, la incertesa que envolta aquesta xifra és molt elevada. D'una banda, perquè no s'ha concretat el *timing* de la implementació de les diferents mesures acordades. Però, sobretot, perquè les reticències a erosionar massa el preuat superàvit públic alemany poden acabar limitant l'impuls fiscal. En qualsevol cas, tot fa pensar que la política fiscal alemanya canviarà de rumb en els propers anys.

Impacte pressupostari de l'acord de coalició Groko III

Acumulat de 2018-2021

	Milers de milions d'euros	% del PIB (2017)
Educació, R+D	6	0,2
Família, fills, Seguretat Social	12	0,4
Construcció i habitatge	4	0,1
Agricultura, transport i ajuda a comunitats locals	12	0,4
Seguretat, ajuda al desenvolupament	2	0,1
Pensions per a mares (Mütterrente II)	3,2	0,1
Major contribució al pressupost europeu	7	0,2
Digitalització	14,5	0,4
Reducció d'ingressos tributaris (taxa de solidaritat)	10	0,3
Reducció d'altres ingressos tributaris	7,6	0,2
Total estimat	78,4	2,4

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'acord de coalició entre CDU, CSU i SPD (7 de febrer del 2018) i de Deutsche Bank Research.

1. La coalició de Govern ha estimat que el conjunt de mesures acordades puja a l'1,4% del PIB, però l'acord de Govern inclou altres mesures que s'estima que puguen fins a l'1,0% i que també haurien de ser comptabilitzades.

2. La taxa de reemplaçament correspon al percentatge d'ingressos de jubilació en relació amb els ingressos previs com a empleat.

3. Tipus d'escoles de creació recent en què les classes es fan durant tot el dia, amb servei de menjador i amb activitats extracurriculars. A Alemanya, la majoria d'escoles realitzen les activitats només al matí.

4. Utilitzant un multiplicador fiscal de 0,77, corresponent a la mitjana de multiplicadors fiscals de la despesa pública a Alemanya de diversos estudis recents, com Ramey (2011), BCE (2015), Carreras *et al.* (2016) o FMI (2009, 2014).

PRINCIPALS INDICADORS

Indicadors d'activitat i ocupació

Valors, llevat que s'indiqui el contrari

	2016	2017	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18	03/18
Vendes al detall (<i>variació interanual</i>)	1,6	2,4	2,1	2,7	2,6	2,0	2,3	...	...
Producció industrial (<i>variació interanual</i>)	1,6	2,9	1,3	2,7	3,6	4,2	2,7	...	...
Confiança del consumidor	-7,8	-2,5	-5,5	-2,7	-1,5	-0,2	1,4	0,1	0,1
Sentiment econòmic	104,3	110,7	107,5	109,5	111,5	114,3	114,9	114,2	112,6
PMI manufactures	52,5	57,4	55,6	57,0	57,4	59,7	59,6	58,6	56,6
PMI serveis	53,1	55,6	55,1	56,0	55,3	55,9	58,0	56,2	55,0
Mercat de treball									
Ocupació (persones) (<i>variació interanual</i>)	1,3	1,6	1,6	1,6	1,7	1,6	-	...	-
Taxa d'atur: zona de l'euro (% pobl. activa)	10,0	9,1	9,5	9,1	9,0	8,7	8,6	...	...
Alemanya (% pobl. activa)	4,2	3,8	3,9	3,8	3,7	3,6	3,6	...	...
França (% pobl. activa)	10,0	9,4	9,6	9,5	9,5	9,1	9,0	...	...
Itàlia (% pobl. activa)	11,7	11,3	11,6	11,2	11,2	11,0	11,1	...	...
Espanya (% pobl. activa)	19,6	17,2	18,2	17,3	16,8	16,6	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

	2016	2017	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18
Saldo corrent: zona de l'euro	3,7	3,8	3,7	3,5	3,8	3,8	3,9	...
Alemanya	8,6	8,0	8,5	8,0	8,0	8,0	8,3	...
França	-0,9	-1,2	-1,1	-1,2	-0,9	-1,2	-1,0	...
Itàlia	2,7	2,9	2,9	2,7	2,7	2,9	2,9	...
Espanya	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8	1,9	1,9	...
Tipus de canvi efectiu nominal¹ (valor)	94,3	96,5	93,7	95,2	98,5	98,6	99,4	99,6

Nota: 1. Ponderat pel flux de comerç exterior. Valors superiors signifiquen apreciació de la moneda.

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

Finançament i dipòsits dels sectors no financers

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

	2016	2017	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18	
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres ¹	1,8	2,5	2,2	2,3	2,4	3,0	3,4	3,1	
Crèdit a les llars ^{1,2}	1,7	2,6	2,3	2,6	2,7	2,8	2,9	2,9	
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres ³ (%)	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,2	...	
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge ⁴ (%)	1,8	1,7	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7	...	
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	10,0	10,1	9,5	10,3	10,6	10,1	9,8	9,4	
Altres dipòsits a curt termini	-1,9	-2,7	-2,3	-2,9	-3,0	-2,4	-1,9	-2,3	
Instrumentos negociables	2,7	0,9	5,7	0,6	-0,6	-2,2	-6,3	-6,4	
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars (%)	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4	...	

Notes: 1. Dades ajustades de vendes i titulacions. 2. Inclou les institucions financeres sense ànim de lucre al servei de les llars. 3. Crèdits de més d'un milió d'euros a tipus flexible i fins a un any de fixació del tipus oficial. 4. Préstecs a tipus flexible i fins a un any de fixació del tipus oficial.

Font: CaixaBank Research, a partir de les dades del Banc Central Europeu.

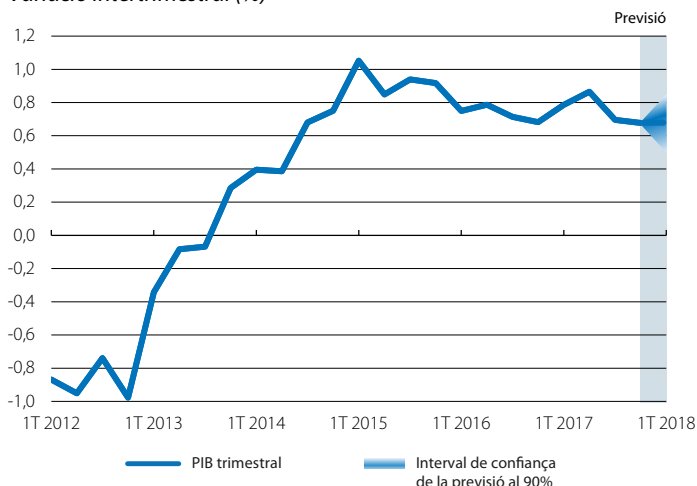
CONJUNTURA · Milloren les perspectives de creixement

L'economia espanyola continua mostrant un dinamisme elevat al començament del 2018. En concret, el model de previsió del PIB de CaixaBank Research preveu un creixement del 0,7% intertrimestral en el 1T 2018, un registre similar al de la segona meitat del 2017. De cara als propers trimestres, el nostre escenari preveu que el PIB mantindrà un ritme de creixement robust, impulsat per la continuada fermesa de l'activitat a nivell mundial, en especial de la zona de l'euro, i amb el suport d'unes condicions financeres acomodaticies, gràcies a la política monetària expansiva del BCE. En aquest sentit, destaca l'actualització del quadre macroeconòmic del Govern per a enguany, en el qual s'ha revisat a l'alça el creixement del PIB fins al 2,7%, una millora de 4 dècimes en relació amb l'última previsió, efectuada pel Govern a l'octubre del 2017. D'aquesta manera, la previsió del Govern és coherent amb els pronòstics del consens d'analistes i amb el de CaixaBank Research (del 2,8%), que van ser revisats a l'alça recentment. També Standard & Poor's ha millorat la nota creditícia sobirana d'Espanya (de BBB+ a A-). Anticipant la revisió, al llarg del mes de març, la prima de risc espanyola va disminuir des dels 90 p. b. del començament del mes fins al voltant dels 70 p. b., un nivell en què preveiem que es mantindrà al llarg d'enguany.

El context econòmic favorable va ajudar a l'assoliment de l'objectiu de dèficit públic el 2017. El dèficit públic el 2017 es va situar en el 3,1% del PIB, nivell coherent amb l'objectiu d'estabilitat acordat amb la Comissió Europea. Pel que fa a la dada del 2016 (el 4,3% del PIB), el dèficit s'ha reduït de forma notable (-1,2 p. p.), gràcies al fort creixement de l'activitat econòmica i al manteniment d'una política fiscal neutra. L'ajust del dèficit públic s'explica, en gran part, per la reducció de la despesa, en percentatge del PIB, en concret d'1,0 p. p. Destaquen la caiguda en el pagament d'interessos i la reducció dels pagaments per prestacions d'atur. D'altra banda, la reducció del dèficit també va ser impulsada per l'increment dels ingressos en percentatge del PIB (+0,2 p. p.), els quals es van mostrar molt dinàmics, gràcies al fort avanç dels ingressos tributaris (el 5,2%) i de les cotitzacions socials (el 4,9%). Per administracions, l'Administració central i la Seguretat Social no van assolir els seus objectius, però això va ser compensat per les comunitats autònomes i per les corporacions locals, que els van complir amb escreix i van permetre el compliment de l'objectiu conjunt de les Administracions públiques. Així i tot, i malgrat els importants ajustos realitzats en els últims anys, Espanya és l'únic país de la zona de l'euro que encara no ha sortit del procediment de dèficit excessiu (PDE). De cara al 2018, les bones perspectives econòmiques propiciaran que el dèficit públic es redueixi, finalment, per sota del límit del 3% que marca el PDE. De fet, amb la presentació del projecte de Llei de Pressupostos Generals de l'Estat (PGE) per al 2018, sembla que l'objectiu de dèficit públic (del 2,2% del PIB) sigui assequible.

PIB

Variació intertrimestral (%)



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

Quadre macroeconòmic del Govern

Variació anual (%), llevat que s'indiqui el contrari

	Dada 2017	PGE 2018
PIB real	3,1	2,7
Consum privat	2,4	2,0
Consum públic	1,6	1,1
Inversió	5,0	4,7
<i>Demanda nacional (contrib.)</i>	2,8	2,3
Exportació béns i serveis	5,0	4,8
Importació béns i serveis	4,7	4,1
<i>Saldo exterior (contrib.)</i>	0,3	0,4

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del PGE (2018).

