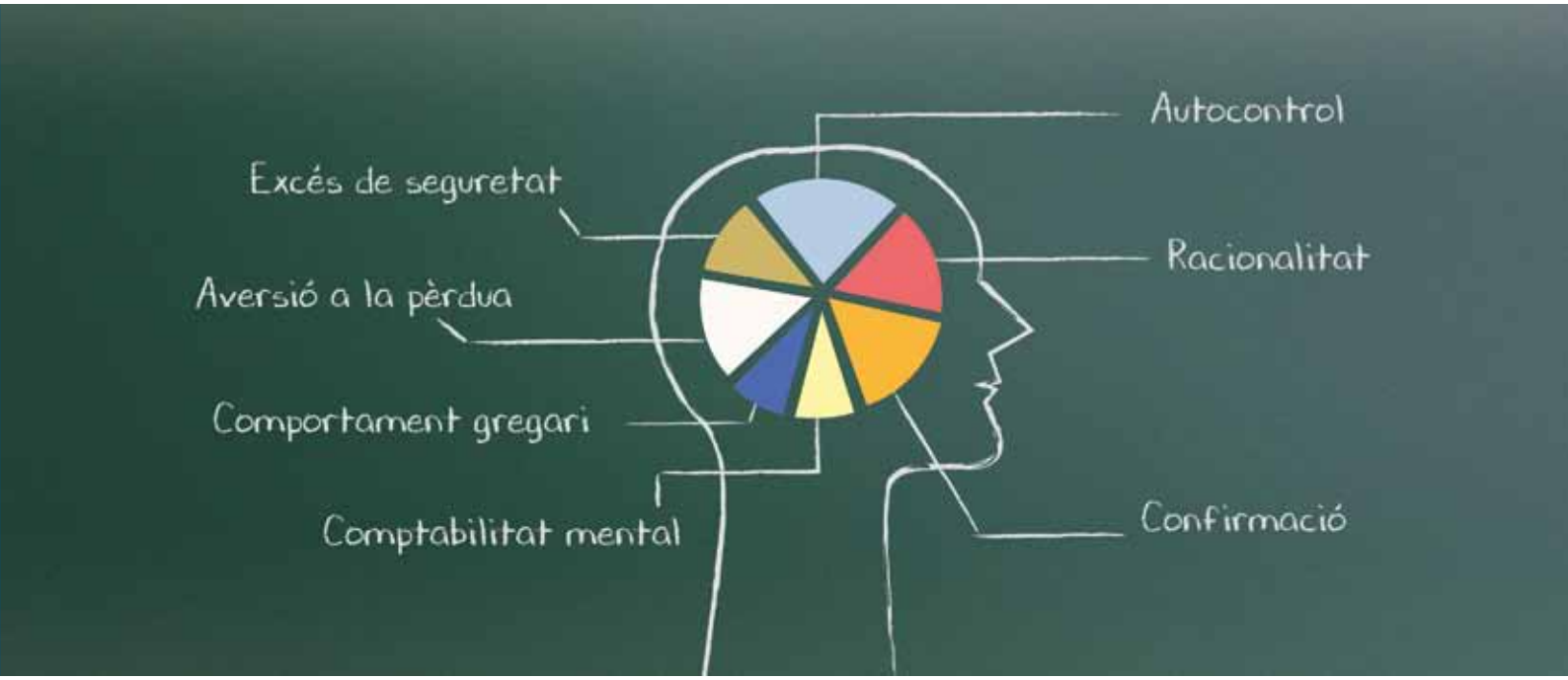
IM06

INFORME MENSUAL
NÚMERO 424 | JUNY 2018



ENTORN ECONÒMIC I FINANCER

MERCATS FINANCERS
L'impacte de les condicions i de les vulnerabilitats financeres sobre el creixement

ECONOMIA INTERNACIONAL
Emergents fràgils: Argentina i Turquia, ni casos excepcionals ni els primers de molts altres

UNIÓ EUROPEA
Grècia: la història interminable

ECONOMIA ESPANYOLA
Sincronització mundial dels preus de l'habitatge: causes i conseqüències

DOSSIER: ECONOMIA I EXPECTATIVES: CARA A CARA

De la formació de les expectatives a la presa de decisions

Expectatives: la clau de la política monetària

Expectatives, inflació i mercats financers: un trinomi apassionant i ple de sorpreses

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Juny 2018

CaixaBank, S.A.
Planificació Estratègica i Estudis

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

Data de tancament d'aquesta edició:
31 de maig 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 *L'impacte de les condicions i de les vulnerabilitats financeres sobre el creixement*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

15 *Xina: en la prosperitat i en l'adversitat*

17 *Emergents fràgils: Argentina i Turquia, ni casos excepcionals ni els primers de molts altres*

20 UNIÓ EUROPEA

23 *La formació professional dual, una fórmula que cal potenciar*

24 Grècia: la història interminable

26 ECONOMIA ESPANYOLA

28 *Sincronització mundial dels preus de l'habitatge: causes i conseqüències*

29 *Les exportacions i la qualitat de l'ocupació*

32 DOSSIER: ECONOMIA I EXPECTATIVES: CARA A CARA

32 *De la formació de les expectatives a la presa de decisions*
Clàudia Canals i Josep Mestres

36 *Expectatives: la clau de la política monetària*
Adrià Morron Salmeron

38 *Expectatives, inflació i mercats financers: un trinomi apassionant i ple de sorpreses*
Cristina Farràs i Javier Garcia-Arenas

Populisme a Itàlia

Gairebé tres mesos després de la celebració de les eleccions, el populisme ha arribat al Govern d'Itàlia amb la coalició entre el Moviment 5 Estrelles (M5S) i la Lliga Nord (LN). L'M5S, un partit populista d'esquerres, va aconseguir una amplíssima victòria al sud del país; l'LN, un partit populista de dretes, va guanyar a les regions més riques del nord. Es tracta de dos partits que, més enllà de ser, cadascun a la seva manera, antisistema, tenen poc en comú.

La seva victòria respon, segurament, a la frustració generada pels resultats produïts pel «sistema». I la veritat és que han estat força desastrosos: el PIB per habitant a Itàlia se situa el 2018 en el mateix nivell que el 1999 i el deute públic supera el 130% del PIB, malgrat que, durant 20 anys (llevat, només, del 2009), s'han registrat superàvits fiscals primaris (que exclouen els pagaments per interessos). Cap altre país europeu ha tingut una trajectòria comparable de superàvits.

Des de fa molt de temps, Itàlia ha entrat en una espiral de creixement econòmic baix i de deute públic alt, de la qual no ha aconseguit escapar. Itàlia ja va ingressar a la zona de l'euro amb un nivell de deute superior al 110% del PIB. De llavors ençà, un creixement econòmic mitjà al voltant del 0,5% anual en termes reals ha estat insuficient per reduir la llosa del deute. El problema fonamental de l'economia és la seva incapacitat per créixer, i la causa principal d'això és l'absència de reformes. Itàlia és una economia que rema contra la burocràcia, contra la lentitud del sistema judicial, contra la mala qualitat del sistema educatiu i contra les rigideses del mercat de treball.

Alguns pensaven que l'ingrés a la zona de l'euro ajudaria a promoure les reformes necessàries per millorar la productivitat, però no ha estat així. A més a més, l'euro ha impossibilitat l'ús de les devaluacions de la moneda que havien ajudat a compensar les pèrdues de competitivitat del país. Els resultats il·lustren clarament que la incapacitat de dur a terme les reformes té un cost més alt dins la moneda única.

I ara què? El nou Govern ha promès lluitar contra la corrupció, però, al marge d'aquesta mesura, no arriba amb una agenda de reformes estructurals per promoure el creixement econòmic. Al contrari, les seves prioritats inclouen una sèrie de mesures, com la introducció d'una renda mínima garantida o la reducció de l'impost sobre la renda, amb un cost fiscal que pot posar en seriosos dubtes la sostenibilitat del deute públic italià. A això se suma la incertesa sobre el grau de compromís del Govern amb el projecte europeu i amb la moneda única.

Evitar una pèrdua de confiança dels inversors, que tornaria a disparar la prima de risc i podria tancar els mercats de finançament per al sobirà italià, requerirà que la coalició no intenti aplicar un programa de màxims i que, en canvi, matisi les promeses. Això pot succeir d'entrada o davant una eventual pujada de la prima de risc. En qualsevol cas, seria arriscat que el Govern decidís explorar els límits fins als quals pot arribar.

Hi ha diverses raons per pensar que el Govern evitarà implementar polítiques que puguin desencadenar una crisi del deute. En primer lloc, per pròpia supervivència, atès el dany que provocaria a l'economia italiana i als tenidors del deute, en la seva majoria italians. En segon lloc, perquè compta amb una majoria molt ajustada al Senat, que pot ser insuficient per aprovar segons què. En tercer lloc, perquè el president de la República pot vetar un pressupost que incompleixi de forma flagrant el mandat constitucional de garantir la sostenibilitat del deute. I, en quart lloc, i més important, perquè la majoria dels italians desitgen quedar-se a la zona de l'euro.

Enric Fernández
Economista en cap
31 de maig de 2018

CRONOLOGIA

MAIG 2018

8 Els EUA abandonen l'acord nuclear amb l'Iran assolit el 2015 i anuncien el restabliment de les sancions.
Argentina demana ajuda financera a l'FMI per afrontar els importants desajustaments macroeconòmics del país.
31 Els EUA imposen els aranzels a les importacions d'acer i d'alumini procedents d'Europa, de Mèxic i de Canadà.

ABRIL 2018

13 L'agència de qualificació Moody's millora la nota creditícia d'Espanya, de Baa2 a Baa1.

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.

AGENDA

JUNY 2018

4 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (maig).
6 Índex de producció industrial (abril).
12-13 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
14 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
15 Enquesta trimestral del cost laboral (1T).
18 Crèdits, dipòsits i taxa de morositat (1T i abril).
21 Comerç exterior (abril).
25 Balança de pagaments (1T).
Posició d'inversió internacional neta (1T).
28 Taxa d'estalvi de les llars (1T).
Avanç de l'IPC (juny).
Execució pressupostària de l'Estat (maig).
Índex de sentiment econòmic de la zona de l'euro (juny).
Consell Europeu.
29 Balança de pagaments (abril).

JULIOL 2018

3 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (juny).
5 Índex de producció industrial (maig).
16 Comptes financers (1T).
18 Crèdits, dipòsits i taxa de morositat (maig).
20 Comerç exterior (maig).
26 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
Enquesta de població activa (2T).
27 PIB dels EUA (2T).
30 Avanç de l'IPC (juliol).
Índex de sentiment econòmic de la zona de l'euro (juliol).
31 PIB (2T).
Execució pressupostària de l'Estat (juny).
Balança de pagaments (maig).
PIB de la zona de l'euro (2T).
31-1 Comitè de Mercat Obert de la Fed.

Una nuvolada entela el bon temps

L'economia mundial prossegueix a bon ritme. Les últimes dades confirmen el to positiu de l'activitat a nivell global i suggereixen que l'economia mundial podria tancar l'any amb un creixement proper al 4%. No obstant això, en les últimes setmanes, s'ha posat de manifest que els riscos a la baixa continuen sent notables. Així, els riscos de naturalesa geopolítica han guanyat força després de la retirada dels EUA de l'acord nuclear amb l'Iran, que, a més d'afectar el preu del petroli, ha introduït una nova font d'inestabilitat a la regió del golf. Així mateix, queda ja clar que el període de calma als mercats financers és part del passat, a causa, en gran mesura, del procés de normalització de la política monetària dels EUA. Finalment, entre la llista de factors que condicionen les bones perspectives globals, també cal esmentar les tensions comercials entre els EUA i la Xina, en relació amb les quals, malgrat que la reconducció sembla probable, desafortunadament encara és aviat per abaixar la guàrdia.

Repunt de la volatilitat als mercats financers. El procés de normalització de la política monetària nord-americana ha evidenciat els riscos macrofinancers que acumulen alguns països emergents, entre els quals destaquen l'Argentina i Turquia. Atès que esperem que la Fed continuï endurint les condicions financeres, és probable que es puguin repetir els episodis de tensions puntuals entre alguns dels països emergents més fràgils, tot i que no esperem que aquests episodis adquireixin un abast sistèmic. Per la seva banda, a Europa, els mercats van experimentar un destacable episodi d'aversió al risc a causa de la incertesa generada per l'orientació del nou Govern italià. Això va provocar un fort augment de la prima de risc d'Itàlia, que es va arribar a situar per damunt dels 270 p. b. En aquest context, les primes de risc de la resta de països del sud d'Europa també van repuntar, tot i que de forma més moderada, mentre que el deute sobirà alemany va tornar a exercir d'actiu refugi. Per uns instants, es van fer molt presents els pitjors moments de la crisi del deute sobirà.

En política monetària, atents a les reunions del juny de la Fed i del BCE. Les dues institucions hauran de continuar sospesant el delicat equilibri entre el manteniment de la retirada dels estímuls monetaris (per la bona evolució de les respectives economies i pels riscos d'acumular desequilibris financers a mitjà termini) i la importància de fer-ho a un ritme prou gradual per limitar els episodis de volatilitat dels mercats. Trobar l'equilibri adequat no serà senzill, en especial en l'entorn actual d'elevada incertesa política i geopolítica, i, més enllà de les decisions concretes que puguin prendre (és molt probable que la Fed torni a apujar el tipus de referència en 25 p. b.), tota l'atenció se centrarà en la valoració que cada institució faci de la situació econòmica i, sobretot, en les pistes que puguin donar sobre el curs futur de la política monetària que seguiran en els propers mesos.

A Europa i a Portugal, el creixement es modera de forma temporal. Després de finalitzar el 2017 amb molt bon peu, les últimes dades del PIB mostren una lleugera desacceleració del creixement en el 1T de l'any. No obstant això, en els dos casos, creiem que això és degut a factors temporals, i que les condicions creditícies acomodatícies, l'entorn de creixement global favorable i un mercat laboral que continua sent molt dinàmic permetran que el creixement torni a guanyar força en els propers trimestres.

L'economia espanyola continua destacant en positiu. En un context en què el creixement s'ha moderat a nivell europeu, el gens menyspreable registre de creixement d'Espanya en el 1T (el 0,7% intertrimestral, el 3,0% interanual) destaca per la seva fortalesa. De cara als propers trimestres, mantenim la previsió que l'economia creixerà a un ritme ferm, tot i que a taxes una mica més suaus, a mesura que alguns dels factors que l'han impulsat en els últims anys vagin perdent força. En aquest sentit, un dels elements que genera més interrogants és l'impacte que pot tenir l'alça del preu del petroli dels últims mesos. CaixaBank Research preveu que aquest repunt sigui temporal, de manera que confiem que l'impacte final sigui contingut. Altres factors que caldrà seguir amb atenció són l'evolució de l'execució pressupostària en els propers mesos i el procés d'aprovació dels pressupostos. És probable que, d'una banda, acabin sent moderadament expansius i que, de l'altra, donin suport al creixement de l'economia espanyola a curt termini, malgrat que cal apuntar que això comportarà un ajust del dèficit una mica inferior a l'exigit per Brussel·les.