Capacitat (+) o necessitat (-) de finançament per administracions

(% del PIB)

	2016		2017		2018	
	Dada	Objectiu	Dada	Objectiu	Dada	Objectiu
Administració central	-2,5	-1,1	-1,9	-1,1	-0,7	-0,7
Comunitats autònomes	-0,8	-0,6	-0,3	-0,6	-0,4	-0,4
Corporacions locals	0,6	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0
Seguretat Social	-1,6	-1,4	-1,5	-1,4	-1,1	-1,1
Total	-4,3	-3,1	-3,1	-3,1	-2,2	-2,2

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri d'Hisenda i Funció Pública.

Els PGE inclouen diverses mesures fiscals, com la rebaixa de l'IRPF per a les rendes més baixes, la pujada de les pensions mínimes i de viduïtat i les millores salarials als funcionaris, entre d'altres.

El mercat laboral evoluciona molt positivament. Al febrer, el nombre d'afiliats a la Seguretat Social va augmentar en 81.483 persones, un increment superior al del mateix mes del 2017 (74.080 persones). Amb aquesta dada, la taxa de variació interanual es va accelerar en 1 dècima, fins al 3,5%. Per valorar fins a quin punt són positives aquestes dades més enllà de l'estacionalitat pròpia de cada mes, convé utilitzar la sèrie en termes desestacionalitzats: al febrer, l'augment va ser de 62.006 persones, similar a les 66.578 del gener, de manera que els dos registres van superar amb escreix la mitjana de 59.919 afiliats mensuals el 2017, i, per tant, es corrobora que la creació d'ocupació en els primers mesos del 2018 és molt dinàmica. De cara als propers mesos, s'espera el manteniment de la positiva evolució del mercat laboral (vegeu el Focus «Afilació a la Seguretat Social: balanç i perspectives sectorials», en aquest mateix Informe Mensual).

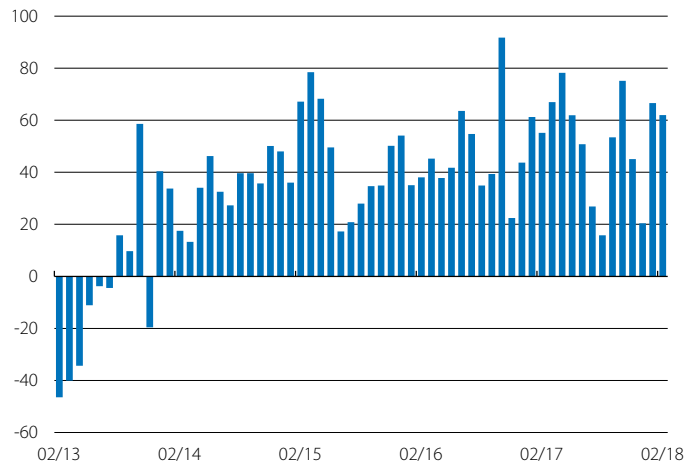
El dinamisme del mercat laboral impulsa el consum privat. En concret, les vendes al detall van augmentar l'1,9% interanual al febrer (el 2,2% al gener) i van superar àmpliament l'increment del 0,9% interanual mitjà del 2017. Aquesta dada, juntament amb l'elevat nivell assolit per la confiança del consumidor, malgrat el lleuger descens del març, indica que el consum privat va ser molt robust en el 1T 2018. En conseqüència, és molt probable que la taxa d'estalvi de les llars es continuï mantenint en nivells històricament baixos, tal com ja va succeir el 2017. En concret, l'any passat, les llars van estalviar només el 5,7% de la renda bruta disponible (el 7,7% el 2016), ja que el creixement del consum nominal va ser significativament superior al de la renda bruta disponible (el 4,2% i el 2,0%, respectivament).

La inflació subjacent trenca la seva atonia i repunta fins a l'1,1% al febrer (el 0,8% al gener), a causa de l'increment dels serveis, en concret dels paquets turístics i dels serveis de telefonia. Per la seva banda, la inflació general, de la qual l'INE ja ha avançat la dada del març, es va situar en l'1,2% (l'1,1% al febrer). Aquest lleuger increment dels preus s'explicaria, en gran part, per l'efecte calendari de la Setmana Santa, que enguany cau gairebé íntegrament al març i l'any passat va ser a l'abril. Per aquest mateix efecte, esperem que la inflació es moderi a l'abril i que, a partir del maig, evolucioni lleugerament a l'alça, impulsada pel preu del petroli i per una recuperació gradual de la inflació subjacent.

El sector exterior evoluciona molt favorablement malgrat l'increment del preu del petroli. El compte corrent va tancar l'any 2017 amb un superàvit de l'1,9% del PIB, el mateix registre que l'any anterior. D'una banda, el saldo de béns va empitjorar, en gran part, per l'increment del preu del petroli (el dèficit energètic va passar del -1,8% del PIB el 2016 al -2,3% el 2017), però també va empitjorar a conseqüència de l'increment de les

Afiliats a la Seguretat Social *

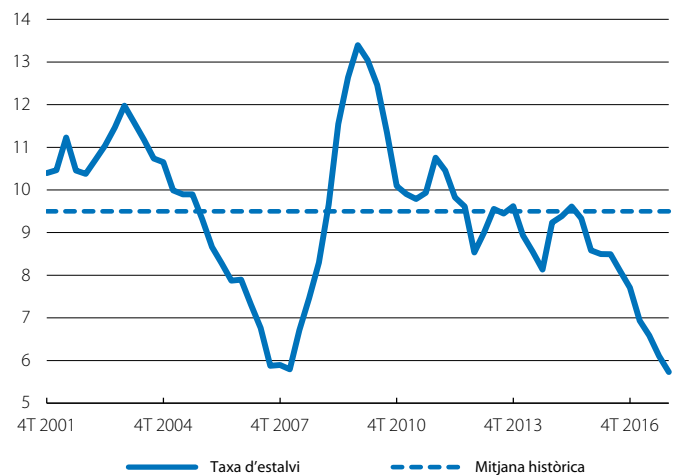
Variació mensual (milers de persones)



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

Taxa d'estalvi

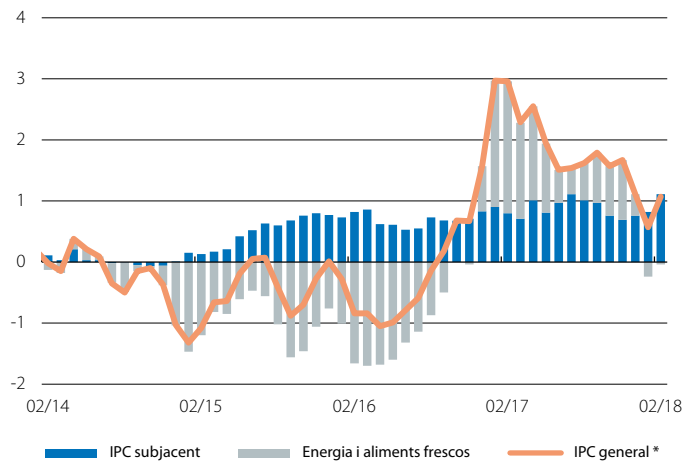
(% de la renda bruta disponible)



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

IPC

Contribució al creixement interanual (p. p.)



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

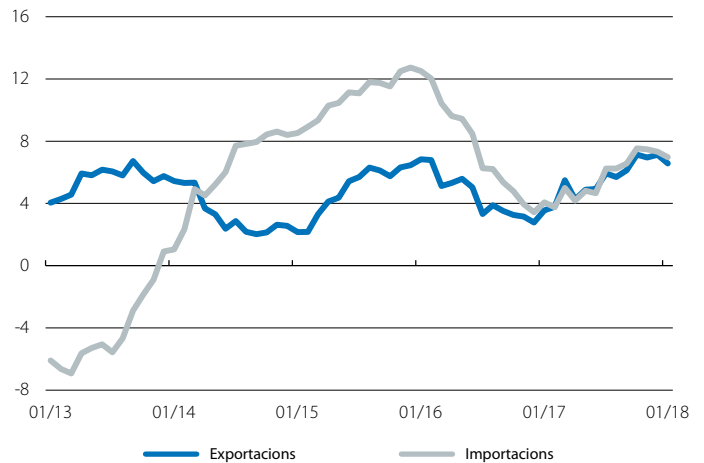
importacions no energètiques i malgrat el dinamisme de les exportacions. De l'altra, el saldo de serveis va millorar en relació amb el 2016, fins a representar el 5% del PIB, i el saldo de rendes també va millorar lleugerament. De cara al 2018, preveiem que l'encariment del petroli continuarà restant al saldo per compte corrent, com així ho mostren les dades del gener. En concret, el saldo comercial de béns va anotar un dèficit del 2,2% del PIB (acumulat de 12 mesos), superior a l'1,6% del gener del 2017, un deteriorament propiciat, en bona part, per l'increment de les importacions energètiques. La balança no energètica, però, més indicativa de la tendència de fons del comerç de béns, mostra una major estabilitat: amb unes exportacions que van créixer el 6,6% interanual (acumulat de 12 mesos) i que van compensar la solidesa de les importacions (el +7,0%, també acumulat de 12 mesos).

Prosegueixen les bones dades al mercat immobiliari. Les compravendes d'habitatges van créixer al gener el 15,1% interanual (acumulat de 12 mesos) i van arribar a un total de 473.255 unitats venudes. Aquest impuls en les compravendes ha incidit en el preu de transacció de l'habitatge, que va augmentar el 7,2% en termes interanuals en el 4T 2017 (el 0,9% en termes intertrimestrals), de manera que el creixement mitjà del 2017 es va situar en un notable 6,2%. De cara als propers trimestres, la fortalesa de la demanda d'habitatge, juntament amb una tímida recuperació de l'oferta i amb unes condicions favorables d'accés al crèdit per a la compra d'habitatge, fa preveure que es mantindrà la tendència a l'alça en els preus.

La concessió de crèdit continua evolucionant de forma favorable. En particular, les noves operacions per al consum i per a la compra d'habitatge van avançar amb força al febrer: el 17% i el 16,5% interanual (acumulat de l'any), respectivament. Pel que fa a les empreses, la nova producció apunta a una recuperació notable durant el 2018, tant dels crèdits a les pimes (el 17,4% interanual, acumulat de l'any) com a les grans empreses (el 12,7%). Malgrat el dinamisme de les noves operacions de crèdit, el saldo de crèdit encara es continua contraient (el -2,0% interanual en el 4T 2017), amb la notable excepció del saldo de crèdit al consum, que va créixer el 14,3% interanual en el 4T. D'altra banda, la taxa de morositat bancària també continua reculant, i destaca, en especial, la reducció de la morositat al crèdit promotor (-7,4 p. p. en l'últim any), gràcies a la venda de carteres d'actius dubtosos. Així i tot, aquesta taxa encara se situa en un elevat 18,1% i supera amb escreix la morositat de la resta de segments.