PREVISIONS

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

Economia internacional

	2017	2018	2019	2020	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018
CREIXEMENT DEL PIB										
Mundial	3,8	3,9	3,9	3,7	3,9	3,9	3,9	3,9	3,8	3,8
Països desenvolupats	*2,3*	*2,3*	*2,1*	*1,8*	*2,5*	*2,6*	*2,4*	*2,4*	*2,3*	*2,2*
Estats Units	2,3	2,7	2,2	1,9	2,3	2,6	2,8	2,7	2,6	2,5
Zona de l'euro	2,5	2,4	2,0	1,7	2,7	2,8	2,5	2,4	2,3	2,2
Alemanya	2,5	2,3	2,1	1,8	2,7	2,9	2,3	2,4	2,3	2,2
França	2,3	2,1	2,0	1,6	2,7	2,8	2,2	2,1	2,1	2,0
Itàlia	1,6	1,4	1,2	1,1	1,8	1,6	1,4	1,3	1,3	1,4
Portugal	2,7	2,3	2,3	2,2	2,4	2,4	2,1	2,4	2,4	2,4
Espanya	3,1	2,8	2,4	2,3	3,1	3,1	3,0	2,8	2,7	2,6
Japó	1,7	1,0	1,1	0,9	1,9	1,8	1,0	1,1	0,9	1,1
Regne Unit	1,8	1,3	1,7	1,9	1,8	1,4	1,2	1,4	1,2	1,2
Països emergents	*4,8*	*4,9*	*5,0*	*5,0*	*4,9*	*4,8*	*4,9*	*5,0*	*4,9*	*4,9*
Xina	6,9	6,5	6,3	6,0	6,8	6,8	6,8	6,6	6,4	6,3
Índia	6,2	7,5	7,5	7,5	6,3	7,0	7,7	7,5	7,3	7,3
Indonèsia	5,1	5,4	5,6	5,9	5,1	5,2	5,1	5,5	5,5	5,6
Brasil	1,0	2,1	2,6	2,6	1,4	2,1	1,2	2,3	2,5	2,7
Mèxic	2,1	2,1	2,4	2,3	1,6	1,5	1,3	1,9	2,5	2,6
Xile	1,5	3,2	3,2	2,9	2,5	3,3	3,3	3,5	2,9	3,0
Rússia	1,5	1,8	2,3	2,0	2,2	0,9	1,3	1,8	2,1	2,1
Turquia	7,3	4,0	3,6	3,7	11,3	7,3	5,0	4,5	3,3	3,2
Polònia	4,7	4,6	3,2	2,9	5,4	4,4	4,9	4,8	4,4	4,3
Sud-àfrica	1,3	1,6	1,6	2,0	1,3	1,9	2,3	1,8	1,4	1,0
INFLACIÓ										
Mundial	3,0	3,4	3,3	3,2	2,9	3,1	3,3	3,4	3,5	3,3
Països desenvolupats	*1,7*	*1,9*	*1,7*	*1,8*	*1,6*	*1,7*	*1,8*	*2,1*	*2,1*	*1,8*
Estats Units	2,1	2,5	1,8	1,9	2,0	2,1	2,3	2,7	2,7	2,3
Zona de l'euro	1,5	1,5	1,7	1,8	1,5	1,4	1,3	1,6	1,6	1,4
Alemanya	1,7	1,6	1,8	1,9	1,7	1,6	1,3	1,8	1,7	1,5
França	1,2	1,6	1,7	1,8	0,9	1,2	1,5	2,0	1,6	1,5
Itàlia	1,3	1,1	1,5	1,6	1,3	1,1	0,9	1,1	1,4	1,2
Portugal	1,6	1,2	1,5	1,8	1,3	1,8	0,9	1,1	1,4	1,5
Espanya	2,0	1,6	1,9	2,1	1,7	1,4	1,0	1,7	2,1	1,7
Japó	0,5	1,2	0,9	1,2	0,6	0,6	1,4	1,2	1,4	0,9
Regne Unit	2,7	2,6	2,2	2,1	2,8	3,0	2,7	2,6	2,6	2,3
Països emergents	*4,0*	*4,4*	*4,3*	*4,1*	*3,9*	*4,2*	*4,3*	*4,4*	*4,5*	*4,3*
Xina	1,6	2,1	2,4	2,4	1,6	1,8	2,2	2,4	2,2	1,8
Índia	3,3	4,6	5,0	4,7	3,0	4,6	4,6	4,4	5,0	4,4
Indonèsia	3,8	3,7	4,5	4,6	3,8	3,5	3,3	3,5	4,0	4,2
Brasil	3,5	3,3	4,1	4,1	2,6	2,8	2,8	3,4	3,6	3,6
Mèxic	6,0	4,4	3,8	3,4	6,5	6,6	5,3	4,3	4,0	4,0
Xile	2,2	2,5	2,9	3,0	1,7	2,0	2,0	2,3	2,9	2,9
Rússia	3,7	2,9	3,9	4,0	3,4	2,6	2,3	2,4	3,2	3,7
Turquia	11,1	10,3	9,3	8,1	10,6	12,3	10,3	10,8	10,8	9,5
Polònia	1,6	1,3	2,7	2,5	1,5	1,8	1,0	1,0	1,4	1,9
Sud-àfrica	5,3	5,1	5,4	5,1	4,8	4,7	4,2	4,6	5,4	6,1

Previsions

Economia espanyola

	2017	2018	2019	2020	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018
Agregats macroeconòmics										
Consum de les llars	2,4	2,6	2,0	1,9	2,4	2,5	2,8	2,7	2,4	2,4
Consum de les AP	1,6	1,5	0,8	0,7	1,4	2,4	1,9	1,6	1,4	1,2
Formació bruta de capital fix	5,0	3,4	3,0	2,7	5,6	5,6	3,5	3,7	3,1	3,1
Béns d'equipament	6,1	1,6	2,6	2,4	6,6	7,7	2,2	2,9	0,7	0,5
Construcció	4,6	4,8	3,2	2,9	5,1	4,8	4,7	4,5	5,1	4,9
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	2,8	2,5	1,9	1,8	3,0	3,2	2,8	2,7	2,4	2,2
Exportació de béns i serveis	5,0	3,7	4,2	4,1	5,6	4,4	3,2	3,3	3,8	4,7
Importació de béns i serveis	4,7	3,2	3,2	2,9	5,9	5,2	2,8	3,2	3,0	3,8
Producte interior brut	**3,1**	**2,8**	**2,4**	**2,3**	**3,1**	**3,1**	**3,0**	**2,8**	**2,7**	**2,6**
Altres variables										
Ocupació	2,8	2,4	2,1	2,0	2,9	2,9	3,2	2,2	2,0	2,1
Taxa d'atur (% pobl. activa)	17,2	15,4	13,7	12,0	16,4	16,5	16,7	15,6	14,7	14,7
Índex de preus de consum	2,0	1,6	1,9	2,1	1,7	1,4	1,0	1,7	2,1	1,7
Costos laborals unitaris	–0,1	0,9	1,9	2,4	0,0	0,0	0,8	0,6	0,8	1,2
Saldo op. corrents (acum., % PIB) [1]	1,9	1,6	1,7	1,6	1,8	1,9	1,9	1,8	1,7	1,6
Cap. o nec. financ. resta món (acum., % PIB) [1]	2,1	1,8	1,9	1,8	2,0	2,1	2,2	2,0	1,9	1,8
Saldo públic (acum., % PIB) [2]	–3,1	–2,6	–1,9	–1,3						

Mercats financers

TIPUS D'INTERÈS										
Dòlar										
Fed funds	1,10	1,96	2,67	3,19	1,25	1,30	1,58	1,83	2,08	2,33
Líbor 3 mesos	1,26	2,36	2,94	3,28	1,32	1,47	1,93	2,37	2,50	2,65
Líbor 12 mesos	1,79	2,70	3,02	3,35	1,73	1,92	2,39	2,76	2,80	2,84
Deute públic a 2 anys	1,39	2,58	3,23	3,49	1,36	1,69	2,15	2,50	2,73	2,93
Deute públic a 10 anys	2,33	3,05	3,57	3,75	2,24	2,38	2,76	2,98	3,16	3,30
Euro										
Refi BCE	0,00	0,00	0,08	0,58	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Euríbor 3 mesos	–0,33	–0,33	–0,07	0,42	–0,33	–0,33	–0,33	–0,33	–0,33	–0,33
Euríbor 12 mesos	–0,15	–0,18	0,22	0,77	–0,16	–0,19	–0,19	–0,19	–0,18	–0,14
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	–0,75	–0,49	0,06	0,70	–0,72	–0,74	–0,57	–0,55	–0,46	–0,38
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	0,36	0,71	1,25	1,91	0,42	0,38	0,62	0,58	0,74	0,90
TIPUS DE CANVI										
$/€	1,13	1,21	1,22	1,24	1,17	1,18	1,23	1,20	1,20	1,21
¥/€	126,65	131,05	130,42	127,81	130,38	132,95	133,06	130,24	129,39	131,49
£/€	0,88	0,88	0,86	0,85	0,90	0,89	0,88	0,88	0,88	0,87
PETROLI										
Brent ($/barril)	54,83	71,27	66,92	66,00	52,18	61,54	67,18	75,13	73,43	69,36
Brent (€/barril)	48,62	58,39	54,89	53,46	44,84	51,95	55,46	61,07	60,02	57,00

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

Previsions

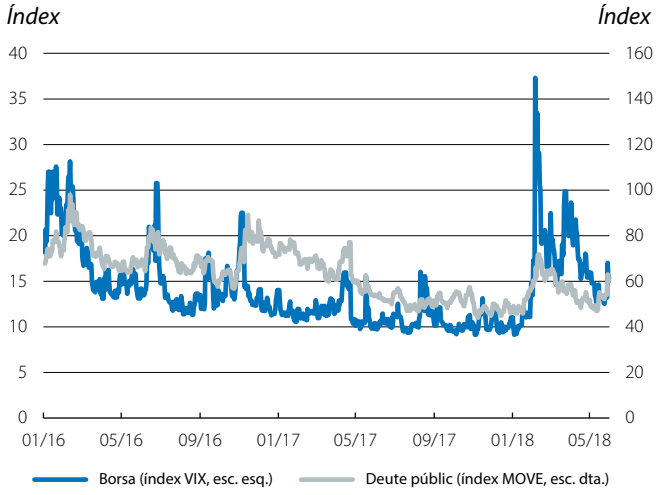
CONJUNTURA · Comportament erràtic als mercats financers globals

Els mercats continuen agitats. L'enduriment de les condicions financeres als EUA va guanyant pes en l'escenari macrofinancer mundial i, al maig, va penalitzar els mercats de les economies emergents, que van patir importants reculades de les borses i van veure com es depreciaven les divises. Les economies avançades, en canvi, van començar amb un to més positiu, amb guanys moderats a les borses i tipus d'interès relativament estables, però la volatilitat també es va imposar durant la segona meitat del mes. Així, als EUA, els tipus d'interès van repuntar amb força; després, van desfer el moviment en qüestió de dies, i van acabar en nivells inferiors als del tancament de l'abril. Per la seva banda, Europa va patir un episodi d'aversió al risc, provocat per la incertesa sobre la formació de govern a Itàlia. El deute alemany va exercir d'actiu refugi i el seu tipus d'interès a 10 anys va disminuir en més de 20 p. b., mentre que les primes de risc perifèriques es van orientar amb força a l'alça. En aquest entorn de major inestabilitat financera, al juny, la política monetària tornarà a escena arran de la intervenció de la Fed i del BCE, que hauran de continuar mantenint un equilibri entre la necessitat de retirar l'estímul monetari (pel to positiu de l'economia i pel risc d'acumular desequilibris financers a mitjà termini) i la importància de fer-ho a una velocitat prou gradual perquè la volatilitat es mantingui continguda.

Els mercats financers emergents digereixen l'enduriment de les condicions financeres globals. Per segon mes consecutiu, les cotitzacions financeres emergents van ser penalitzades per la consolidació d'un entorn de tipus d'interès més alts als EUA. D'una banda, al mercat de divises, el dòlar va guanyar força i gairebé totes les monedes emergents es van depreciar clarament i van perdre els avanços assolits des del gener del 2018 (de fet, entre les principals divises, només les de Colòmbia, Tailàndia, la Xina i Malàisia es mantenen en positiu des del començament de l'any, enfront de les 18 que ho aconseguien dos mesos enrere). D'altra banda, les borses emergents també van patir, i la majoria d'índexs van tancar el mes amb pèrdues significatives (l'índex MSCI per al conjunt dels emergents va recular més del 3%). Per regions, la més penalitzada va ser l'Amèrica Llatina, l'índex de la qual, l'MSCI, va perdre el 14,3%, llastat en especial per la reculada del 7,5% de la borsa mexicana, mentre que l'índex MSCI per al conjunt de les borses asiàtiques emergents va registrar pèrdues properes a l'1,5%.

Alguns emergents pateixen més que altres. En aquest context de certa feblesa de les cotitzacions emergents, l'Argentina i Turquia van sortir especialment perjudicades. D'una banda, a l'Argentina, el peso va patir una depreciació propera al 17% malgrat la defensa que va intentar el banc central, amb un primer augment del tipus de referència del 27,25% al 30,25% al final d'abril i un altre fins al 40% al començament de maig. Així,

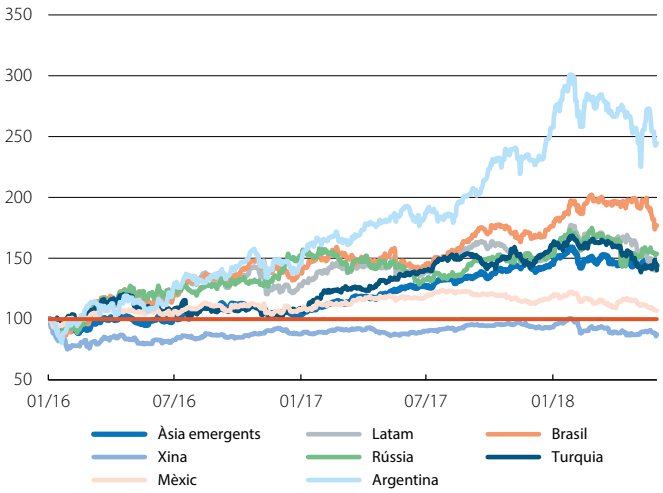
Volatilitat implícita als mercats financers



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

Borses emergents per geografia

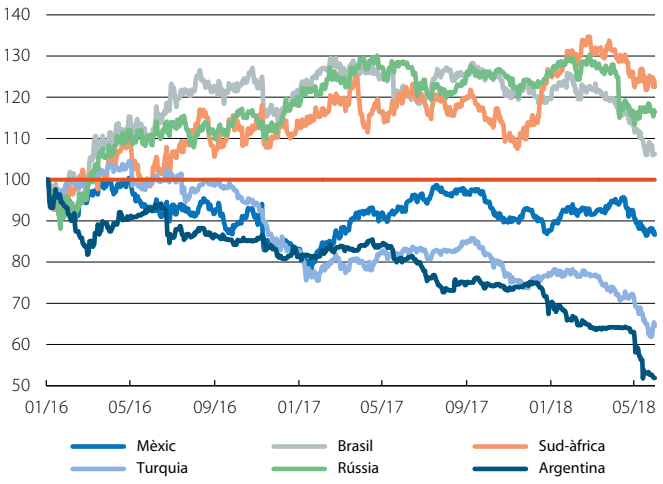
Índex (100 = gener 2016)



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.*

el Govern va acabar sol·licitant ajuda financera al Fons Monetari Internacional i el mes va acabar amb una estabilització de la caiguda del peso i amb una certa recuperació a la borsa argentina (l'índex Merval, que va arribar a recular més de l'11%, va acabar el mes amb unes pèrdues del 4,8%). D'altra banda, a Turquia, la lira es va depreciar una mica més del 10% enfront del dòlar, mentre que la borsa d'Istanbul va retrocedir gairebé el 3% després d'haver caigut gairebé el 6% al començament del mes. D'aquesta manera, el peso argentí i la lira turca se situen al capdavant de les divises emergents més penalitzades des del començament d'enguany, amb depreciacions del 25,4% i del 17,6%, respectivament, que reflecteixen tant els importants desequilibris macroeconòmics que arrosseguen les dues economies com els dubtes dels inversors sobre la capacitat dels respectius governs per corregir la situació.