Exportacions i importacions de béns *

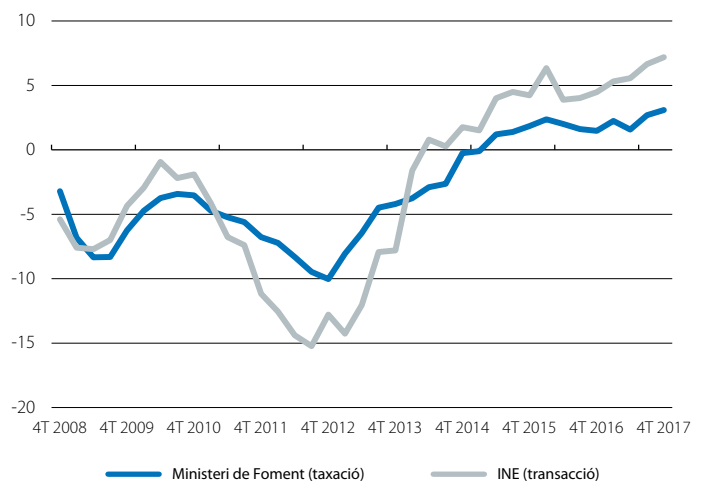
Variació interanual (%)



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

Preu de l'habitatge lliure

Variació interanual (%)



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

Crèdit brut i morositat en el 4T 2017

	Saldo (milions d'euros)	Variació interanual (%)	Taxa de morositat (%)
Crèdit a llars	697	-1,0	-
Compra d'habitatge	530	-2,6	4,8
Altres finalitats	168	4,1	8,1
Consum	76	14,3	-
Crèdit a empreses	477	-3,3	-
No-promotors	367	-1,5	10,1
Promotors	110	-8,9	18,1
Crèdits al sector privat *	1.174	-2,0	7,8

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

FOCUS · Les comunitats autònomes tornen als mercats

El nivell de deute de les Administracions públiques acumula cinc anys ancorat al voltant del 100% del PIB, i, ara com ara, la recuperació de l'activitat econòmica no ha estat suficient perquè l'Administració pública surti dels números vermells. Tot i que la major part del deute públic és de l'Administració central, el deute que mantenen les comunitats autònomes (CA) no és gens menyspreable: representa el 25% del PIB espanyol,¹ molt per damunt del 16% que representava només cinc anys enrere. En particular, el deute autonòmic ha augmentat a totes les CA, malgrat que la distribució és molt heterogènia (vegeu el gràfic adjunt). En aquest article, ens centrarem a entendre els mecanismes de finançament del dèficit i en els venciments del deute de les CA.

Segons la Llei Orgànica de Finançament a les Comunitats Autònomes (LOFCA), aprovada el 1980, les CA poden realitzar emissions de deute per fer front els venciments del deute o per finançar el dèficit permès pels principis d'estabilitat pressupostària. Fins al 2012, les CA realitzaven emissions directes als mercats, prèvia autorització de l'Estat. No obstant això, la crisi econòmica i financera va generar dificultats d'accés als mercats per part de les CA, i, davant aquesta situació, l'Estat va engegar diversos mecanismes per millorar-ne la capacitat financera. El més destacat va ser el Fons de Liquiditat Autonòmic (FLA), creat el 2012. Amb aquest mecanisme, passava a ser l'Administració central qui accedia als mercats per captar els fons, que després es canalitzaven a les CA per la via de préstecs a llarg termini.²

No obstant això, l'adhesió al FLA no va quedar exempta de compromisos: les CA adherides han d'elaborar un pla d'ajust que garanteixi el compliment dels objectius de dèficit i de deute i també han de compartir mensualment la informació sobre l'evolució de l'execució pressupostària.

El 2015, el FLA va quedar integrat en l'anomenat Fons de Finançament Autonòmic (FFA),³ que tenia com a objectiu, d'una banda, mantenir el suport a les CA amb problemes de liquiditat i, de l'altra, permetre que les CA sense problemes de liquiditat també poguessin aprofitar els menors costos de finançament dels quals gaudia l'Administració central. D'aquesta manera el fons es va dividir en: i) la continuació del FLA, d'adhesió obligatòria per a les CA que no compleixen els objectius d'estabilitat, i ii) la Facilitat Financera, per a les CA que compleixen els objectius d'estabilitat.⁴

1. En el 3T 2017.

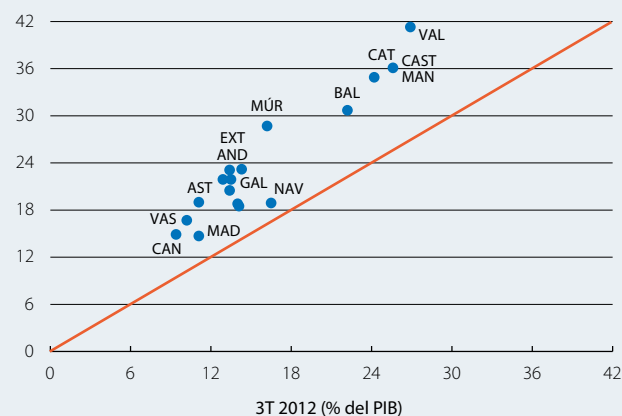
2. Reial decret-llei 21/2012.

3. Article 21 de l'RDL 17/2014.

4. Adicionalment, es va crear el Fons Social, destinat a pagar les obligacions de les CA amb les corporacions locals generades pels convenis en matèria de despesa social.

Deute públic per CA

3T 2017 (% del PIB)



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

Com d'intensiu ha estat l'ús del FLA?

Les dificultats per accedir als mercats a uns costos similars als quals hi podia accedir l'Estat⁵ han comportat un ús intensiu d'aquests mecanismes, fins al punt que l'Estat s'ha convertit en el seu major prestador (el 56% del deute de les CA és enfront de l'Administració central). Aquest ús, però, ha estat molt desigual entre CA. De fet, el 70% del total del deute procedent de l'FFA i de l'antic FLA s'ha utilitzat per cobrir les necessitats de finançament de tres comunitats: Catalunya (el 33%), la Comunitat Valenciana (el 22%) i Andalusia (el 15%).

Malgrat les condicions favorables que ofereixen els mecanismes de finançament, cal destacar que també generen rigideses a les CA. En particular, el finançament és molt estandarditzat en terminis i està subjecte a nombroses condicionalitats en l'àmbit pressupostari. En aquest sentit, en el marc d'uns tipus d'interès baixos i d'uns menors dèficits públics autonòmics, diverses CA reconsideren la seva estratègia de finançament i cada vegada són més les que acudeixen als mercats. El 2017, diverses CA van emetre al mercat, com Astúries, La Rioja i Castella i Lleó. De cara al 2018, la Comunitat de Madrid ja ha anunciat que prescindirà dels FFA i, de fet, al febrer, ja va emetre 1.000 milions d'euros en un bo a 10 anys amb un tipus d'interès 21 p. b. per damunt del bo de referència equivalent del Tresor espanyol. Atesos aquests costos relativament baixos, altres CA ja es plantegen tornar a acudir als mercats, com Andalusia i Aragó, i, molt probablement, la tendència anirà a l'alça.

5. S'estima que l'estalvi total acumulat de les CA entre el 2012 i el 2016 puja a 15.000 milions d'euros. Vegeu De la Fuente, Á. (2017), «Els mecanismes addicionals de finançament: quantitats desemborsades, subvencions als interessos i efectes sobre el finançament efectiu de les CA», FEDEA i IAE.

FOCUS · Afiliació a la Seguretat Social: balanç i perspectives sectorials

El 2017 va ser un any especialment bo en matèria d'afiliació a la Seguretat Social. L'augment del nombre d'afiliats, de 611.000 (un augment del 3,4% anual), va ser força superior al de l'any anterior (540.000 el 2016, el +3,1%) i també va millorar la previsió de CaixaBank Research (al gener del 2017, la previsió per al conjunt de l'any era d'un augment similar al del 2016). Aquestes dades positives són coherents amb la millora progressiva de les previsions de creixement del PIB, que, al llarg de l'any, també vam revisar a l'alça, del 2,4% del gener del 2017 al 3,1% observat finalment.

Els bons registres laborals van ser generalitzats a la majoria de sectors (vegeu el gràfic adjunt). El sector que va registrar un creixement més intens en termes absoluts va ser el de serveis, que va acumular gairebé el 77% del creixement de l'afiliació (470.000 afiliats, un creixement del 3,5%). El bon funcionament del sector serveis s'explica, en gran part, pel dinamisme de les activitats relacionades amb el turisme,¹ que van incrementar els afiliats en gairebé 100.000 persones (el 4,1% interanual). Aquest augment, tot i ser considerablement superior al del conjunt de l'economia, va mostrar lleugers signes de desacceleració en el 4T. Malgrat tot, l'afiliació a la resta de subsectors de serveis (no directament vinculats al turisme) va avançar a un ritme menor (el 3,4% interanual), però va evolucionar millor del que s'havia pronosticat al començament de l'any.

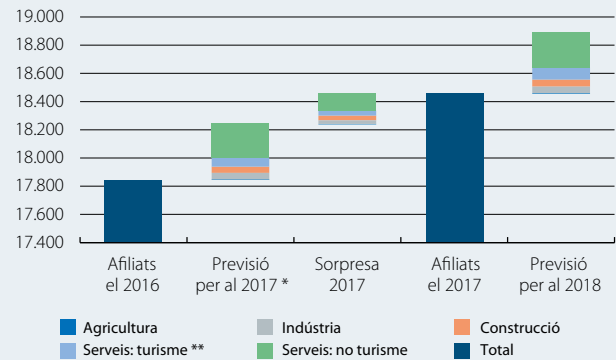
En positiu destaca també el sector de la construcció, que va registrar una forta acceleració i un augment notable del nombre d'afiliats, del 7,4% interanual, el creixement més elevat des del període precrisi. Com és sabut, aquest sector va concentrar una gran part de la destrucció d'ocupació durant la crisi, i, per tant, aquest elevat creixement es va produir des d'uns nivells d'afiliació relativament baixos, tal com ho il·lustra el fet que el pes dels afiliats en aquest sector, del 6,2%, se situa encara molt lluny del 14,5% assolit el 2007.