Els mercats nord-americans recuperen el ritme. A diferència dels emergents, al maig la borsa nord-americana va tenir un funcionament positiu i, malgrat els tipus d'interès més alts, va avançar amb més solidesa. De tota manera, el mes es va caracteritzar per dues fases diferents. En la primera meitat, els principals índexs borsaris dels EUA (l'S&P 500, el Dow Jones i el Nasdaq) van acumular avanços sostinguts i còmodes per damunt del 3%. No obstant això, en la segona meitat, els tipus d'interès sobirans van patir un repunt de volatilitat, amb un rebot de la *yield* a 10 anys de 17 p. b. en quatre dies (fins al 3,12%, un valor no vist des del final del 2013), que es va desfer, gairebé, amb la mateixa força i amb la mateixa rapidesa amb què s'havia produït (de fet, la *yield* va acabar per sota dels nivells de tancament de l'abril). En aquesta segona fase, les borses nord-americanes van patir els efectes de la volatilitat del mercat de renda fixa i es van mostrar erràtiques en la resta de sessions, tot i que van aconseguir tancar en positiu en el conjunt del mes.

Europa és arrossegada per un episodi d'aversió al risc. Seguint la trajectòria de les borses nord-americanes, durant les primeres setmanes del mes, els principals índexs borsaris europeus van exhibir un to positiu i van registrar avanços superiors al 2% a Espanya i a França i propers al 5% a Alemanya. Aquesta bona dinàmica, però, va acabar de sobte en la segona meitat del mes, quan la incertesa sobre la formació de govern a Itàlia va provocar un fort repunt de l'aversió al risc. Així, la prima de risc italiana va rebotar en 170 punts fins als 300 p. b. (nivell que no s'assolia des de la crisi del deute sobirà el 2012) i va tancar el mes en 245 p. b. Això va generar un cert contagi a la resta de primes de risc perifèriques (l'espanyola va passar dels 70 p. b. als 136 p. b. i va tancar en els 116 p. b., i la portuguesa va repuntar des dels 110 p. b. als 193 p. b. i va tancar en els 164 p. b.), mentre que el deute sobirà d'Alemanya va exercir d'actiu refugi i la seva *yield* a 10 anys va disminuir en gairebé 40 p. b., tot i que va recuperar una mica de terreny en els últims dies del mes. Davant aquest episodi, les borses van començar a patir unes pèrdues acumulades importants, més intenses a la perifèria (amb reculades superiors al 7%) que al nucli. Així, en el conjunt del mes, les borses europees no van

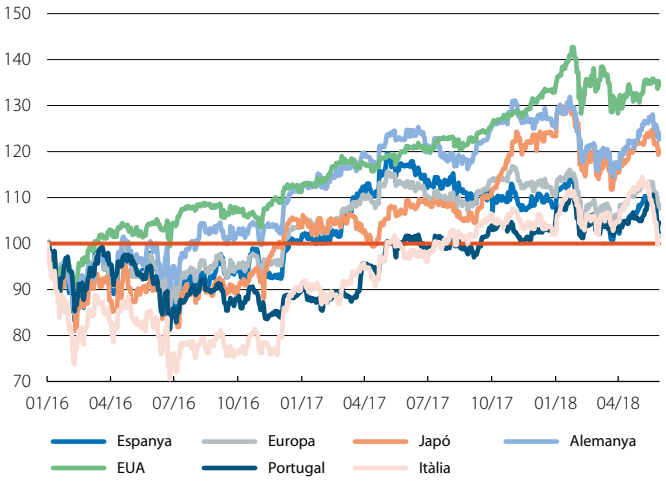
Cotització del dòlar enfront de les principals divises

(Índex)

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

Principals borses avançades

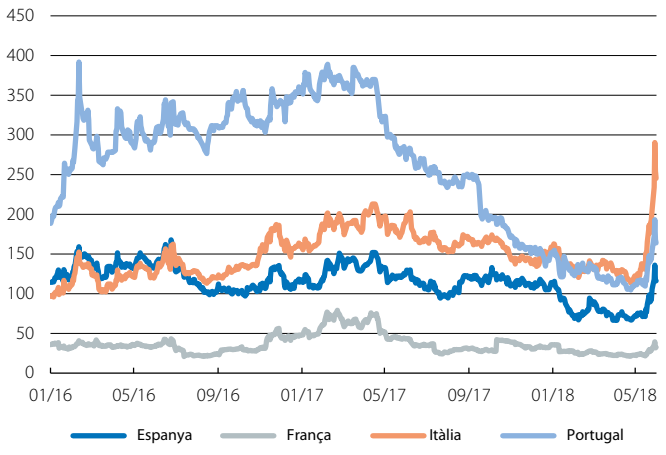
Índex (100 = gener 2016)



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

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

(p. b.)



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

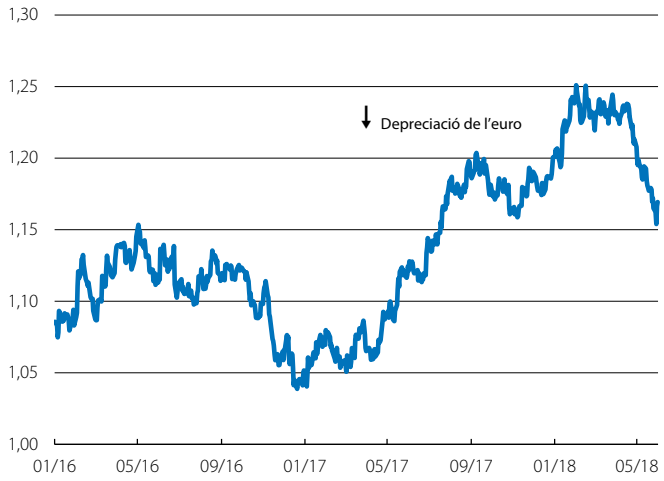
aconseguir tancar en positiu, amb pèrdues mínimes a Alemanya (índex DAX, –0,1%) i reculades més importants a França (CAC, –2,2%), a Espanya (Ibex 35, –5,2%) i a Itàlia (MIB, –9,2%). Finalment, al mercat de divises, l'euro també va patir els efectes de l'aversió al risc i, després d'haver començat el mes al voltant d'1,20 dòlars per euro, es va depreciar fins als 1,16 dòlars al tancament del mes.

En aquest context de volatilitat financera, els bancs centrals envien missatges de confiança en l'economia. En particular, als EUA, la reunió del maig del Comitè Federal de Mercat Obert es va saldar sense canvis en els tipus de referència, però amb una visió optimista sobre les dinàmiques de l'activitat i de la inflació, la qual cosa va reforçar l'expectativa d'un nou increment de tipus al juny (quelcom que, de fet, ja està plenament descomptat tant pels analistes com per les cotitzacions de mercat). Per la seva banda, a la zona de l'euro, el BCE també va enviar missatges de continuïtat i es va mostrar optimista sobre l'evolució futura de l'activitat. No obstant això, els membres del BCE també van emfatitzar la importància d'entendre les fonts que expliquen la moderació dels indicadors d'activitat de la zona de l'euro des del començament de l'any, motiu pel qual van indicar que el BCE centrarà la seva reunió del juny a fer una revisió exhaustiva de l'escenari econòmic abans d'anunciar el redisseny de la política monetària per a l'últim tram de l'any.

El preu del cru exhibeix moviments d'anada i de tornada. De la mateixa manera que la majoria d'actius financers, al maig l'evolució del preu del barril de Brent va passar per dues fases diferents. En la primera meitat del mes, el preu del petroli va mantenir la dinàmica alcista dels últims mesos i va arribar a superar els 80 dòlars per barril, amb el suport no solament dels factors estructurals comentats en anteriors informes (és a dir, la major solidesa de la demanda global i el fort compromís de l'OPEP amb les retallades de producció), sinó també de la reintroducció de sancions econòmiques nord-americanes sobre l'Iran, que no solament poden afectar l'oferta mundial de cru (tot i que de manera limitada, atès que Rússia i l'Aràbia Saudita poden compensar amb facilitat la menor producció de l'Iran), sinó que també incrementen el risc d'inestabilitat geopolítica a la regió. No obstant això, en la segona meitat del mes, l'embranzida del petroli es va frenar arran del repunt de la volatilitat financera i el preu del Brent va disminuir fins als 77,6 dòlars per barril.

Cotització de l'euro enfront del dòlar

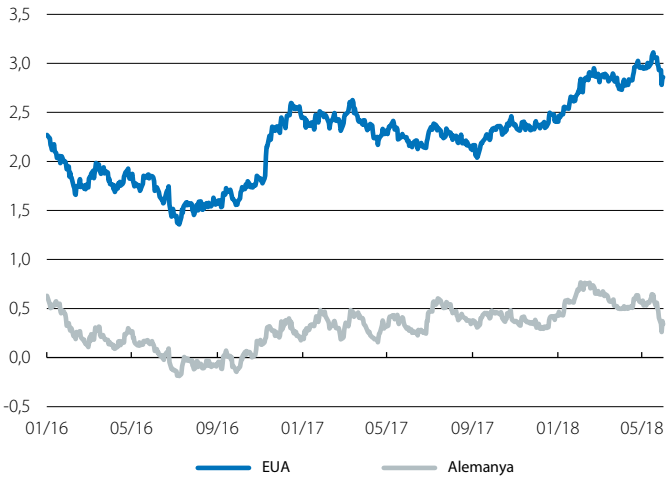
(Dòlar-euro)



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

Rendibilitat del deute públic a 10 anys

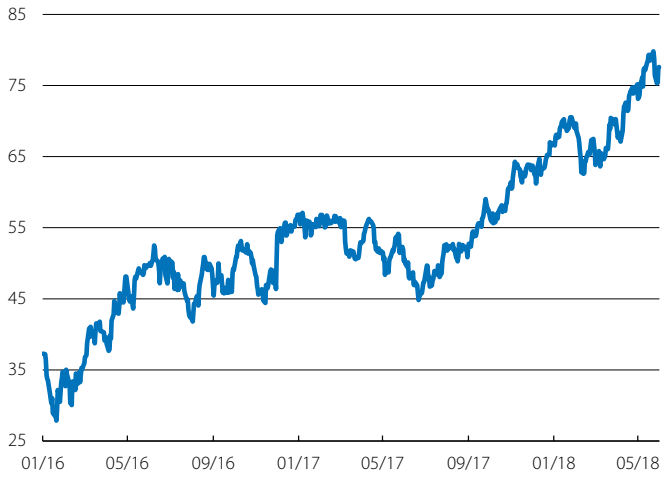
(%)



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

Preu del petroli Brent

(Dòlars per barril)



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

FOCUS · L'impacte de les condicions i de les vulnerabilitats financeres sobre el creixement

Quant frenarà l'enduriment de les condicions financeres el creixement mundial? Aquesta és una pregunta clau en vista de l'enduriment de la política monetària de la Reserva Federal dels EUA (Fed). A continuació, presentem un indicador que ens ajudarà a respondre aquesta pregunta i analitzem els principals factors financers que poden posar el creixement en risc.

Creixement en risc

En Focus anteriors, hem analitzat l'impacte econòmic de l'enduriment de la política monetària a partir d'índexs de condicions financeres.[1] En aquest article, ens basarem en un nou indicador que s'ha convertit en una referència per al Fons Monetari Internacional (FMI): el creixement en risc (CeR).

El CeR es basa en el fet que les condicions financeres tenen poder predictiu sobre el creixement econòmic futur. De fet, Adrian, Boyarchenko i Giannone (2017)[2] demostren que unes condicions financeres restrictives s'associen a un creixement mitjà menor i més volàtil. Així, podem estimar la probabilitat de diferents escenaris de creixement a partir de l'estat actual de les condicions financeres. Per exemple, el primer gràfic mostra la probabilitat de diferents taxes de creixement del PIB mundial predites a un i a tres anys en funció de l'estat de les condicions financeres en el 1T 2018. En concret, les distribucions del gràfic reflecteixen que el més probable és que el creixement global se situï lleugerament per sota del 4% a un any vista i al voltant del 3,5% a tres anys vista.

Una altra forma de veure el gràfic és centrant-nos en les cues. Així, per exemple, el CeR pronostica que, en un escenari molt advers (el que té una probabilitat del 5%), el creixement global a un any vista seria igual o inferior al 3%. Aquest és un nivell lleugerament inferior al dels dos últims trimestres (quan era del 3,5%), la qual cosa indica que el deteriorament de les condicions financeres en els últims mesos ha provocat un augment dels riscos negatius sobre el creixement.

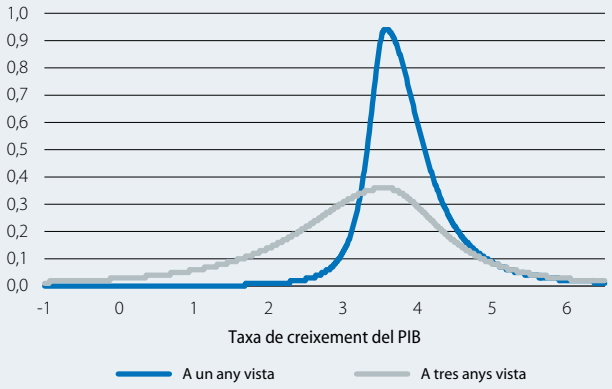
De tota manera, un creixement del 3% en un escenari advers és un nivell elevat i, a més a més, sorprenentment proper a l'escenari central (el que té una probabilitat del 50%), la qual cosa suggereix que, a un any vista, el CeR és raonablement moderat. No obstant això, a mitjà termini, els riscos són més grans: les condicions financeres actuals prediuen que, en un escenari advers a tres anys vista (és a dir, amb una probabilitat del 5%), el creixement global se situaria en terreny negatiu (igual o inferior al –0,4%).