L'evolució del sector industrial també va ser favorable el 2017, amb un creixement de l'afiliació del 3,3%, uns resultats que milloren lleugerament els previstos. En aquest sector, el nombre de persones afiliades continua sent molt inferior al que es podia observar abans de la crisi econòmica, un fet que és comú a la majoria d'economies avançades

1. Es consideren activitats relacionades amb el turisme: transport terrestre i per canonada; transport marítim i per vies navegables; transport aeri; serveis d'allotjament; serveis de menjars i begudes; activitats de lloguer; activitats d'agències de viatges o d'operadors turístics; activitats de creació, artístiques i d'espectacle; activitats de biblioteca, arxius, museus o culturals, i activitats esportives, recreatives i d'entreteniment. Noteu que s'inclou la totalitat del sector, a diferència del compte satèl·lit del turisme, que determina quines ocupacions són directament atribuïbles al turisme.

Afiliació a la Seguretat Social per sectors de l'economia

(Milers)



Notes: *Previsions realitzades al gener del 2017.

** Afiliació en subsectors relacionats amb el turisme.

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

des i que reflecteix, en part, l'augment especialment elevat de la productivitat d'aquest sector, gràcies a l'impacte de les noves tecnologies.²

De cara al 2018, CaixaBank Research preveu que el nombre d'afiliats a la Seguretat Social augmentarà al voltant de 425.000 persones, el 2,3% anual, un avanç robust que continuarà donant suport a la reducció de la taxa d'atur.³ S'espera que el desglossament de l'afiliació per sectors sigui similar al del 2017, però amb alguns matisos. El sector serveis, que manté un creixement estable des del 2015, ha superat ja el nombre d'afiliats registrats el 2007, de manera que és raonable pensar que, malgrat que continuarà creixent de forma notable, el ritme d'avanç serà inferior al del 2017 (333.000 persones, el 2,4% anual). Pel que fa a la construcció, s'espera que l'afiliació en aquest sector continuï sent molt dinàmica el 2018 (50.000 persones, el 4,4% anual), ja que l'activitat es va despertant a poc a poc, gràcies a una demanda d'habitatge i a uns preus que consoliden la tendència alcista. Finalment, s'espera que l'afiliació al sector industrial continuï creixent, però de forma una mica més moderada, seguint la tendència dels últims anys (46.000 persones, el 2,1%). Les dades d'afiliació a la Seguretat Social dels dos primers mesos del 2018, ja publicades, confirmen les bones perspectives per al conjunt de l'any.

2. Vegeu els articles del Dossier «Indústria 4.0», de l'IM11/2016.

3. Previsions realitzades mitjançant models ARIMA.

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	03/18
Indústria									
Consum d'electricitat	0,2	1,6	1,7	1,4	0,5	3,0	-2,0	3,7	...
Índex de producció industrial	1,9	3,2	1,8	2,8	2,8	5,2	0,7	...	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-2,3	1,0	0,3	-0,5	-0,1	4,3	4,2	2,4	1,9
PMI de manufactures (valor)	53,2	54,8	54,8	54,9	53,6	55,9	55,2	56,0	...
Construcció									
Visats d'obra nova (acum. de 12 mesos)	43,7	22,9	24,5	18,4	23,5	25,1	24,4	...	...
Compravenda d'habitatges (acum. de 12 mesos)	13,1	13,8	15,2	12,2	13,3	14,5	15,1	...	...
Preu de l'habitatge	1,9	2,4	2,2	1,6	2,7	3,1	-	...	-
Serveis									
Turistes estrangers (acum. de 12 mesos)	8,2	9,9	10,0	10,2	10,3	9,1	8,3	...	...
PMI de serveis (valor)	55,0	56,4	56,4	57,8	56,8	54,5	56,9	57,3	...
Consum									
Vendes comerç al detall	3,8	0,9	0,3	2,0	1,1	0,3	2,1	2,0	...
Matriculacions d'automòbils	11,4	7,9	7,8	6,3	6,7	10,8	20,3	13,0	...
Indicador de confiança dels consumidors (valor)	-3,8	-0,7	-2,8	1,5	0,2	-1,5	1,3	0,4	-3,5

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	01/18	02/18
Afiliats a la Seguretat Social¹								
Sectors d'activitat								
Indústria	2,8	3,1	3,0	3,1	3,1	3,2	3,3	3,4
Construcció	2,6	6,1	5,3	6,1	6,1	7,1	7,6	7,2
Serveis	3,2	3,6	3,4	3,8	3,6	3,6	3,5	3,5
Situació professional	3,5	4,2						
Assalariats	3,5	4,2	4,0	4,4	4,1	4,1	4,1	4,0
No assalariats	1,0	0,8	0,9	0,9	0,7	0,5	0,5	0,9
TOTAL	3,0	3,6	3,4	3,8	3,5	3,5	3,4	3,5
Població ocupada²	2,7	2,6	2,3	2,8	2,8	2,6	-	...
Contractes registrats³								
Indefinits	14,2	12,4	15,4	10,2	11,0	12,9	15,2	15,4
Temporals	7,2	7,3	12,1	9,6	5,0	2,6	6,3	5,4
TOTAL	7,8	7,7	12,4	9,6	5,5	3,4	7,1	6,5
Atur registrat³								
Menors de 25 anys	-12,6	-12,2	-13,3	-17,3	-9,4	-8,7	-9,7	-8,5
Resta d'edats	-8,2	-9,1	-9,2	-10,3	-8,7	-8,0	-7,4	-7,4
TOTAL	-8,6	-9,3	-9,6	-10,9	-8,8	-8,0	-7,5	-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	03/18
General	-0,2	2,0	2,7	2,0	1,7	1,4	0,6	1,1	1,2
Subjacent	0,8	1,1	1,0	1,1	1,3	0,8	0,8	1,1	...
Aliments sense elaboració	2,3	2,6	4,1	2,5	-0,2	4,0	1,6	0,3	...
Productes energètics	-8,4	8,2	15,3	8,0	5,4	4,1	-1,7	1,4	...

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

	2016	2017	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18
Comerç de béns							
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	2,6	8,1	5,7	6,0	7,0	8,1	7,4
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	-0,4	10,3	3,7	5,5	8,9	10,3	9,7
Saldo corrent	21,5	22,1	21,8	22,0	21,0	22,1	22,0
Béns i serveis	33,7	33,5	32,2	33,4	32,7	33,5	32,8
Rendes primàries i secundàries	-12,2	-11,4	-10,4	-11,5	-11,7	-11,4	-10,8
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	24,2	24,8	24,2	24,3	23,5	24,8	25,0

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

	2016	2017	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament¹	-4,5	-3,1	-0,4	-2,2	-1,5	-3,1	-
Administració central	-2,7	-1,9	-0,5	-1,1	-1,5	-1,9	-0,4
Comunitats autònomes	-0,8	-0,3	-0,2	-0,7	0,1	-0,3	0,0
Corporacions locals	0,6	0,6	0,1	0,1	0,5	0,6	-
Seguretat Social	-1,6	-1,5	0,1	-0,5	-0,6	-1,5	0,1
Deute públic (% PIB)	99,0	98,3	99,7	99,5	98,5	98,3	-

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 financers¹

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

	2016	2017	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18
Dipòsits²								
Dipòsits de llars i empreses	2,5	2,8	3,2	2,5	2,3	3,2	2,5	...
A la vista i estalvi	16,0	17,6	18,6	18,8	17,2	15,9	13,1	...
A termini i preavis	-16,0	-24,2	-22,0	-24,9	-25,1	-24,6	-23,6	...
Dipòsits d'AP	-14,2	-8,7	-28,0	-26,7	6,8	13,1	12,9	...
TOTAL	1,2	1,9	1,0	0,5	2,6	3,7	3,0	...
Saldo viu de crèdit²								
Sector privat	-3,6	-2,1	-2,6	-1,9	-2,2	-1,8	-1,8	-2,1
Empreses no financeres	-5,3	-3,6	-4,3	-3,0	-3,8	-3,3	-2,8	-4,4
Llars - habitatges	-3,6	-1,5	-1,6	-1,4	-1,3	-1,7	-2,5	-3,9
Llars - altres finalitats	1,7	0,1	-0,3	-0,6	-0,4	1,8	3,5	10,6
Administracions públiques	-2,9	-9,7	-3,2	-12,6	-11,6	-11,4	-16,0	-10,4
TOTAL	-3,6	-2,7	-2,6	-2,7	-2,9	-2,5	-2,9	-2,7
Taxa de morositat (%)³	9,1	7,8	8,8	8,4	8,3	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.

LA GENERACIÓ DEL MIL·LENNI

Els *millennials*, qui són?

Les generacions, com les persones, tenen personalitat, i la generació del Mil·lenni no és una excepció. També coneguts com a generació Y o generació *Next*, els *millennials* van arribar a l'inici de l'edat adulta amb el nou mil·lenni. En concret, i seguint la definició encunyada pel *think tank* nord-americà Pew Research Center, s'hi inclouen tots els nascuts entre els anys 1981 i 1996. Pertanyen a aquesta generació, per tant, els qui, el 2018, tenen entre 22 i 36 anys. En aquest article, tractarem d'identificar els principals trets que defineixen els *millennials* i els motius pels quals aquesta generació difereix de les anteriors.

Comencem per veure la seva dimensió sobre el total de la població. A nivell global, la generació del Mil·lenni és una cohort més àmplia que les anteriors. En concret, s'estima que representen gairebé el 24,0% de la població mundial, una dimensió molt superior a la de les generacions X (el 19,5%) i del *baby boom* (el 17,0%).¹ Als EUA, el 22% de la població pertany a aquesta generació, i s'estima que, el 2019, els *millennials* ja superaran els *baby boomers* com la generació adulta més gran del país.² A Europa, però, el panorama generacional és ben diferent. Segons les dades d'Eurostat, el 2017, a la UE hi residien, aproximadament, 102 milions de *millennials*, que representen el 20% de la població. En canvi, la generació del *baby boom* era la que tenia més pes sobre el total de la població (el 23,4%). D'altra banda, a Espanya, la dimensió de la generació *millennial* és fins i tot inferior, del 18,7% concretament, i la generació X és la que té més pes sobre el total (el 26,2%).

Així, doncs, què caracteritza a aquesta generació? Els grans esdeveniments que defineixen un període històric, com els avanços científics i tecnològics o les crisis econòmiques, afecten tota la població, però tendeixen a marcar més els adults més joves, ja que encara estan formant els seus valors i les seves expectatives. En efecte, diversos estudis mostren que aquesta marca no solament els afecta en la joventut, sinó que tendeix a acompanyar-los al llarg de la vida.³ En aquest sentit, i amb la finalitat de caracteritzar els *millennials*, podem analitzar com els grans esdeveniments que van tenir lloc a nivell global quan estaven creixent (entre els anys 1995 i 2010, aproximadament) els han modelat d'una manera o de l'altra. En particular, aquesta generació s'ha fet gran en un període de canvi ràpid, caracteritzat per la globalització, per la revolució digital i per la gran crisi econòmica del 2008. Tot plegat els ha donat un conjunt de preferències, d'actituds i d'expectatives diferent al de les generacions anteriors.

En primer lloc, una de les principals característiques d'aquesta generació és que tendeix a prendre les decisions vitals, com la formació de la llar, més tard que les generacions anteriors. En particular, segons un estudi del Pew Research Center per als EUA, la proporció de joves menors de 34 anys que estan casats és més baixa que mai.⁴ A la UE, les dades també suggereixen que els *millennials* es casen més tard que els de la generació X. Avui dia, l'edat mitjana en què els europeus contreuen matrimoni per primera vegada s'ha ajornat fins als 34 anys per als homes i fins als 31 anys per a les dones, edats que cal comparar amb els 30 i 27 anys del 1999, respectivament. De la mateixa manera, els *millennials* també esperen més a tenir descendència. En particular, l'edat mitjana en què les dones tenen el primer fill ha augmentat de forma gradual en els últims anys i, a Europa, se situa ja en els 29 anys, el nivell més tardà mai assolit.

Aquesta tendència és deguda al fet que, per a molts joves d'avui dia, arribar a l'edat adulta inclou altres prioritats, com rebre una bona educació i tenir seguretat econòmica.⁵ En efecte, els *millennials* són la generació amb el nivell de formació més elevat. Aquesta preferència deriva, en gran part, de les demandes d'una economia moderna basada en el coneixement, però també del fet que molts d'ells van optar per continuar estudiant davant la impossibilitat de trobar feina durant la crisi financera. Així, a Europa, la proporció d'adults joves amb estudis de grau superior és més alta que mai: 4 de cada 10 joves entre els 25 i els 34 anys han completat estudis universitaris. El 1999, quan els membres de la generació X tenien la mateixa edat, el percentatge era del 24%. Aquesta tendència encara és més evident en les dones de 25 a 34 anys: el 44% tenen estudis superiors, enfront del 33,6% dels homes.⁶

1. La generació X comprèn els nascuts entre el 1965 i el 1980, mentre que la generació del *baby boom* fa referència a la dels nascuts entre el 1946 i el 1964. Dades de Nacions Unides per al 2015.

2. Segons dades de l'U.S. Census Bureau.

3. Vegeu Pew Research Center (2010), «Millennials: Confident. Connected. Open to Change», Social & Demographic Trends.

4. Vegeu Pew Research Center (2014), «Record Share of Americans Have Never Married», Social & Demographic Trends.

5. Vegeu Vespa, J. (2017), «The Changing Economics and Demographics of Young Adulthood: 1975-2016», U.S. Census Bureau Report.

6. Dades d'Eurostat per al 2017. L'any 1999, aquesta diferència era molt menor, en concret de 2 p. p.

Un altre tret diferencial dels *millennials* és que són la primera generació nativa digital. En concret, els pertanyents a aquesta generació van créixer veient néixer internet i molts altres avanços tecnològics, com els telèfons intel·ligents o les tauletes tàctils, i estan molt familiaritzats amb el món digital. De fet, la connectivitat al món *online* està molt arrelada en la seva vida personal i professional. A la UE, 9 de cada 10 *millennials* entre 20 i 34 anys utilitzen internet de forma diària, enfront del 78% dels de la generació X i del 48% dels *baby boomers*. Així mateix, 9 de cada 10 *millennials* europeus tenen un *smartphone* i, de mitjana, estan connectats cinc hores al dia.⁷

La generació del Mil·lenni és, per tant, una generació hiperconnectada, que fa un ús intensiu de les noves tecnologies digitals, més que les generacions precedents. A tall d'exemple: 6 de cada 10 *millennials* europeus compren per internet,⁸ enfront del 53% dels de la generació X i del 29% dels *baby boomers*. Així mateix, gairebé el 80% dels *millennials* utilitzen internet per buscar informació sobre productes i serveis (enfront del 72% dels de la generació X i del 47% dels *baby boomers*) i un terç utilitza internet per buscar i per sol·licitar una feina (enfront del 18% dels de la generació X i del 4% dels *baby boomers*). A més a més, són també els que tenen més presència a les xarxes socials: 8 de cada 10 *millennials* europeus tenen perfil en una xarxa social (enfront del 56% dels de la generació X i del 24% dels *baby boomers*).⁹ Entre les seves motivacions per participar en una xarxa social destaca la de connectar-se amb altres persones (moltes vegades en temps real).¹⁰ De fet, per a molts d'ells, les relacions digitals estan entrellaçades amb altres formes d'interacció.¹¹

Així mateix, la seva gran afinitat amb la tecnologia els ha atorgat una varietat de comportaments i d'actituds que, ara com ara, són exclusives d'aquesta generació, com la preferència per la immediatesa.¹² Els *millennials* valoren molt positivament la comoditat de poder accedir a la informació, de comparar productes i serveis, de comprar o de comunicar-se des de qualsevol lloc i moment. Aquesta immediatesa en la connexió amb el món (digital) ha passat a formar part de les expectatives de molts *millennials*, que premien la rapidesa, l'eficiència, la facilitat i la simplicitat en tot allò que fan, també al món *offline*.

D'altra banda, malgrat disposar de més facilitats per treballar i per estudiar en altres països, no sembla que la generació mil·lennista es mogui més que l'anterior (generació X), si més no a Europa. En concret, les dades indiquen que el percentatge de *millennials* europeus que treballen en un altre país de la UE-15 –aproximadament el 2%– és similar al de la generació X a la seva edat. És més, segons una enquesta realitzada a joves entre 16 i 30 anys als països de la UE-28, la gran majoria (el 61%) no se senten inclinats a viatjar a un altre país membre per estudiar o per trobar feina, i 9 de cada 10 joves afirmen no haver-ho fet mai.¹³

Finalment, els *millennials* tendeixen a sentir més aversió al risc que les generacions anteriors. Segons una enquesta realitzada per l'Institut Brookings, l'inversor mitjà entre 21 i 36 anys té la major part dels estalvis en efectiu i en dipòsits, enfront del 23% d'altres generacions.¹⁴ Una de les raons que explica aquesta tendència és que, malgrat el seu elevat nivell educatiu i les seves habilitats digitals, per a la majoria de *millennials* l'entrada al mercat laboral va coincidir amb la crisi financera. Això, entre altres motivacions, ha pogut afectar la seva actitud en relació amb el risc. De fet, segons un estudi dels economistes Malmendier i Nagel per als EUA,¹⁵ les persones que experimenten uns retorns borsaris baixos tenen una major aversió a assumir riscos financers i participen menys del mercat borsari. És més, aquest efecte és major com més jove és l'individu.

En definitiva, els esdeveniments que defineixen el període en què han crescut els *millennials* han contribuït a formar les preferències, les actituds, els valors i les expectatives de futur que els caracteritzen com a generació. Tot i que l'entorn econòmic en la seva joventut no ha estat del tot favorable, aquesta generació, summament formada i amb una gran capacitat d'adaptació a les noves tecnologies, està molt ben equipada per afrontar amb èxit el futur.

Roser Ferrer
CaixaBank Research

7. Vegeu Telefónica (2013), «Telefónica Global Millennial Survey: Europe Results».

8. En els tres últims mesos, segons dades d'Eurostat per al 2017.

9. Segons dades d'Eurostat per al 2017.

10. Una altra raó és la de mantenir-se informat sobre notícies o sobre esdeveniments actuals.

11. Vegeu Ipsos (2017), «The Millennial influence».

12. Vegeu The Boston Consulting Group (2012), «The Millennial Consumer: Debunking Stereotypes».

13. Vegeu EPRS (2016), «European Youth in 2016», 2016.

14. Vegeu Brookings Institute (2014), «11 Facts about the Millennial Generation», Brookings Now.

15. Vegeu Malmendier, U. i Nagel, S. (2011), «Depression Babies: Do Macroeconomic Experiences Affect Risk Taking?», The Quarterly Journal of Economics, volum 126.

Els *millennials*: una nova concepció del treball?

Els *millennials* i els efectes de la crisi

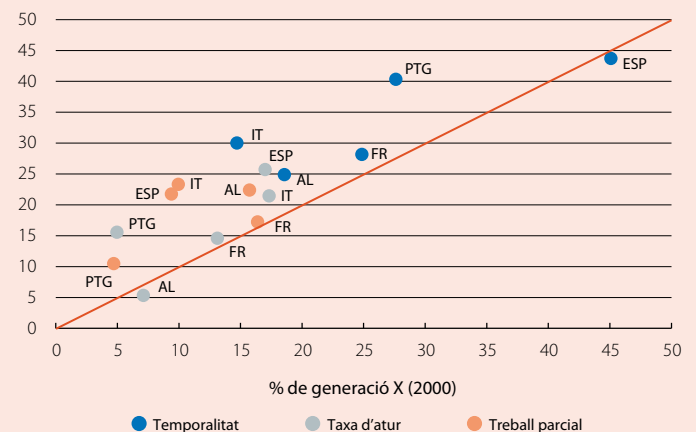
Quan els *millennials* es van començar a incorporar al mercat de treball, la conjuntura econòmica no va estar sempre del seu costat. I va ser particularment adversa per als *millennials* espanyols nascuts després del 1987, que, amb una crisi profunda a la vista, van veure frustrades moltes de les seves expectatives laborals o, si més no, van haver de deixar-les a la recambra, a l'espera de temps millors.

Fins i tot ara, trobar feina no és fàcil per als *millennials*: la seva taxa d'atur a Espanya és del 26% (l'any 2016), molt superior a la de la generació prèvia (generació X) quan tenia l'edat que ara tenen els *millennials* (el 17%, l'any 2000),¹ un fenomen que també s'observa en altres països europeus, com Portugal i Itàlia. Però les diferències intergeneracionals no solament rauen en la dificultat de trobar una ocupació. Un cop oberta la porta del mercat laboral, les condicions amb què es troben els *millennials* europeus, en termes de taxes de temporalitat i de treball a temps parcial, també han tendit a ser pitjors que les de la generació anterior, en especial a Espanya, a Itàlia i a Portugal (vegeu el primer gràfic).