Finalment, és important subratllar una interessant relació empírica: unes condicions financeres acomodatícies en el present impulsen el creixement projectat a curt termini, però incrementen les perspectives d'un mal funcionament econòmic a mitjà termini. En efecte, com ho il·lustren les diferències entre les línies blava, grisa i taronja al segon gràfic, en els últims anys, la major laxitud de les condicions financeres (que ha augmentat des del final del 2016) s'associa, segons el CeR, a unes millors perspectives de creixement a curt termini, però amb escenaris més negatius a mitjà termini.

En definitiva, en els últims mesos, el CeR apunta a un augment dels riscos negatius a curt termini (malgrat que a un nivell relativament contingut) i, a més a més, mostra que

Escenaris de creixement segons les condicions financeres del 1T 2018

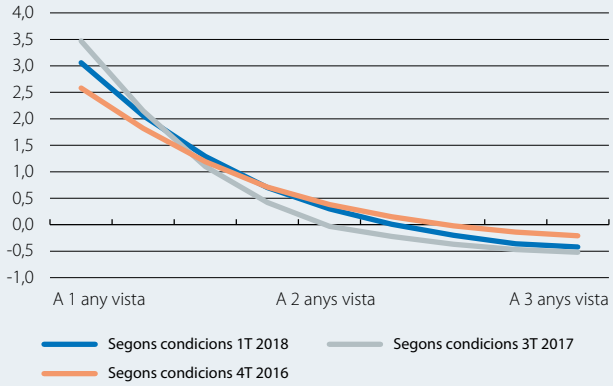
Probabilitat (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Fons Monetari Internacional.*

Creixement del PIB en escenaris adversos

Taxa de creixement màxima amb una probabilitat del 5% (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Fons Monetari Internacional.*

1. Vegeu el Focus «Creixement als emergents i condicions financeres globals: una relació compromesa», a l'IM05/2018.
2. Adrian, T., Boyarchenko, N. i Giannone, D. (2017), «Vulnerable Growth», Federal Reserve Bank of New York Staff Reports.

els riscos a mitjà termini es mantenen elevats i poden tenir conseqüències significativament negatives sobre el creixement. Però quins són els factors de risc que han augmentat en els últims mesos? i quines són les vulnerabilitats financeres que expliquen els riscos a mitjà termini?

Riscos i vulnerabilitats financeres

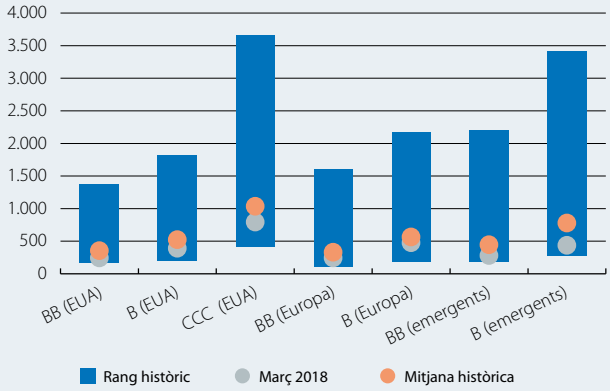
Els baixos tipus d'interès dels 10 últims anys, que responen a la necessitat de tenir unes condicions financeres acomodatícies que impulsin la recuperació, han facilitat l'aparició de vulnerabilitats financeres. En particular, l'últim informe d'estabilitat financera de l'FMI destaca quatre grans fonts de feblesa, les quals, davant un enduriment abrupte de les condicions financeres, podrien posar el creixement en risc:[3] i) elevades valoracions dels actius financers i primes de risc en nivells molt comprimits; ii) palanquejament elevat del sector no financer i febleses en els balanços d'algunes institucions financeres; iii) interconnexions importants i opaques del sistema financer de la Xina, i iv) incertesa sobre si els fonaments més sòlids de les economies emergents les fan realment menys sensibles als canvis en les condicions financeres.

La presència d'aquests factors no és nova,[4] però alguns d'ells han rebut més atenció arran de la volatilitat financera dels últims mesos. D'una banda, al mercat de renda variable, mètriques estàndards com la ràtio CAPE mostren que, fins i tot després de les correccions del primer trimestre de l'any, les valoracions es mantenen elevades (en especial a la borsa nord-americana) i que la seva sostenibilitat depèn, en part, del fet que no es produeixi un augment brusc dels tipus d'interès.[5] En la mateixa línia, al mercat de renda fixa, les primes de risc es mantenen molt baixes, fins i tot en els segments de més risc (vegeu el tercer gràfic), i han estimulat l'emissió de bons corporatius de menys qualitat. D'altra banda, malgrat que, en general, les economies emergents han reduït els dèficits per compte corrent i han acumulat reserves internacionals, també s'han vist exposades, de manera creixent, a inversors més curtterministes i proclius a retirar ràpidament les inversions.[6]

Amb aquestes vulnerabilitats de fons, en els últims mesos, ha augmentat el risc d'un major repunt de la inflació. L'anàlisi de l'FMI mostra que les cotitzacions de mercat encara assignen una baixa probabilitat a aquest escenari i

Primes sobre el deute corporatiu segons la seva nota creditícia (1999-2018)

Diferencial amb el tipus sobirà dels EUA (p. b.)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Fons Monetari Internacional.*

que, de fet, la compressió de les primes de risc és deguda, en part, a la percepció d'un risc baix d'inflació.[7] Per aquest motiu, les sorpreses inflacionistes a l'alça, en provocar una forta descompressió de les primes de risc, podrien tensionar les condicions financeres més de l'esperat i, addicionalment, pressionar els bancs centrals perquè endureixin més ràpidament la política monetària. A més a més, en aquest escenari, les economies emergents podrien patir sortides de capital que podrien posar a prova la solidesa dels seus fonaments.

Davant aquest mapa de riscos, els bancs centrals s'enfronten al repte d'anar retirant l'estímul monetari sense comprometre el creixement a curt termini i, al mateix temps, de neutralitzar les vulnerabilitats financeres que puguin aparèixer a mitjà termini. Fins al moment, amb una comunicació clara i amb una evolució gradual de la política monetària, han aconseguit que els mercats financers s'ajustin de manera relativament suau. Però les vulnerabilitats latents no són menyspreables i poden fer que, d'ara endavant, el camí sigui més pedregós.

3. FMI (2018), «A Bumpy Road Ahead», Global Financial Stability Report de l'abril.
4. Per exemple, vegeu el Focus «El sistema financer xinès: un gegant amb peus de fang?», a l'IM11/2016, i l'article «Deute: vici o virtut?», al Dossier de l'IM04/2016.
5. Per a més detalls sobre la CAPE i la sobrevaloració de la borsa nord-americana, vegeu l'article «Valoració de la borsa nord-americana: hi ha motius de preocupació?», al Dossier de l'IM11/2017.
6. Així ho suggereix l'evolució recent de l'índex de base inversora desenvolupat per Arslanalp, S. i Tsuda, T. (2014), «Tracking Global Demand for Advanced Economy Sovereign Debt», IMF Economic Review.
7. FMI (2018), «An Econometric Lens on What Drives Term Premiums», Global Financial Stability Report de l'abril.

PRINCIPALS INDICADORS

Tipus d'interès (%)

	31-maig	30-abr	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	–0,32	–0,33	1	0,8	0,8
Euríbor 12 mesos	–0,18	–0,19	1	0,6	–4,9
Deute públic a 1 any (Alemanya)	–0,65	–0,63	–2	–1,2	10,3
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	–0,66	–0,59	–7	–3,3	5,3
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	0,34	0,56	–22	–8,7	3,6
Deute públic a 10 anys (Espanya)	1,50	1,28	22	–6,7	–5,3
Diferencial de deute públic a 10 anys (p. b.) [1]	116	72	44	2,0	–8,9
EUA					
Fed funds (límit superior)	1,75	1,75	0	25,0	75,0
Líbor 3 mesos	2,32	2,36	–4	62,6	111,0
Líbor 12 mesos	2,72	2,77	–5	61,3	99,6
Deute públic a 1 any	2,22	2,23	–1	48,8	107,0
Deute públic a 2 anys	2,43	2,49	–6	54,7	114,8
Deute públic a 10 anys	2,86	2,95	–9	45,5	65,7

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

	31-maig	30-abr	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2018 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	69	54	15	24,3	6,8
Itraxx Financer Sènior	85	57	28	41,6	15,4
Itraxx Financer Subordinat	185	116	69	80,1	26,4

Tipus de canvi

	31-maig	30-abr	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2018 (%)	Variació interanual (%)
$/€	1,169	1,208	–3,2	–2,6	4,0
¥/€	127,230	132,050	–3,7	–6,0	2,1
£/€	0,879	0,878	0,2	–1,0	0,8
¥/$	108,820	109,340	–0,5	–3,4	–1,8

Primeres matèries

	31-maig	30-abr	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2018 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	446,3	445,1	0,3	3,2	2,8
Brent ($/barril)	77,6	75,2	3,2	16,0	54,2
Or ($/unça)	1.298,5	1.315,4	–1,3	–0,3	2,3

Renda variable

	31-maig	30-abr	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2018 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	2.705,3	2.648,1	2,2	1,2	12,2
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	3.406,7	3.536,5	–3,7	–2,8	–4,2
Ibex 35 (Espanya)	9.465,5	9.980,6	–5,2	–5,8	–13,0
Nikkei 225 (Japó)	22.201,8	22.467,9	–1,2	–2,5	13,0
MSCI emergents	1.120,7	1.164,4	–3,8	–3,3	11,5
Nasdaq (EUA)	7.442,1	7.066,3	5,3	7,8	20,1

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

CONJUNTURA · L'activitat econòmica continua avançant a un bon ritme malgrat l'augment dels riscos a la baixa

Els indicadors d'activitat global continuen mostrant un to positiu en el 2T. L'índex de sentiment empresarial (PMI) global reflecteix aquesta tendència. Tot i que s'ha produït una lleugera reculada de l'indicador després que, al febrer, assolís el seu valor màxim en gairebé tres anys i mig, a l'abril, va repuntar lleugerament i se situa en una clara zona expansiva, tant als països avançats com als emergents. A nivell sectorial, l'índex manufacturer i el de serveis també continuen apuntant a avanços notables de l'activitat. Les dades econòmiques globals avalen, per tant, l'escenari previst per CaixaBank Research per al 2018, el qual preveu un manteniment del creixement mundial en registres propers al 4%.

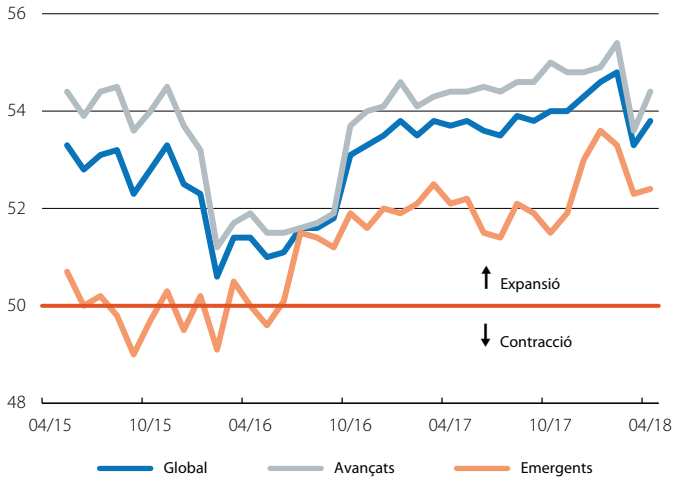
No obstant això, augmenten els riscos a la baixa. Malgrat la bona tònica observada des de l'inici d'enguany, les tensions geopolítiques han augmentat en els últims mesos i han esbiaixat les previsions a la baixa. Així, tot i que s'ha atenuat en les últimes setmanes, encara es manté el temor al fet que es produeixi una guerra comercial després que els EUA amenacessin amb adoptar una actitud més proteccionista. En el pla polític, destaquen també la incertesa a Itàlia i la decisió dels EUA d'abandonar l'acord nuclear amb l'Iran. Aquesta última actuació ha produït un augment de la incertesa geopolítica a l'Orient Mitjà, regió clau per al subministrament de petroli, la qual cosa ha pressionat el preu de l'or negre a l'alça (puntualment, va assolir els 80 dòlars per barril). A més de les tensions de naturalesa política, destaquen també els riscos macrofinancers que pateixen alguns països emergents i que s'han posat de manifest aquest mes amb la crisi canviària experimentada per l'Argentina i amb l'enfonsament de la lira turca. Finalment, també cal tenir en compte el potencial efecte negatiu que un enduriment de les condicions financeres globals superior a l'esperat podria tenir en el creixement, en especial en els emergents més vulnerables (per a més detalls, vegeu l'article «Emergents fràgils: Argentina i Turquia, ni casos excepcionals ni els primers de molts altres», en aquest mateix *Informe Mensual*).

ESTATS UNITS

Els indicadors econòmics continuen apuntant a un creixement sòlid. Després de la bona dada de creixement del PIB del 1T 2018, els indicadors econòmics disponibles per al 2T avalen la continuïtat d'aquesta bona tònica. Així, els índexs de sentiment empresarial (ISM) de manufactures i de serveis es van situar en els 55,7 i en els 55,2 punts, respectivament. Aquestes dades apunten al manteniment del bon ritme de creixement de l'activitat secundària i terciària, malgrat que els dos índexs han reculat de forma moderada en l'últim mes. Els forts avanços de la producció industrial i de les vendes al detall registrats a l'abril també apunten a un creixement dinàmic de l'activitat i del consum privat en el 2T de l'any.