Diversos estudis coincideixen a afirmar que la incorporació al mercat laboral durant una recessió econòmica, com la que van patir els *millennials* tardans, té efectes negatius sobre l'ocupació i sobre els salaris que poden trigar anys a desaparèixer.² Tot i que els efectes negatius sobre la probabilitat de trobar feina tendeixen a esvaïr-se després de tres anys, l'efecte sobre els salaris pot durar uns 10 anys. Així, els estudis suggereixen que, en el cas del Regne Unit, la penalització per haver estat aturat al començament de la vida laboral pot reduir gairebé el 8% el salari que es percep 20 anys després.³ A més a més, aquestes conseqüències no es limiten als grups més vulnerables, sinó que també afecten els graduats universitaris, els doctorats o els MBA.⁴ D'altra banda, les cohorts que entren al mercat de treball durant una època d'expansió reben promocions més ràpidament i assoleixen llocs més alts.⁵

Condicions laborals

% de *millennials* (2016)



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

Què fa diferents els *millennials* en el treball?

Malgrat les difícils condicions econòmiques amb què poden haver topat, els *millennials* són una generació molt formada i capaç d'aportar valor al mercat laboral. En aquest sentit, malgrat que la majoria de les generacions valorem aspectes similars en el treball, com la conciliació amb la vida personal i uns salaris competitiu, hi ha certs aspectes que els *millennials* tendeixen a considerar més rellevants que les generacions anteriors. Quines són, llavors, les polítiques d'empresa que més poden atreure (o retenir) els *millennials* en el lloc de treball? La majoria dels informes destaquen els següents aspectes:⁶ i) oportunitats de treballar amb l'última tecnologia i de rebre formació; ii) proximitat amb els superiors i *feedback* regular, i iii) ambient col·laboratiu i flexible.

Un altre aspecte sobre el que s'especula en relació amb la forma de treballar dels *millennials* és la seva falta de compromís, però són els *millennials* laboralment menys compromesos que les altres generacions?

1. Es defineix els *millennials* com els nascuts entre el 1981 i el 1996, i la generació X com els nascuts entre el 1965 i el 1980.

2. Vegeu Kahn, L. B. (2010), «The long-term labor market consequences of graduating from college in a bad economy», *Labour Economics*, 17(2): 303-316.

3. Vegeu Comissió Europea (2014), «Scarring effects of the crisis» i Greeg, P. i Tominey, E. (2005), «The wage scar from male youth unemployment», *Labour Economics*, vol. 12(4): 487-509.

4. Vegeu Oreopoulos, P., Von Wachter, T. i Heisz, A. (2012), «The Sort-and Long-Term Career Effects of Graduating in a Recession», *American Economic Journal: Applied Economics*, 4(1): 1-29.

5. Vegeu Kwon, I., Milgrom, E. M. i Hwang, S. (2010), «Cohort Effects in Promotions and Wages: Evidence from Sweden and the United States», *The Journal of Human Resources*, 45(3): 772-808.

6. Vegeu Human Resources Professionals Association (2016), «HR& Millennials: Insights into Your New Human Capital», HRP Millennial Report.

Per al cas dels EUA, alguns estudis suggereixen que els *millennials* canvien de treball més sovint i alerten del cost que això comporta per a l'economia. No obstant això, si es té en compte l'augment general de la mobilitat, no sembla que la dels *millennials* hagi augmentat més que la d'altres generacions.⁷

En efecte, als països europeus, les dades mostren que la permanència mitjana dels *millennials* al lloc de treball és força similar a la de la generació anterior, en especial si comparem grups de *millennials* i de generació X amb condicions laborals i educatives similars (vegeu el segon gràfic), de manera que aquesta dada no indica que la generació del Mil·lenni sigui menys compromesa amb el treball.

Hi ha altres indicadors més *soft* que també ens poden donar pistes sobre si existeix un menor compromís laboral. Per exemple, si els *millennials* tendeixen a buscar una altra feina mentre estan ocupats. Aquí els resultats difereixen entre països. D'una banda, a Espanya i a Portugal, hi ha més *millennials* ocupats que manifesten que busquen feina que els seus homòlegs de la generació X, la qual cosa podria indicar un canvi en relació amb la generació anterior. No obstant això, aquest no és el cas dels *millennials* de França i d'Alemanya, que presenten un comportament similar al de la generació anterior.

En definitiva, sembla que les dades indiquen que les principals diferències en termes d'ocupació entre els *millennials* i les altres generacions no responen tant a les preferències individuals d'aquesta generació com a una pitjor situació al mercat laboral. Tal com hem explicat al principi, l'entrada al mercat laboral en època de recessió deixa cicatrius en termes d'ocupació i de salaris a llarg termini que, al seu torn, afecten la manera de viure dels *millennials*.

Com viuen els *millennials*?

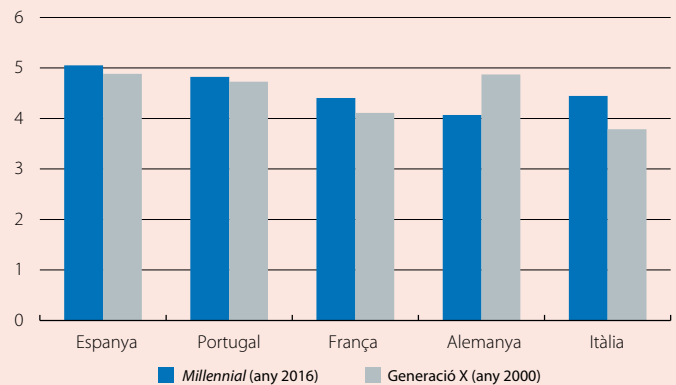
La falta de seguretat en l'ocupació juvenil, en combinació amb una major protecció de l'ocupació dels seus pares, empeny els *millennials* a ajornar l'edat d'emancipació,⁸ que, a Espanya, se situa actualment en 29 anys.⁹ No obstant això, les conseqüències no solament afecten el moment de l'emancipació, sinó també la manera com es produeix. Les transicions a l'atur i uns salaris modestos generen dificultats en l'accés a l'habitatge, tant per la dificultat d'accedir a una hipoteca davant condicions laborals inestables com per l'esforç econòmic que comporta adquirir un habitatge. De fet, els *millennials* que han comprat un habitatge dediquen el 19% de la renda als pagaments associats, 7 p. p. més que la generació X a la seva edat. Aquestes dificultats queden reflectides en una major tendència al lloguer (el 55% dels joves entre 25 i 29 anys que estan emancipats viuen de lloguer) i en canvis en les decisions financeres, que es discuteixen en el següent article.

Tot sembla indicar, per tant, que les diferències al mercat laboral entre els *millennials* i les generacions anteriors venen donades, principalment, per l'impacte de la crisi econòmica. En aquest sentit, cal no oblidar que els *millennials* són una de les generacions que més ha patit les conseqüències de la crisi, i, com que les seqüeles que els ha generat no desapareixen ràpidament, el seu tarannà econòmic pot quedar condicionat al suport que rebin de la societat i, en especial, de les altres generacions.

Anna Campos
CaixaBank Research

Permanència mitjana a l'empresa de persones amb contracte indefinit i educació terciària

(Anys)



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

7. Vegeu Adkins, A. (2016), «Millennials: The Job-Hopping Generation», Gallup Business Journal.

8. Becker, S. et al. (2004), «Job insecurity and children's emancipation», CEMFI Working Paper, núm. 0404.

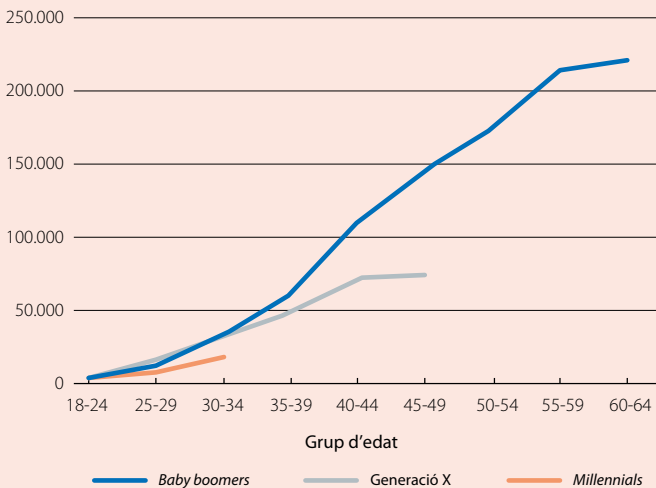
9. Dades d'Eurostat referents al 2015.

La situació financera de les llars *millennials* als EUA i a Espanya: seran capaços d'atrapar les anteriors generacions?

En els articles anteriors d'aquest Dossier, s'ha caracteritzat els *millennials* com una generació que ha arribat a l'edat adulta en un context econòmic desfavorable i incert, amb un mercat laboral deprimat i amb un sector immobiliari en contracció. Aquestes condicions econòmiques ja fan intuir que la situació financera d'aquests joves, en general, no ha de ser gaire esperançadora. A més del context econòmic advers esmentat, certs aspectes que caracteritzen aquesta generació, com el fet que ajornen decisions vitals com la formació d'una llar o els reptes propis als quals s'han d'afrontar, com l'augment del preu de l'educació universitària als EUA, també han condicionat les seves decisions financeres, a les quals dediquem el present article.

EUA: riquesa neta mitjana

(Dòlars del 2013)



Font: Dettling, L. i Hsu, J. W., «Playing Catch-up», IMF.

Què genera aquest notable *gap* de riquesa neta entre generacions? Com veurem, hi ha dos motius principals. L'aspecte més rellevant, i que explica la major part de la diferència, és posseir o no un habitatge. El segon, l'elevat endeutament no hipotecari.

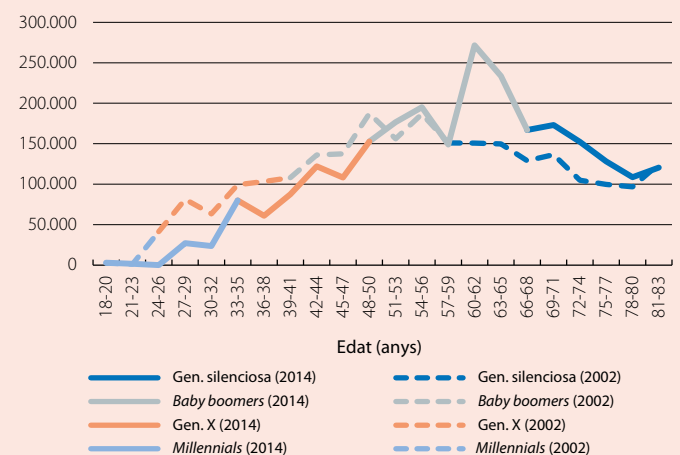
Pel que fa al primer factor, la compra d'un habitatge és la decisió financera més important que pren una llar, ja que aquest acostuma a ser l'actiu de més valor que posseeixen les famílies i, a més a més, és el principal instrument a través del qual acumulen riquesa, ja que actua com un mecanisme d'estalvi. Què ens diuen les xifres? Als EUA, el 34% dels *millennials* tenen l'habitatge en propietat, un percentatge lleugerament inferior a la generació precedent (del 39%). Una situació encara més diferenciada s'observa en les generacions successives de joves espanyols: el 44% de les llars *millennials* tenen l'habitatge en propietat, comparat amb el 65% de la generació X.

Si tenim en compte aquest factor (l'«efecte composició») i ens centrem només en les llars que tenen l'habitatge en propietat, observem que la diferència en riquesa neta mitjana s'esvaeix als EUA, mentre que, en el cas d'Espanya, la diferència es redueix de forma significativa, tot i que continua sent notable (el 47%). És a dir, les llars *millennials* que aconseguen com-

Per analitzar la situació financera de les llars encapçalades per *millennials*, comparem l'evolució de la riquesa neta mitjana de cada generació al llarg del cicle vital.^{1,2} Els gràfics adjunts mostren que les diferències generacionals són molt significatives: als EUA, la riquesa neta mitjana dels *millennials* entre 25 i 34 anys és el 60% de la riquesa mitjana d'un jove de la generació X a la mateixa franja d'edat. A Espanya, s'observa una diferència encara més gran: la trajectòria de la riquesa neta de cada generació se situa per sota de la generació precedent, i, en el cas concret dels *millennials*, la riquesa neta mitjana és de 3.000 euros, enfront dels 63.400 euros que acumulaven els joves de la generació anterior quan tenien la mateixa edat.

Espanya: riquesa neta mitjana

(Euros del 2014)



Nota: Riquesa neta és els actius financers i immobiliaris menys els passius (deutes).

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Enquesta Financera de les Famílies (2002 i 2014).

1. Noteu que es tracta de joves que han format una llar independent de la dels seus progenitors. En concret, les dades dels EUA provenen de la Survey of Consumer Finances i les de Espanya, de l'Enquesta Financera de les Famílies (EFF). A Espanya, els *millennials* són els joves entre 22 i 33 anys a l'EFF del 2014 (nascuts entre el 1981 i el 1992), i la generació X són les persones de la mateixa franja d'edat (22-33 anys) a l'EFF del 2002 (nascuts entre el 1969 i el 1980). Per als detalls sobre les dades dels EUA, vegeu Dettling, L. i Hsu, J. (2014), «The State of Young Adults' Balance Sheets: Evidence from the Survey of Consumer Finances», Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Fourth Quarter 2014, 96(4).

2. La riquesa neta és la variable que aproxima millor la situació financera de les llars i es calcula com la diferència entre els actius (financers i immobiliaris) i els passius o deute de la llar. La mitjana és el valor més representatiu, ja que la meitat de les llars es troba en una situació millor (o pitjor) en relació amb aquest valor. Els trams d'edat permeten comparar diferents generacions controlant pel cicle vital.

prar l'habitatge tenen poc més de la meitat de la riquesa neta que van aconseguir els seus predecessors, uns 54.500 euros enfront dels 103.000 euros de la generació X (vegeu la taula adjunta). La decisió de comprar un habitatge i l'evolució del seu preu, per tant, tenen importants conseqüències sobre el procés d'acumulació de riquesa al llarg del cicle vital.

Com hem apuntat més amunt, el segon factor que explica la menor riquesa neta dels *millennials* és l'elevat endeutament no hipotecari, és a dir, el que no està relacionat amb la compra de l'habitatge. Als EUA, es tracta, principalment, de deute contret per finançar els estudis universitaris. Entre el 1997 i el 2017, s'ha multiplicat el nombre d'estudiants amb aquest tipus de deute i ha passat de la meitat a dos terços dels estudiants. A més a més, el valor mitjà del préstec s'ha duplicat i arriba ara als 27.000 dòlars. L'endeutament no hipotecari dels *millennials* espanyols també és superior al de la generació precedent: el 33% dels que no tenen l'habitatge en propietat tenen algun tipus de deute, majoritàriament crèdit al consum. A més a més, la càrrega financera d'aquest deute (pagaments per deute) representa el 21% dels ingressos de la llar, molt superior al 13% de les llars comparables de la generació X, i el 33% pateix estrès financer.³

La desfavorable situació financera dels *millennials* els situa en una pitjor situació de partida per poder afrontar els reptes de futur, el més rellevant dels quals és la jubilació. Als EUA, s'ha produït un canvi radical en la forma en què els ocupadors gestionen els plans de pensions dels seus empleats: s'ha passat d'un sistema de benefici definit en què es garantia una quantitat en la jubilació, a un sistema contributiu en què l'ocupador i l'empleat fan aportacions a un pla de pensions privat, de manera que la responsabilitat de decidir quina quantitat estalviar per a la jubilació i de gestionar el pla de pensions recau sobre els individus. Als països europeus, inclòs Espanya, l'envelliment de la població ha comportat la reforma dels sistemes públics de pensions i n'ha reduït la generositat. En aquest context, els *millennials* tenen l'exigència de començar a estalviar per a la jubilació més aviat que tard, malgrat que, certament, el nivell de renda no els acompanyi. En aquest sentit, les dades mostren que queda molt per fer: tot i que, als EUA, s'observa un increment en la participació dels joves en plans de pensions, les aportacions han reulat arran de la Gran Recessió. I, a Espanya, només el 10,6% dels *millennials* tenen un pla de pensions, malgrat que una gran majoria (el 70%) pensa que la pensió pública no serà suficient per viure.⁴

En definitiva, la situació financera dels *millennials* no és gaire esperançadora, i és fonamental que les decisions financeres que prenguin en un futur siguin les més encertades. Desafortunadament, malgrat que es tracta d'una generació amb un elevat capital humà, la seva formació financera no és del tot satisfactòria: segons els resultats de l'S&P Global FinLit Survey,⁵ que avalua els coneixements financers dels joves, el 57% dels nord-americans passen l'enquesta amb un aprovat. A Europa, aquest percentatge és només del 52%. A Espanya, aquesta xifra baixa fins al 49%. En positiu, és important esmentar que s'ha observat un augment (en comparació amb la generació anterior) en el nombre de joves que recorren al consell d'experts o de familiars amb més experiència o que utilitzen eines digitals per assessorar-se. Així, doncs, els *millennials* tenen al seu abast nombroses eines per ajudar-los a prendre decisions financeres òptimes. El futur ens dirà si són capaços d'anar tancant el *gap* financer amb les generacions anteriors.

Judit Montoriol Garriga i Cristina Farràs
CaixaBank Research

Espanya: situació financera dels millennials en relació amb la generació X

(% de llars, llevat que s'indiqui el contrari)

		Total	Sense habitatge en propietat	Amb habitatge en propietat
Riquesa neta * mitjana (euros del 2014)	Gen. X (2002)	63.408	1.321	103.164
	Millennials (2014)	3.000	380	54.500
Actius				
Habitatge en propietat	Gen. X (2002)	65,5	0,0	100,0
	Millennials (2014)	43,9	0,0	100,0
Renda variable	Gen. X (2002)	8,8	6,7	9,9
	Millennials (2014)	4,0	1,6	7,2
Fons d'inversió	Gen. X (2002)	5,3	2,0	7,1
	Millennials (2014)	2,7	1,9	3,6
Fons de pensions	Gen. X (2002)	16,9	11,2	19,8
	Millennials (2014)	10,6	4,7	18,1
Passius				
Algun tipus de deute	Gen. X (2002)	63,2	23,0	84,4
	Millennials (2014)	55,9	33,3	84,8
Deute hipotecari	Gen. X (2002)	44,9	0,0	68,5
	Millennials (2014)	34,5	0,0	78,6
Estrès financer				
Càrrega financera ** mitjana de les llars amb deute (% d'ingressos)	Gen. X (2002)	17,6	12,9	18,2
	Millennials (2014)	21,5	21,1	23,9
Estrès financer (càrrega financera >40%) de les llars amb deute	Gen. X (2002)	9,9	15,5	9,0
	Millennials (2014)	23,2	32,7	18,4
Riquesa neta negativa	Gen. X (2002)	4,7	12,5	0,6
	Millennials (2014)	23,5	25,6	20,7

Notes: Els millennials són els joves entre 22 i 33 anys d'edat en l'EFF del 2014, i la generació X són les persones de la mateixa franja d'edat (22-33 anys) en l'EFF del 2002. * Riquesa neta és els actius financers i immobiliaris menys els passius (deutes). ** La càrrega financera és els pagaments per deutes pendents entre els ingressos de la llar de les llars amb algun tipus de deute pendent.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Enquesta Financera de les Famílies (2002 i 2014).

3. L'estrès financer fa referència a les llars amb una càrrega del deute superior al 40% dels ingressos de la llar.

4. Vegeu Baròmetre de VidaCaixa (2016), «Desmitificant la nova generació de joves d'Espanya».

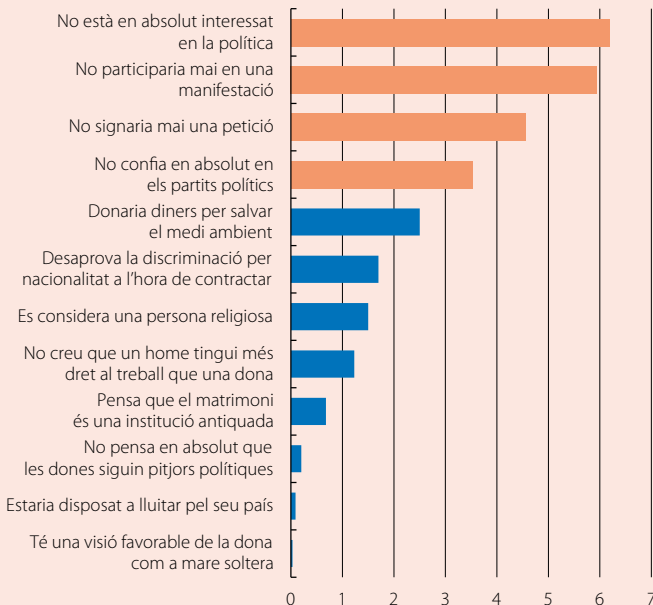
5. Vegeu Klapper, L., Lusardi, A. i Van Oudheusden, P. (2015), «Financial Literacy Around the World», Standard & Poor's Ratings Services Global Financial Literacy Survey.