Indicadors d'activitat: PMI compost

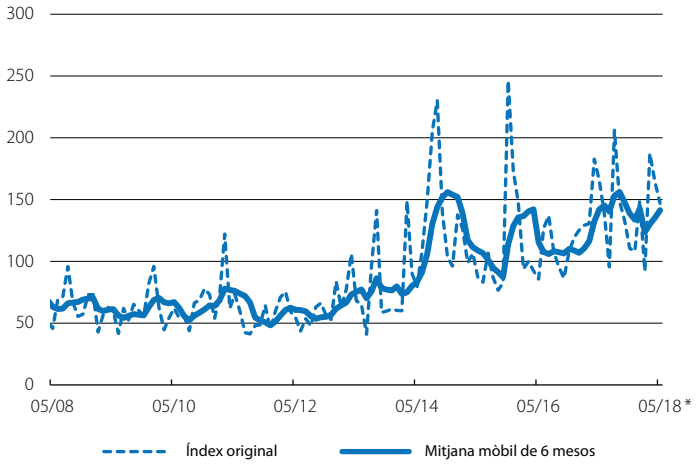
Nivell



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

Índex de riscos geopolítics

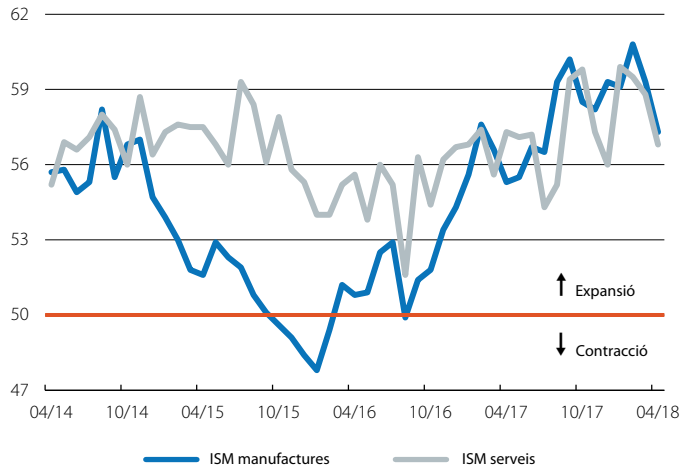
Nivell



Nota: ** Dada del maig del 2018 basada en recerques en diaris fins al 10 de maig del 2018.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Geopolitical Risk Index (Caldara i Iacoviello).*

EUA: indicadors d'activitat

Nivell



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

Vorejant la plena ocupació. Les dades del mercat laboral continuen destacant pel seu dinamisme. Així, en el mes d'abril, la taxa d'activitat es va situar en el 62,8% i es van crear 164.000 llocs de treball (xifra superior al registre del mes anterior). Aquesta última xifra destaca especialment, ja que es troba per damunt del que es considera el nivell de creació d'ocupació d'equilibri, atès el punt cíclic de l'economia nord-americana, que se situa entre els 75.000 i els 125.000 llocs de treball. A més a més, la taxa d'atur va baixar al 3,9%, després de sis mesos d'estancament en el 4,1%. Finalment, els salaris van avançar un significatiu 2,6% interanual, i diversos indicadors, com els que proporciona l'enquesta de la Federació Nacional d'Empreses Independents (NFID, per les sigles en anglès), suggereixen que el creixement dels salaris anirà a més en els propers trimestres, la qual cosa cal esperar que pressioni a l'alça la inflació.

Prossegueix la tendència alcista de la inflació observada en els últims mesos. Així, la taxa d'inflació general es va situar en el 2,5% a l'abril, 1 dècima per damunt del registre del mes anterior. Per la seva banda, la inflació subjacent, que exclou els preus més volàtils de l'energia i dels aliments, es va mantenir en el 2,1%. Aquesta tendència a l'alça es mantindrà en els propers mesos, tant pel que fa a la inflació general com a la subjacent. Aquesta continuïtat en l'augment de la inflació s'explica, en gran part, per un considerable efecte de base a l'alça, provocat per les fortes caigudes dels preus de telefonia sense fil experimentades el 2017 durant aquests mesos, i que no es tornaran a produir enguany. D'altra banda, la millora en les expectatives d'inflació, reflectida en la bona dada de l'índex elaborat per la Universitat de Michigan, reforça també aquesta dinàmica alcista. En aquest context, tot fa pensar que la Fed durà a terme una nova pujada del tipus d'interès de referència en la propera reunió, prevista per al mes de juny.

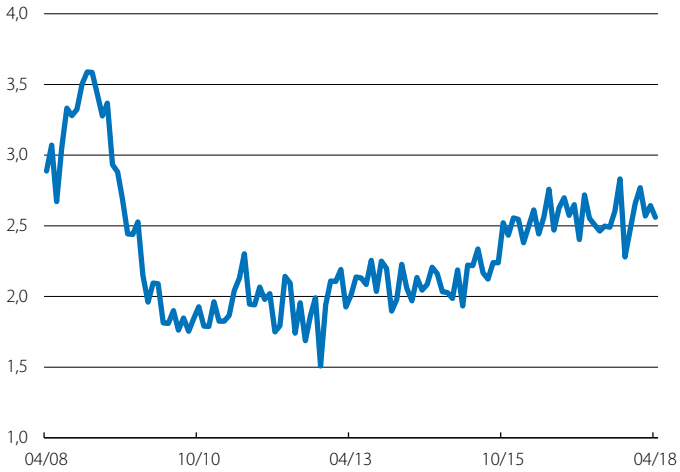
RESTA DEL MÓN

Japó: el PIB del 1T 2018 sorprèn negativament. Després d'encadenar vuit trimestres de creixement positiu, situació que no es donava des del 1989, l'economia nipona va recular el 0,2% en termes intertrimestrals en el 1T 2018 (el +1,0% interanual). Tot i que la dada ha estat condicionada per factors temporals que han influït de forma negativa en el consum privat, com el mal temps, la veritat és que la feblesa generalitzada de la demanda ha sorprès negativament: el consum privat i la inversió han disminuït, mentre que els ingressos del treball i els beneficis empresarials han augmentat de forma notable. En conjunt, això denota una certa desconfiança en el futur de l'economia, tant per part de les llars com de les empreses. Així mateix, les dades del 4T 2017 han patit també una forta revisió a la baixa.

Augmenta la preocupació sobre la situació econòmica de diversos emergents. Després dels esdeveniments de l'últim mes, entre els quals cal esmentar la crisi canviària de l'Argentina, s'ha evidenciat la inquietud sobre la possible feblesa dels emergents. Una mostra d'això és l'aturada en les entrades de fluxos de capitals en cartera (deute i accions) experimentada per les economies emergents a l'abril, amb una sortida de 200

EUA: salaris

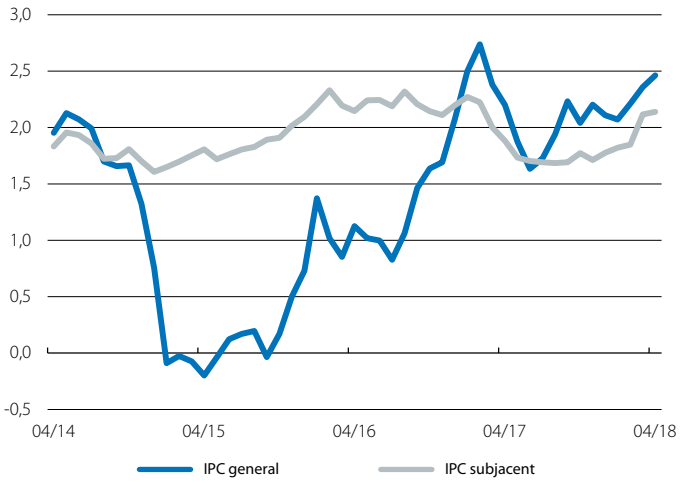
Variació interanual (%)



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

EUA: IPC

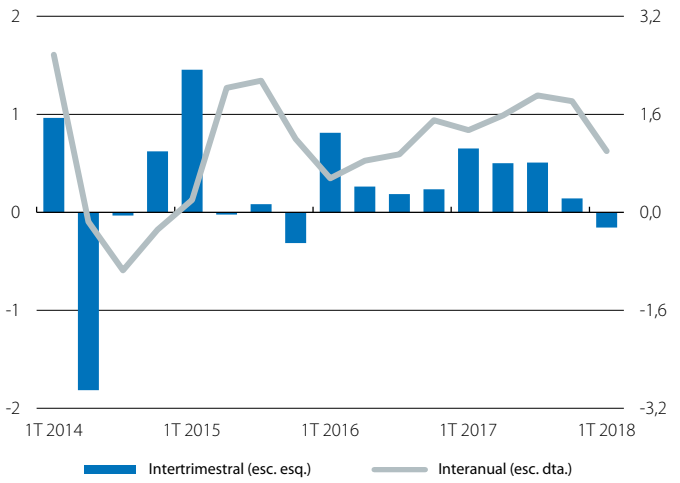
Variació interanual (%)



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

Japó: PIB

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



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

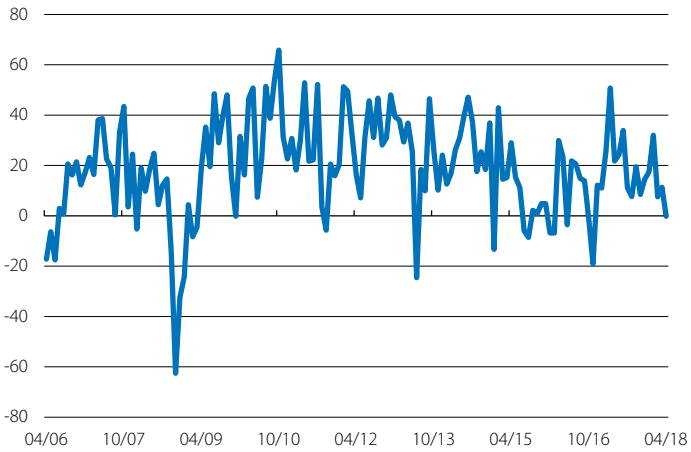
milions de dòlars, que contrasta amb els 11.300 milions de dòlars rebuts el mes anterior. Aquest canvi sobtat d'actitud dels inversors és reforçat per l'enfortiment del dòlar nord-americà i per la pujada de tipus de la Fed, que, en les últimes setmanes, ha propiciat un repunt notable del bo nord-americà a 10 anys. A més més, les imminents eleccions que se celebraran en nombrosos països de l'Amèrica Llatina i a Turquia s'afegeixen a aquest context. Tot plegat fa pensar que, malgrat que el risc sistèmic és limitat, les condicions macrofinanceres continuaran posant a prova la resistència dels emergents en els propers trimestres.

La Xina manté el tipus malgrat les tensions comercials. Les exportacions xineses es van incrementar el 12,9% interanual a l'abril, després de la mala dada del març. En concret, no sembla que les exportacions de la Xina als EUA s'hagin vist afectades negativament per les amenaces proteccionistes del gegant nord-americà, de manera que van progressar un notable 9,7% en termes interanuals a l'abril. No obstant això, és possible que aquest fort repunt sigui propiciat pels temors al fet que la guerra comercial entre la Xina i els EUA s'acabi materialitzant, de manera que les empreses exportadores estarien avançant els enviaments per evitar futures pujades dels aranzels. En termes més genèrics, l'activitat econòmica xinesa manté una tònica positiva després de la bona dada del 1T 2018. En aquest sentit, destaquen els forts avanços de la producció industrial i del PMI de manufactures i de serveis del mes d'abril.

Creixements més febles de l'esperat en alguns emergents. A Rússia, el PIB va augmentar l'1,3% interanual en el 1T 2018. Aquesta dada ha sorprès a la baixa. Malgrat que és cert que representa una millora en relació amb el 0,9% del 4T 2017, cal tenir en compte que aquest últim registre està afectat per un efecte de base negatiu (el 4T 2016 va ser l'últim trimestre en què Rússia no estava subjecta a l'acord de limitació de producció de cru amb l'OPEP). El creixement del PIB de Mèxic també va sorprendre a la baixa, i es tem que la incertesa que generen les negociacions del NAFTA i les eleccions presidencials previstes per a l'1 de juliol estigui llastant la inversió i el consum de les llars. Així mateix, el Brasil també ha perdut impuls en el 1T 2018, amb un avanç de l'1,2% interanual, que contrasta amb el 2,1% experimentat en el 4T 2017. Tot i que la dada ha sorprès lleugerament a la baixa, el Brasil acumula cinc trimestres consecutius de creixement positiu, la qual cosa consolida la seva recuperació econòmica després de la forta recessió experimentada el 2015-2016. La desacceleració en el ritme de creixement ha estat conseqüència del mal comportament del consum públic i de les exportacions. Així i tot, la inversió s'ha mantingut ferma, la qual cosa suggereix que la incertesa política no afecta gaire la confiança empresarial. Finalment, l'Índia va créixer el 7,7% interanual, 7 dècimes per damunt del registre del trimestre anterior. Aquest resultat fa que sigui l'economia gran que ha crescut a un ritme més intens en el 1T 2018. Aquesta dada confirma la recuperació de l'economia després de la inestabilitat temporal que va comportar l'aplicació de l'impost als béns i serveis (GST) el 2017 i la desmonetització, que van enfosquir les perspectives de creixement del país a curt termini.

*Fluxos de capital cap als emergents (cartera) **

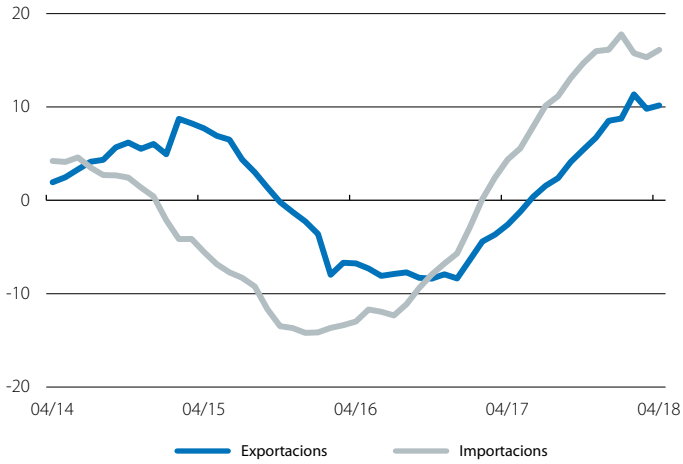
Milers de milions de dòlars (dades mensuals)



Nota: ** Fluxos de capital de no residents cap als emergents. + indica entrada, – indica sortida.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'IIF.*

*Xina: comerç exterior de béns **

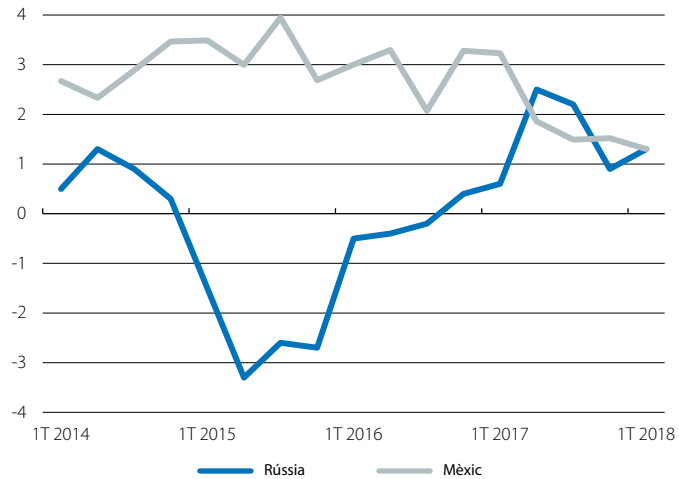
Variació interanual de l'acumulat de 12 mesos (%)



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

Rússia i Mèxic: PIB

Variació interanual (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades dels instituts nacionals d'estadística.*

FOCUS · Xina: en la prosperitat i en l'adversitat

L'economia xinesa es troba en ple procés de transformació del model productiu i transita cap a un creixement més sostenible, impulsat pel consum i pels serveis en detriment de la inversió i del sector manufacturer.[1] S'espera que aquest procés de transformació vagi acompanyat d'una desacceleració del ritme de creixement. En concret, durant el període 2018-2020, preveiem un creixement mitjà del 6,2%, molt per sota de la mitjana del 8,3% del període 2008-2017. Tot i que aquesta transformació és positiva, els importants desajustaments macroeconòmics que acumula el país, en especial l'elevat deute corporatiu, fan que el procés d'aterratge pugui acabar sent menys suau de l'esperat. És el temut *hard landing* de l'economia xinesa. Tot plegat, com és lògic, podria tenir un impacte negatiu en la resta del món.