Millennials i política: mind the gap!

Benvolgut lector, si ens permet la indiscreció, podem preguntar-li quina edat té? No, no ens respongui encara. Millor si ens diu si pot fer seves les afirmacions següents en major grau que la societat en conjunt: no es considera una persona religiosa, estaria fortament predisposat a donar diners a favor del medi ambient, el matrimoni és una institució superada, aprova el rol de «mare soltera» i rebutja notablement que els homes siguin millors líders polítics que les dones. Si pensa que sí, que comparteix aquestes descripcions amb una mica més de convicció que la societat en general, té números per haver nascut entre el 1981 i el 1996, és a dir, pertànyer a la generació del Mil·lenni. Però podem afinar més. Fem ara el mateix exercici amb les afirmacions següents: gens interessat en política, mai ha signat una petició a favor d'alguna causa i no té cap confiança en els partits polítics. Si s'alinea clarament en aquestes posicions, i ho fa en major mesura que el conjunt de la població, llavors les probabilitats que sigui vostè un *millennial* són significatives: nombroses enquestes d'opinió i sociològiques ofereixen repetidament una conclusió semblant, la que la política no interessa als *millennials*, fins i tot en el context d'una societat que, en conjunt, també s'allunya de la política.¹

Diferències entre millennials i generació X: valors i política

(p. p. de millennials que... més que la generació X)



Nota: Hem utilitzat la fórmula $V = (V_M^{2010} - V_S^{2010}) - (V_X^{1995} - V_S^{1995})$, on V és la variable d'interès i M, X i S indiquen si la resposta és de millennials, de generació X o del conjunt de la societat, respectivament. En color taronja indiquem les variables sobre la relació amb el sistema polític i en color blau amb els valors socials en general.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la World Values Survey, utilitzant la mostra disponible de països de l'OCDE.

Pot ser que l'únic tret autènticament generacional sigui l'alienació de la política, entesa en el sentit clàssic de joc de partits en el marc d'una democràcia consistent a votar quan s'és convocat? No ens precipitem en les conclusions. El fet que una persona nascuda entre el 1981 i el 1996 manifesti tebiesa amb la política podria no tenir res a veure amb haver nascut en un moment concret i, per tant, en unes circumstàncies socioeconòmiques i culturals determinades. Així, aquest parer podria ser degut, senzillament, al fet que sóc jove i, oh heretgia!, els meus pares a la meua edat també eren inconformistes i es trobaven davant un sistema que no reflectia més que parcialment les seves preferències. Queda clar, doncs, que no podem respondre aquesta qüestió, la de fins a quin grau són diferents les generacions, comparant opinions contemporànies. Cal buscar edats homogènies, com, per exemple, contrastar què pensen els actuals *millennials*, persones que avui tenen entre 37 i 22 anys, amb els seus equivalents de generacions anteriors, és a dir, amb el que pensava la generació X cap al 1995 i els *baby boomers* al voltant de 1980. Però això no és suficient, ja que cal tenir en compte que també la societat ha canviat. Així, no és el mateix opinar contra la política en una societat apolítica que en una altra en què aquesta opció és una posició extrema i en què la no participació es considera disruptiva.²

Vegem, doncs, què ens diuen els números i si realment els *millennials* són tan diferents. La conclusió principal és que, en els àmbits en què es poden comparar tres generacions (*millennials*, X i *baby boomers*), i pel que fa referència a valors relacionats amb aspectes fonamentals de la societat, les diferències entre les dues primeres, sense deixar d'existir, no són excessives. Així, els dos grups tenen una visió relativament similar en matèria de religió, de medi ambient, de tolerància amb els immigrants, de rol de la dona i de disposició per lluitar pel país. En canvi, el contrast és més apreciable quan es comparen els *millennials* amb els *boomers*. Malgrat que la informació disponible és menor, es pot acceptar que els *boomers*, en relació amb els *millennials*, tendien cap a valors que associem a visions socials més conservadores, amb més confiança en el matrimoni, amb més religiositat i amb un paper de la dona en rols més tradicionals.

1. Vegeu, per exemple, Pew Research Center (2018), «The Generation Gap in American Politics», i <https://www.millennialdialogue.com>

2. Formalment, l'exercici que aquí es fa és $V = (V_M^{2010} - V_S^{2010}) - (V_X^{1995} - V_S^{1995})$, on V és la variable d'interès (vegeu el gràfic) i M, X i S indiquen si la resposta és de *millennials*, generació X o del conjunt de la societat, respectivament. Els anys 2010 i 1995 estableixen la franja d'edat comparable entre *millennials* i generació X. Les dades van ser obtingudes del World Values Survey i de l'European Values Study.

En resum, els *millennials* no són tan diferents en la forma com conceben aspectes essencials de la societat dels membres de la generació X. Però què succeeix quan analitzem la seva relació amb el sistema polític? Més amunt hem vist la seva distància amb la política en les enquestes contemporànies. Aquesta conclusió es manté quan comparem els *millennials* amb els seus equivalents en edat d'èpoques precedents i amb la societat del seu moment (com hem dit més amunt, tractem de controlar, de forma senzilla, pel fet de ser joves i pels canvis de la societat en conjunt). Així, els *millennials* estan força menys interessats en la política que les persones enquadrades en la generació X. La discrepància encara és més gran quan s'analitzen les formes de participació: els *millennials* confien menys en els partits polítics, en l'ús de peticions i en la participació en manifestacions que la generació X. I, en relació amb els *baby boomers*, les distàncies en aquest àmbit augmenten: els *boomers* estaven més interessats en la política i utilitzaven més els mitjans alternatius proposats (sobre la confiança en els partits no es preguntava, cosa prou indicativa de les presumptions de l'època).

Per tant, la relació, diguem-ne problemàtica, amb la política és un tret generacional característic dels *millennials*. Una conclusió important que cal retenir. Però fem un pas més en l'anàlisi. Un dels elements centrals en la qüestió que analitzem en el present article, la de la relació entre els valors socials dels *millennials* i les seves posicions polítiques, és veure com es concreten els valors d'aquesta generació en termes ideològics convencionals, és a dir, com es posicionen en l'eix esquerra-dreta. Quan es pregunta als *millennials* sobre com se situarien en un continu que va d'1 (extrema esquerra) a 10 (extrema dreta), les posicions dominants són les centrals, amb un cert biaix cap a l'esquerra. Malgrat que la societat actual en conjunt (sempre per al conjunt de països avançats que aquí prenem com a referència) també «és» de centreesquerra, els *millennials* basculen una mica més cap a l'esquerra que els seus conciutadans. Però, de nou, la crítica lògica abans esmentada per als valors és rellevant: i si «ser d'esquerres» (o una mica més d'esquerres) és consubstancial a ser jove i després tendim a tornar-nos més conservadors?

Per afinar millor, repetim l'exercici de comparar amb generacions anteriors quan aquestes tenien la mateixa edat que els actuals *millennials* i amb la societat d'aquell moment. La conclusió principal és que la generació X era lleugerament més d'esquerres i força més de centre (i molt menys de dreta, en conseqüència), però era molt menys d'esquerres que la dels *boomers*. En aquest context, el del continu ideològic, una última qüestió pertinent és la que podríem anomenar «de l'extremisme»: els *millennials* són més «extremistes» que les generacions precedents? Amb la finalitat de respondre aquesta qüestió, compararem les dimensions de les posicions extremes en relació amb les preferències ideològiques. Quan comparem els *millennials* amb la generació X, constatem que, efectivament, els primers són més «extremistes» que els segons. A més a més, les xifres mostren que cap de les dues posicions (l'«1», corresponent a l'extrema esquerra, i el «10», al pol oposat) són diferents; és a dir, són més extrems que la generació precedent, però ho són en gairebé el mateix grau en esquerra i dreta. En qualsevol cas, i per no sobrellegir l'«extremisme», convé recordar que els *millennials* d'extrema esquerra o d'extrema dreta són, com succeeix en totes les generacions de les quals hi ha dades, una minoria (de l'ordre del 10% en els *millennials*, sumats els dos extrems).

Per concloure aquesta visita a la generació *millennial* i la seva visió de la política, cal plantejar-se una reflexió de caràcter més prospectiu. Atesa l'evident distància que tenen amb el sistema polític tradicional, quines derivades caldria esperar per a l'evolució de la qüestió política als països occidentals, dotats de democràcies tradicionals? Respondre de forma exhaustiva aquesta qüestió supera l'espai, i l'ambició, d'aquest article, però caldria pensar que les grans modalitats de canvi que es podrien contemplar són dues. La primera seria una evolució gradual del sistema, de caràcter incrementalista si es vol, en què, a mesura que els *millennials* augmentin la seva importància en relació amb l'electorat, els partits tradicionals (o altres de nous que facin seves les preferències *millennials*) evolucionin i redueixin la distància entre la política preferida i la política efectiva. La segona podria prendre la forma de noves vies de participació democràtica o de la reinvençió del funcionament del sistema de partits (i dels mateixos partits). Quina via prevaldrà, o si ho farà una combinació de canvis incrementals i radicals, dependrà de múltiples elements, però convé recordar un fet fonamental: els *millennials*, com a generació, no seran la cohort predominant en l'electorat ni en el futur immediat ni en les properes dècades, però, en la mesura que puguin establir, *de facto*, agendes compartides amb les generacions anteriors i posteriors, la «mil·lennització» de la política serà una realitat ineludible. Que aquestes noves agendes siguin una versió combinada de les preferències dels *millennials* amb les de la generació X (com ja hem vist, no tan diferents en molts aspectes) o amb les de la següent generació (tan jove que ni s'ha consensuat el seu nom, tot i que abunda el terme Z, i que, pel poc que se'n sap, sí que pot ser diferent) podrà generar escenaris socials notablement diferents. La solució, com gairebé sempre en allò que realment importa, serà intergeneracional o no serà.

Ricard Murillo i Àlex Ruiz
CaixaBank Research

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 energètica: 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 despallejament 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 <i>retail</i> 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