Dues xifres ajuden a il·lustrar la importància de l'economia xinesa a nivell mundial. D'una banda, el major pes de la Xina en l'economia global s'observa clarament en la seva rellevància en termes de PIB: el 1990, el PIB de la Xina només representava el 4% del PIB mundial, mentre que, el 2017, va assolir el 18,2%.[2] D'altra banda, la participació de la Xina en el comerç mundial també ha experimentat un augment extraordinari des del 1990 (vegeu el primer gràfic).[3] La rellevància del gegant asiàtic per a l'economia global és, sense cap mena de dubte, indiscutible.

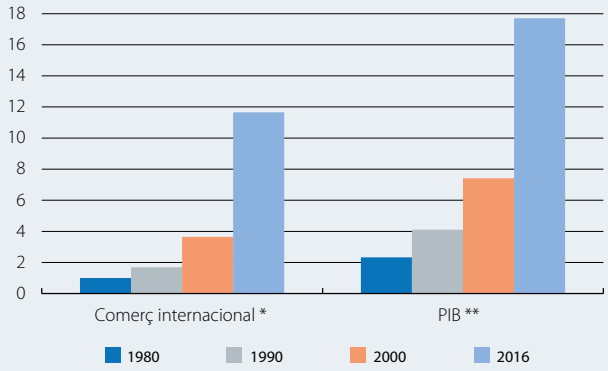
Els canals a través dels quals un alentiment sobtat del creixement de la Xina afectaria l'economia global són múltiples. Tot seguit, centrem l'anàlisi en dos d'aquests canals: el comerç internacional i les condicions financeres globals. Pel que fa al comerç internacional, cal esmentar que la Xina és una de les principals economies exportadores: en termes de manufactures, és el primer exportador mundial des del 2009. Així mateix, la Xina és un important comprador a nivell global: les importacions de la Xina representen més del 25% del total de les exportacions dels emergents. En aquest sentit, també cal destacar que, en els últims anys, els preus de les primeres matèries s'han mostrat molt sensibles als canvis en les perspectives de demanda de la Xina.

Pel que fa a l'impacte d'un *hard landing* de la Xina sobre les condicions financeres globals, el canal a través del qual acabaria afectant-les és menys directe. És ben sabut que, en termes financers, l'economia xinesa continua sent relativament tancada. De tota manera, cal tenir en compte que la inversió xinesa a l'exterior ha guanyat molta importància en els últims anys. A més a més, en la mesura que el creixement de la resta d'economies es veuria afectat a tra-

1. Vegeu IMF (2016), «China's changing trade and implications for the CLMV Economies».
2. PIB en termes de paritat de poder adquisitiu.
3. Vegeu IMF (2010), «Gauging China's Influence».

Presència de la Xina en l'economia global

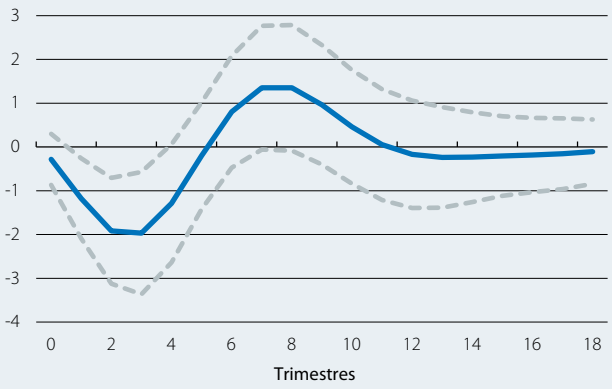
(%)



Notes: ** Es calcula com el percentatge de la suma de les exportacions i les importacions xineses en relació amb el total mundial. ** Es correspon amb la proporció del PIB xinès en relació amb el PIB mundial en termes de paritat de poder adquisitiu.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI.*

Resposta del comerç internacional a un shock negatiu del creixement de la Xina

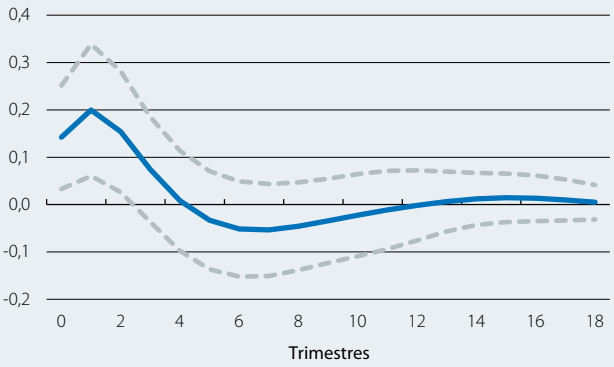
(p. p.)



Nota: *Les línies discontínues representen un interval de confiança del 95%.*
Font: *CaixaBank Research.*

Resposta de les condicions financeres globals a un shock negatiu del creixement de la Xina

(p. p.)



Nota: *Les línies discontínues representen un interval de confiança del 95%.*
Font: *CaixaBank Research.*

vés del canal comercial, també cal esperar que podria afectar la confiança dels mercats i les condicions financeres globals.[4]

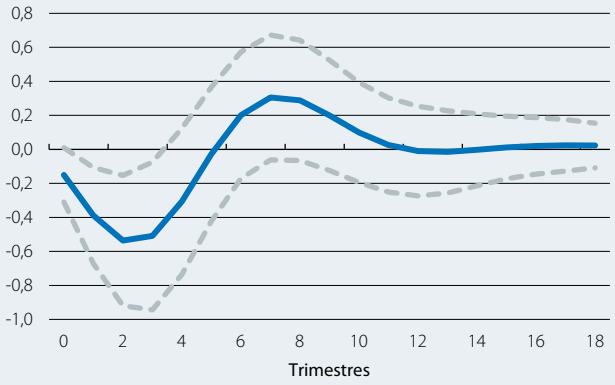
Amb la finalitat de poder calibrar fins a quin punt una desacceleració més abrupta de la Xina podria tenir un impacte negatiu sobre el creixement a nivell mundial, primer estudiem la sensibilitat del comerç internacional[5] i de les condicions financeres globals[6] a un *shock* negatiu del creixement de la Xina. Els resultats de l'estudi economètric palesen que una reducció del creixement del PIB de la Xina d'1 p. p. generaria una reducció del creixement del comerç internacional de 2,0 p. p. al cap d'un any aproximadament.[7] El tensionament de les condicions financeres que es podria produir també és notable, de 0,2 p. p. de l'índex de condicions financeres analitzat. En aquest sentit, serveixi com a referència que, durant els cicles d'augment dels tipus d'interès per part de la Fed, aquest índex ha augmentat en 1,5 p. p.

Atès l'impacte que, pel que sembla, produiria una desacceleració de la Xina en les condicions financeres i en el comerç global, no sorprèn que l'impacte estimat sobre el creixement mundial també sigui destacable. En concret, tal com es mostra a la resta dels gràfics adjunts, un *shock* que desaccelerés el creixement del PIB de la Xina en 1 p. p. reduiria el creixement del PIB de les principals economies emergents i desenvolupades en 0,5 p. p.[8]

L'anàlisi realitzada pot no convèncer els més escèptics, ja que les dades oficials del PIB de la Xina mostren certs problemes de mesurament, la qual cosa n'ha qüestionat la credibilitat. Amb la finalitat de superar aquesta limitació, hem repetit l'anàlisi anterior utilitzant l'índex d'activitat econòmica construït per CaixaBank Research (per a més informació, vegeu el Focus «El creixement econòmic de la Xina sota la lupa: passat, present i futur»[9]), i els resultats anteriors es mantenen i es continua obtenint efectes significatius i de magnituds molt similars als obtinguts utilitzant les dades oficials del PIB per a totes les variables analitzades.[10]

Resposta del creixement dels avançats a un shock *negatiu del creixement de la Xina*

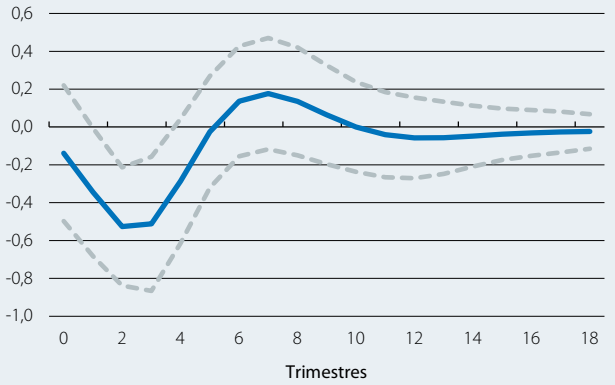
(p. p.)



Nota: *Les línies discontínues representen un interval de confiança del 95%.*
Font: *CaixaBank Research.*

Resposta del creixement dels emergents a un shock *negatiu del creixement de la Xina*

(p. p.)



Nota: *Les línies discontínues representen un interval de confiança del 95%.*
Font: *CaixaBank Research.*

4. Vegeu FMI (2013), «World Economic Outlook», capítol 4.
5. La variable de comerç internacional es defineix com la variació interanual del total d'exportacions reals en termes reals.
6. En aquesta anàlisi, s'utilitza l'índex de condicions financeres globals (ICF) de Goldman Sachs. Aquest índex sintetitza les condicions financeres mitjançant la integració de la informació que ofereixen diferents actius financers (tipus d'interès, *spreads*, cotitzacions borsàries i tipus de canvi) sobre un conjunt de països, avançats i emergents.
7. S'estima una VAR amb el creixement del PIB de la Xina, amb les condicions financeres globals, amb el comerç internacional i amb el creixement del PIB de les economies avançades i de la resta d'economies emergents i s'analitzen les funcions d'impuls i de resposta d'un *shock* en el creixement del PIB de la Xina.
8. Per calcular el creixement del PIB de la resta d'economies emergents, hem construït una mostra de 20 països, que comprèn les principals economies emergents (en termes de dimensió) i les que tenen un major vincle comercial amb la Xina: Argentina, Brasil, Xile, Xina, Colòmbia, Índia, Indonèsia, Malàisia, Mèxic, Filipines, Polònia, Rússia, Sud-àfrica, Tailàndia, Turquia, Veneçuela, Iran, Israel, Egipte i Perú. S'ha ponderat el pes de cada país en funció de la proporció que representa en relació amb el PIB mundial en termes de paritat de poder adquisitiu. Per als avançats, s'ha utilitzat l'agregat que proporciona l'FMI.
9. Vegeu l'IM02/2018.
10. En concret, el creixement del PIB es redueix en 0,4 p. p. i en 0,5 p. p. per al cas dels emergents i dels avançats, respectivament, dos trimestres després de produir-se el *shock*.

FOCUS · Emergents fràgils: Argentina i Turquia, ni casos excepcionals ni els primers de molts altres

En les últimes setmanes, s'està vivint una etapa de forta pressió depreciadora sobre diverses divises emergents. Així, des del final d'abril, quan es va començar a materialitzar amb més virulència l'alça del dòlar i del tipus d'interès nord-americans, el peso argentí s'ha depreciat gairebé el 20% en relació amb el dòlar; la lira turca, més del 10%, i un ampli nombre de monedes (el zloty polonès, el real brasiler, el peso mexicà, el peso xilè i el peso colombià) s'han mogut a la zona del –6% al –4%. Tot plegat ha alertat els inversors i ha suscitat un interrogant important: som a l'avantsala d'una crisi dels emergents de caràcter més o menys generalitzat o, senzillament, han coincidit en el temps problemes de països puntuals afectats per factors idiosincràtics?

Per respondre aquesta pregunta, vegem primer quins ensenyaments es poden extreure dels casos argentí i turc, els més penalitzats per l'estrès financer. La qüestió central és dilucidar quins són els motius pels quals els inversors aposten contra les seves divises. Més enllà d'aspectes especulatius a curt termini, sembla que el factor principal és l'erosió de la credibilitat dels dos governs en relació amb la seva estratègia de política econòmica. En el cas argentí, aquesta estratègia s'implementa amb un enfocament gradualista (enfront de l'alternativa d'un ajust més intens, però també circumscrit a un període més breu). Malgrat que, el 2016 i el 2017, semblava que aquesta estratègia tenia el vistiplau dels mercats, en els últims mesos, s'han posat de manifest dos problemes. En primer lloc, l'estratègia no produeix tots els resultats esperats. Així, malgrat les mesures adoptades, els desequilibris macroeconòmics continuen sent notables, en especial la inflació elevada (el 26,5% interanual a l'abril), el dèficit per compte corrent persistent (el 4,6% del PIB al final del 2017) i un dèficit públic a la zona del 6,5% del PIB per al conjunt del 2017.

Una segona feblesa de l'estratègia és que s'han percebut elements d'inconsistència, ja que, mentre que s'anuncien objectius ambiciosos, no és clar que es prenguin les mesures coherents amb aquests objectius. El cas més obvi d'aquesta feblesa s'ha donat en matèria de lluita contra la inflació. De fet, el peso argentí es va començar a afeblir al desembre, quan es va anunciar un objectiu d'inflació del 15% per al 2018 que va ser rebut amb dubtes pels inversors, dubtes que es van redoblar quan, al gener, el banc central va optar per rebaixar el tipus de referència. En aquesta tessitura, el resultat final d'aquesta falta de proactivitat, després de costoses intervencions als mercats canviaris, de dur el tipus de referència al 40% i de forçar els bancs comercials a reduir les tinences en divisa estrangera, ha estat sol·licitar l'ajuda financera a l'FMI.

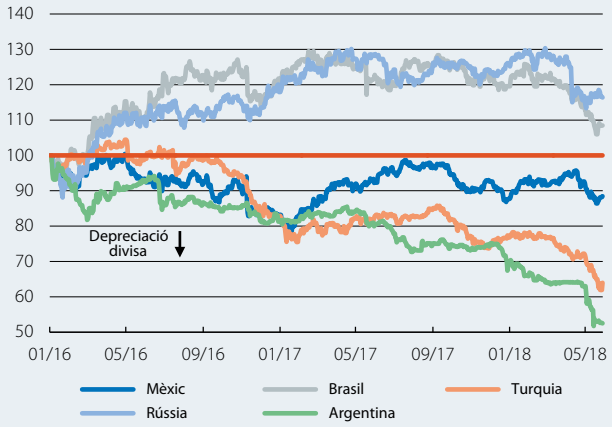
La revisió de l'episodi turc ofereix conclusions similars. En aquest cas, la preocupació dels inversors ha anat creixent a mesura que es confirmava que la política econòmica no actuava per contrarestar els elevats desequilibris macroeconòmics. Així, amb el país creixent més del 7% en el 4T 2017 (última xifra coneguda), amb la inflació en el 10,8% a l'abril i amb el dèficit per compte corrent en el 5,6% del PIB el 2017, no ha estat fins al final de maig que s'ha començat a prendre mesures clares per afrontar la realitat: pujada del tipus de referència en 300 p. b., fins al 16,5%; simplificació del sistema d'implementació de la política monetària, i enduriment de certs aspectes macroprudencials. Segurament, en la ment dels inversors, massa poc i massa tard.

Per tant, els dos països comparteixen la combinació desafortunada de desequilibris macroeconòmics i d'una política econòmica inadequada. Estan en una tessitura similar la resta d'emergents i, en especial, els més castigats per les depreciacions recents? Respondre aquesta pregunta crucial requereix interrogar-se sobre la situació dels principals emergents en termes de vulnerabilitats externes i internes i sobre el marge de maniobra de la política econòmica davant possibles *shocks*. Com és lògic, la pitjor combinació serà la presentada pels països amb elevats desequilibris i amb poc marge per absorbir els *shocks*.

Pel que fa al primer àmbit, al grup de principals emergents i en relació amb la situació el 2007, quan s'estava al final de l'anterior cicle de creixement als països emergents, es constaten dues grans conclusions. La primera és que el principal desequilibri deriva de l'acumulació de deute, que es reflecteix tant en l'augment del deute extern (més de 8 p. p. superior en l'actualitat que el 2007) com en el

Monedes emergents

Índex (100 = gener 2016)



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

crèdit a nivell intern (mesurat per la distància entre el quocient crèdit/PIB i la seva tendència de llarg termini). Considerant aquesta evolució de l'agregat dels emergents, alguns països destaquen negativament. És el cas de Turquia, de l'Argentina, de Sud-àfrica, d'Indonèsia, de Colòmbia, de Malàisia, d'Hongria, de Polònia o de Xile (vegeu la taula adjunta per identificar els països més mal situats en cada desequilibri).

Pel que fa al marge de maniobra davant possibles *shocks* que activin les vulnerabilitats, tres aspectes claus són saber si tenen prou divises per intervenir en defensa de la seva moneda, si la posició fiscal és folgada i si existeix prou marge de pujada de la política monetària sense que els tipus de referència se situïn en nivells inassumibles. Com succeïa amb les vulnerabilitats, la capacitat per mitigar els possibles *shocks* és inferior a la desitjable a l'Argentina, a Turquia, a Sud-àfrica, a Malàisia, al Brasil i a Hongria. La presa de decisions, a més a més, es pot veure entorpida pel fet que, entre el 2018 i el 2019, hi haurà eleccions als quatre primers països.

En definitiva, la llista d'emergents fràgils que deriva de la revisió anterior, i d'exercicis similars d'altres institucions, és força àmplia i inclouria l'Argentina, Turquia, Sud-àfrica, Colòmbia, Malàisia, Hongria, el Brasil i Indonèsia.

En aquest context, quina és la seva sensibilitat als *shocks* potencials, com un enduriment contundent de les condicions financeres globals?

Per calibrar-ne l'impacte, analitzem les funcions d'impuls-resposta d'un VAR dels emergents fràgils i d'un altre per a la resta d'emergents principals, davant un enduriment de l'índex de condicions financeres global d'1,5 punts.[1] Doncs bé, d'acord amb l'experiència històrica (2007-2017), un enduriment de les condicions financeres d'aquest calibre, si es produís de forma sobtada, tindria un impacte sobre el creixement dels emergents fràgils, aproximadament, d'1,7 p. p. al cap de dos trimestres, mentre que, a la resta d'emergents, aquest impacte seria de l'ordre de 0,9 p. p. No es tracta d'un impacte reduït, i, en qualsevol cas, caldria prendre'l com un llindar mínim, ja que la complaença dels inversors davant els desequilibris i la permissibilitat pel que fa a les polítiques econòmiques no encertades seran, previsiblement, menors que en el passat.

Però tot plegat no comporta que la sentència estigui dictada. D'entrada, sembla que el mercat discrimina entre emergents, de manera que, fins i tot quan la pressió financera sobre l'Argentina o sobre Turquia era màxima, el contagi era relativament contingut. Un segon element que cal retenir és que molts dels emergents fràgils esmentats, per la seva dimensió relativament reduïda o per la seva posició tangencial en els fluxos comercials i financers globals, tenen un paper que difícilment pot ser considerat sistèmic. En definitiva, com diem al títol del present Focus, l'Argentina i Turquia no haurien de ser representatius del destí de gaires emergents, tot i que, certament, tampoc són, al capdavall, casos atípics.

1. Un enduriment d'aquesta intensitat sembla raonable si analitzem l'evolució històrica de les condicions financeres en èpoques d'augment de tipus d'interès als EUA i l'escenari previst per als propers anys.

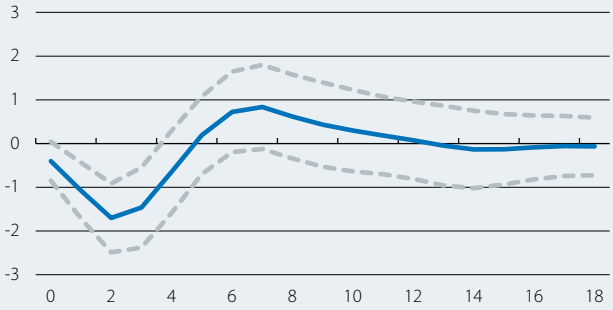
Economies emergents: vulnerabilitats i marge de maniobra

	Última dada	Canvi des de 1T 2007 (p. p.)	Cinc pitjors països
Desequilibris interns i externs			
Saldo compte corrent (% PIB)	–0,97	–3,42	Turquia, Argentina, Colòmbia, Sud-àfrica i Indonèsia
Deute extern (% PIB)	40,61	8,24	Hongria, Polònia, Xile, Malàisia i Turquia
Deute extern c/termini (% PIB)	29,04	4,69	Malàisia, Turquia, Hongria, Sud-àfrica i Polònia
Inflació (%)	4,61	–0,61	Argentina, Turquia, Mèxic, Índia i Colòmbia
Credit-to-GDP gap * (% en relació amb la tendència)	0,08	1,63	Xina, Indonèsia, Colòmbia, Xile i Mèxic
Factors mitigants d'un *shock* advers			
Ràtio divises entre deute extern a c/t	3,44	–0,38	Turquia, Argentina, Malàisia, Sud-àfrica i Hongria
Saldo públic (% PIB)	–2,62	–4,36	Brasil, Argentina, Malàisia, Sud-àfrica i Indonèsia
Deute públic (% PIB)	40,82	6,04	Brasil, Hongria, Argentina, Sud-àfrica i Colòmbia
Tipus d'interès de referència (%)	6,73	–0,91	Argentina, Turquia, Rússia, Mèxic i Brasil

Notes: *Els valors en vermell impliquen que empitjora la vulnerabilitat o el marge de maniobra; els valors en verd denoten que es redueix la vulnerabilitat o el marge de maniobra. Les dades es corresponen amb la mitjana simple de les variables calculada per a una mostra de països emergents composta per Turquia, Rússia, Sud-àfrica, Polònia, Hongria, Aràbia Saudita, Xina, Índia, Indonèsia, Malàisia, Brasil, Mèxic, Perú, Colòmbia, Argentina i Xile.*
** Diferència entre el quocient crèdit/PIB i la seva tendència a llarg termini.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Thomson Reuters Datastream.*

Resposta del creixement dels emergents més vulnerables a un shock *financer global*

(p. p.)



Nota: *S'estima un vector autoregressiu de quart ordre que inclou dades trimestrals de l'índex de condicions financeres globals, del creixement dels emergents més vulnerables i del creixement dels menys vulnerables. Les línies discontínues representen un interval de confiança del 95%.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

PRINCIPALS INDICADORS

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

ESTATS UNITS

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	04/18	05/18
Activitat								
PIB real	1,5	2,3	2,2	2,3	2,6	2,8	–	...
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	3,4	4,2	3,6	4,1	5,3	4,3	4,1	...
Confiança del consumidor *(valor)*	99,8	120,5	118,1	120,3	126,0	127,1	125,6	128,0
Producció industrial	–1,9	1,6	1,9	1,3	3,0	3,3	3,5	...
Índex activitat manufacturera (ISM) *(valor)*	51,4	57,4	55,8	58,7	58,7	59,7	57,3	...
Habitatges iniciats *(milers)*	1.177	1.208	1.171	1.172	1.259	1.320	1.287	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà *(valor)*	189	200	198	200	205	209	...	...
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	4,9	4,4	4,3	4,3	4,1	4,1	3,9	...
Taxa d'ocupació *(% pobl. > 16 anys)*	59,7	60,1	60,1	60,2	60,1	60,3	60,3	...
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–2,7	–2,9	–2,8	–2,9	–2,9	–3,0	...	...
Preus								
Preus de consum	1,3	2,1	1,9	2,0	2,1	2,2	2,5	...
Preus de consum subjacent	2,2	1,8	1,8	1,7	1,8	1,9	2,1	...

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

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	04/18
Activitat							
PIB real	1,0	1,7	1,6	1,9	1,8	1,0	–
Confiança del consumidor *(valor)*	41,7	43,8	43,4	43,8	44,5	44,4	43,6
Producció industrial	–0,2	4,5	5,6	4,4	4,1	2,5	...
Índex activitat empresarial (Tankan) *(valor)*	7,0	19,0	17,0	22,0	25,0	24,0	–
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	3,1	2,8	2,9	2,8	2,7	2,5	2,5
Balança comercial [1] *(% PIB)*	0,7	0,5	0,6	0,6	0,5	0,4	0,7
Preus							
Preus de consum	–0,1	0,5	0,4	0,6	0,6	1,3	0,6
Preus de consum subjacent	0,6	0,1	0,0	0,2	0,3	0,4	0,3

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

XINA

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	04/18
Activitat							
PIB real	6,7	6,9	6,9	6,8	6,8	6,8	–
Vendes al detall	10,4	10,2	10,8	10,3	9,9	9,9	9,4
Producció industrial	6,1	6,6	6,9	6,3	6,2	6,6	7,0
PMI manufactures (oficial) *(valor)*	50,3	51,6	51,4	51,8	51,7	51,0	51,4
Sector exterior							
Balança comercial [1] *(valor)*	512	435	458	435	435	420	411
Exportacions	–8,4	8,5	9,0	6,9	10,1	13,6	11,9
Importacions	–5,7	16,1	14,3	14,7	13,2	19,2	21,2
Preus							
Preus de consum	2,0	1,6	1,4	1,6	1,8	2,2	1,8
Tipus d'interès de referència [2] *(valor)*	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
Renminbi per dòlar *(valor)*	6,6	6,8	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.*

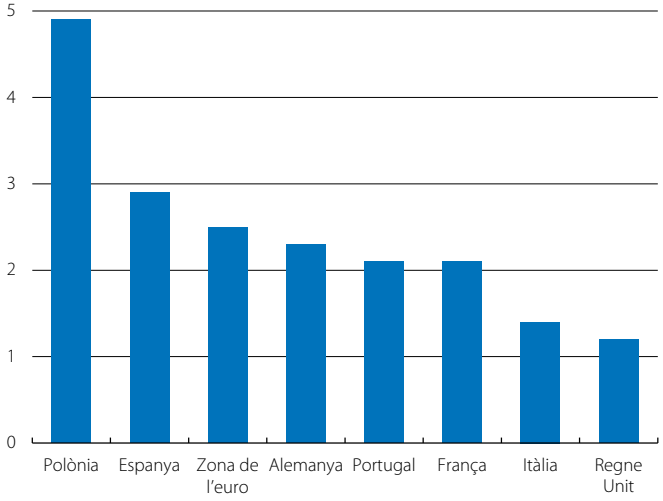
CONJUNTURA · Repunt dels riscos en un entorn de creixement favorable

El creixement a la zona de l'euro es modera en el 1T. Després de finalitzar l'any amb molt bon peu, les dades del PIB que hem conegut aquest mes mostren que el creixement de la zona de l'euro s'ha moderat en el 1T 2018, tal com ja apuntaven els indicadors d'activitat. Així, en el 1T 2018, l'àrea va créixer el 0,4% intertrimestral (el 2,5% interanual), 3 dècimes per sota del registre del trimestre anterior. Entrant en el detall per països, destaca l'alentiment a Alemanya i a França, on les taxes de creixement intertrimestral es van situar entre 3 i 4 dècimes per sota de les del 4T 2017. Aquests baixos registres es poden atribuir, si més no en part, a una sèrie de factors temporals que han pesat sobre l'evolució de l'activitat. Destaquem, en particular, les condicions meteorològiques especialment adverses al nord d'Europa i les vagues a Alemanya. En el cas d'Alemanya, a més a més, és molt probable que l'*impasse* polític que va travessar el país durant el 1T també pesés sobre el creixement. Així, el detall per components del creixement del PIB del 1T d'Alemanya mostra que, mentre que el consum privat i la inversió van mantenir una dinàmica molt favorable, fet que confirma el bon clima de confiança, el registre decebedor s'explica, en part, per una caiguda brusca del consum públic, fet que preveiem que es redreçarà en els propers trimestres, ja que el país disposa d'un nou Govern. D'aquesta manera, a mesura que aquests factors temporals es vagin esvaint, des de CaixaBank Research esperem que el ritme de creixement torni a agafar un cert impuls en els propers trimestres. Això és degut al fet que l'economia es continua beneficiant del suport ofert per una política monetària molt acomodatícia, per una política fiscal neutra o que, fins i tot, es pot tornar expansiva en alguns casos i per un context favorable de creixement global.

Itàlia i el preu del petroli, els dos principals focus de risc. Malgrat que les perspectives de la zona de l'euro es mantenen favorables, hi ha certs factors de risc que han pres el relleu durant l'últim mes i que podrien entorpir l'evolució de l'economia. A Itàlia, la decisió del president de la República de bloquejar la formació del Govern va generar un repunt de la incertesa als mercats pel temor que, si calia repetir les eleccions, se centressin en la relació d'Itàlia amb la UE. No obstant això, les últimes notícies suggereixen que M5S i LN podran, finalment, formar govern. L'acord de govern entre els dos partits contempla, entre altres mesures, un fort impuls fiscal i la intenció de mantenir un pols amb Brussel·les sobre les regles fiscals i sobre la contribució d'Itàlia al pressupost europeu. Tot plegat ha generat dubtes sobre la sostenibilitat del deute públic italià, la prima de risc del qual ha repuntat, s'ha arribat a situar per damunt dels 270 p. b. i ha afectat les primes de risc d'altres països de la perifèria (per exemple, la prima de risc de Portugal s'ha situat per damunt dels 170 p. b.). Per la seva banda, la retirada dels EUA de l'acord nuclear amb l'Iran ha generat un notable repunt del preu del petroli. Tot i que preveiem que aquest repunt serà

Unió Europea: PIB del 1T 2018

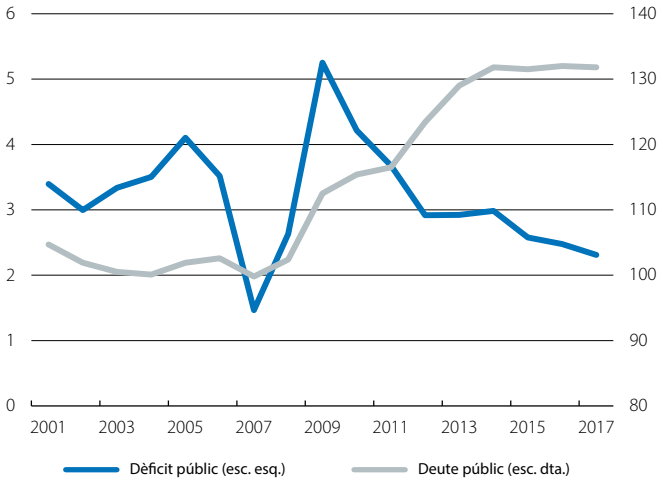
Variació interanual (%)



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

Itàlia: dèficit i deute públic

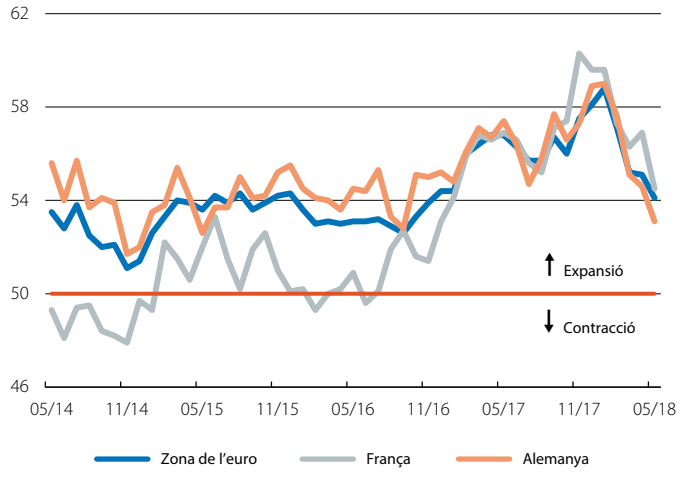
(% del PIB) *(% del PIB)*



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

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

Nivell



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

temporal (l'Aràbia Saudita i Rússia poden compensar una possible retallada de la producció de l'Iran), si s'allarga, podria erosionar lleugerament el creixement en els propers trimestres.

Els indicadors d'activitat es mantenen en cotes moderades. Així, el quadre d'indicadors fa pensar que el creixement tornarà a agafar impuls en els propers trimestres, tot i que es mantindrà en cotes més moderades que les observades al final del 2017. En concret, l'índex de sentiment empresarial per al conjunt de la zona de l'euro es va moderar al maig i es va situar en els 54,1 punts, 1 punt per sota del registre del mes anterior. Malgrat situar-se per sota de les cotes registrades al final del 2017, l'indicador es manté còmodament en zona expansiva (per damunt dels 50 punts). Per la seva banda, l'índex de producció industrial va repuntar al març després d'haver caigut en els tres mesos anteriors i va marcar un creixement interanual del 3,0%, un registre molt similar al de la mitjana del 2017 (el 2,9%).

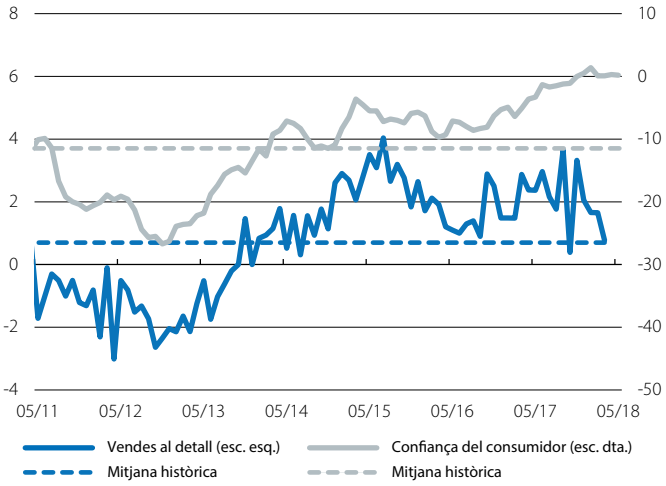
Atents als indicadors de la demanda. Més concretament, els últims registres mostren una lleugera desconnexió entre els indicadors de sentiment i els de vendes al detall. Així, mentre que l'índex de confiança del consumidor es va mantenir al maig en cotes molt elevades (registre de 0,2 punts, enfront d'una mitjana per al 2017 de –2,5 punts), el creixement de les vendes al detall va caure al març fins al 0,8% interanual, un registre molt inferior a la mitjana del 2017 (el 2,2%). La bretxa entre els dos indicadors és coherent amb el fet que els factors de caràcter temporal, com el mal temps, puguin haver pesat sobre les decisions de consum de les llars durant el 1T de l'any. Així i tot, i tal com apunten els indicadors de confiança, ateses la bona evolució del mercat laboral a la zona de l'euro i les condicions favorables d'accés al crèdit, des de CaixaBank Research preveiem que el consum privat repuntarà en els propers mesos i es mantindrà com el principal motor de creixement.

La inflació recula de manera temporal a l'abril i se situa en l'1,2% interanual, 1 dècima per sota del registre del mes anterior. Per la seva banda, la inflació subjacent es va moderar en 2 dècimes, fins a l'1,1%. Aquest alentiment es pot atribuir a l'efecte de calendari, ja que enguany la Setmana Santa ha caigut al març en lloc de l'abril, de manera que esperem que els preus repuntin en els propers mesos. De fet, hem revisat a l'alça la previsió d'inflació per a enguany en 1 dècima, fins a l'1,5%, atesa la pujada del preu del petroli. A mesura que la zona de l'euro entri en una fase més madura del cicle i que el mercat laboral continuï absorbint l'actual marge de folgança, preveiem que els salaris repuntaran de forma gradual i que la inflació s'acostarà, al final del 2019, a l'objectiu del BCE d'una inflació propera però per sota del 2%.

El mercat laboral es manté com una peça clau per al creixement. L'elevat clima de confiança que ha alimentat la recuperació econòmica de la zona és degut, en gran part, a la forta recuperació del mercat laboral. En aquest sentit, la bona trajectòria mostrada per les últimes dades és positiva. Així, la taxa d'atur de la zona de l'euro es va situar en el 8,5% al març, 0,9 p. p. per sota del registre del mateix mes de l'any anterior. Per països, desta-

Zona de l'euro: indicadors de consum

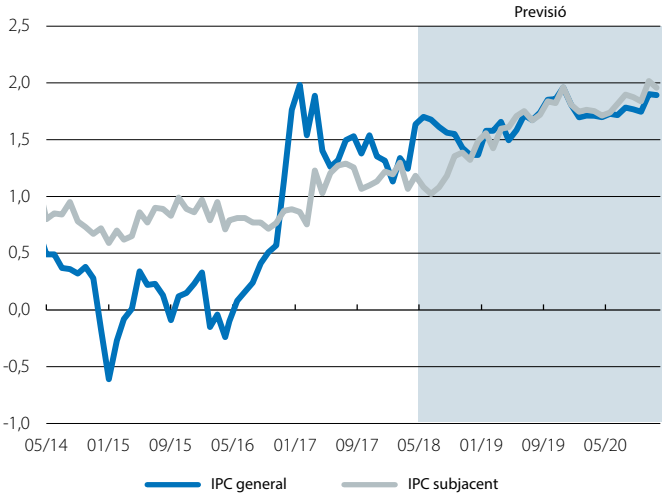
Variació interanual (%) *Nivell*



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

Zona de l'euro: IPC harmonitzat

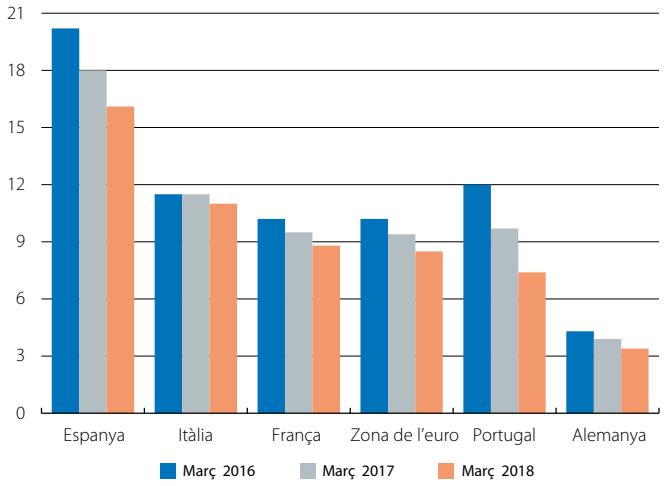
Variació interanual (%)



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

Zona de l'euro: taxa d'atur

(%)



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

quen Portugal, on la taxa d'atur va caure 2,3 p. p. en el mateix període, fins al 7,4%; Espanya, on la taxa va caure 1,9 p. p., fins al 16,1%, i França, on va caure 0,7 p. p., fins al 8,8%. Així i tot, persisteixen grans diferències en la taxa d'atur entre els països membres de la zona de l'euro, amb països com Espanya, amb una taxa d'atur del 16,1%, o Alemanya, amb una taxa del 3,4%.

PORTUGAL

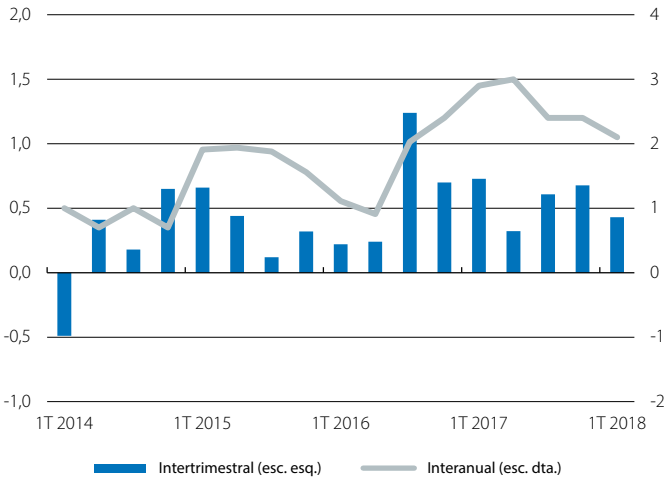
Lleugera desacceleració temporal de l'activitat en el 1T 2018. L'economia portuguesa va moderar el ritme de creixement en el 1T 2018, després de créixer el 0,4% intertrimestral (el 2,1% interanual), 3 dècimes per sota del registre del trimestre anterior. Encara sense els detalls per components, l'Institut Nacional d'Estadística de Portugal palesa que la demanda interna es va mantenir en cotes elevades i que, per tant, va ser la demanda externa neta la causant de la desacceleració de l'activitat. Des de CaixaBank Research creiem que aquesta desacceleració és una ensopegada temporal que reflecteix la volatilitat inherent a la sèrie temporal i que el creixement se situarà, en els propers trimestres, en cotes més elevades, tot i que per sota de les assolides al final del 2017. Aquest escenari es basa en un context internacional que preveiem que es mantindrà favorable i que donarà suport al creixement de les exportacions. Per la seva banda, a nivell domèstic, preveiem que el creixement del consum privat es continuarà beneficiant de l'elevat ritme de creació d'ocupació (creixement interanual del 3,2% en el 1T). Una mostra d'aquest últim punt és l'indicador de vendes al detall, que, al març, va registrar un creixement interanual del 7,6%, un registre molt superior al de la mitjana del 2017 (el 4,1%). Així mateix, l'economia es continuarà beneficiant d'unes condicions monetàries acomodatícies. Així i tot, arran de la dada de creixement del 1T, hem revisat lleugerament a la baixa les previsions de creixement per al 2018 en 1 dècima, fins al 2,3%.

La inflació cau a l'abril. Més concretament, la inflació general es va situar en el 0,3%, 5 dècimes per sota del registre del mes anterior. Per la seva banda, la inflació subjacent també es va moderar en 8 dècimes, fins al 0,1%. Aquest alentiment en el ritme de creixement dels preus és degut, en gran part, a l'efecte calendari, associat al fet que enguany la Setmana Santa ha caigut al març en lloc de l'abril. Quan aquest efecte de base s'esvaeixi, preveiem que la inflació repuntarà i continuarà creixent de forma gradual gràcies al creixement de l'activitat. Així mateix, a causa de l'augment del preu del petroli, hem revisat les previsions de la inflació general a l'alça per al 2018 en 2 dècimes, fins a l'1,2%.

El sector turístic continua donant suport al sector exterior portuguès. Les últimes dades confirmen l'atractiu del país com a destinació turística. Així, en l'acumulat de 12 mesos fins al març del 2018, els turistes estrangers van fer més de 42 milions de pernoctacions hoteleres, un augment del 8,3% en relació amb el mateix registre de l'any anterior. Desgranant per origen, la majoria dels visitants procedeixen d'Espanya (el 15,5%), del Regne Unit (el 12,5%), d'Alemanya (el 10,8%), de França (el 9,6%) i del Brasil (el 9,1%). Es consolida, així, el sector turístic com un dels principals pilars de la recuperació econòmica de Portugal.

Portugal: PIB

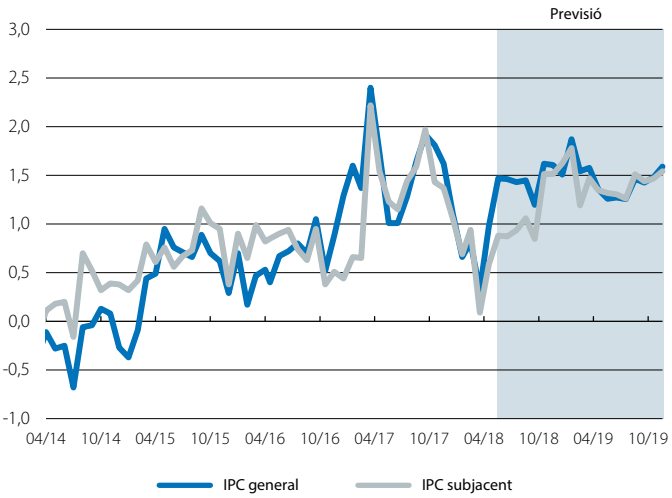
Variació (%) *Variació (%)*



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

Portugal: IPC harmonitzat

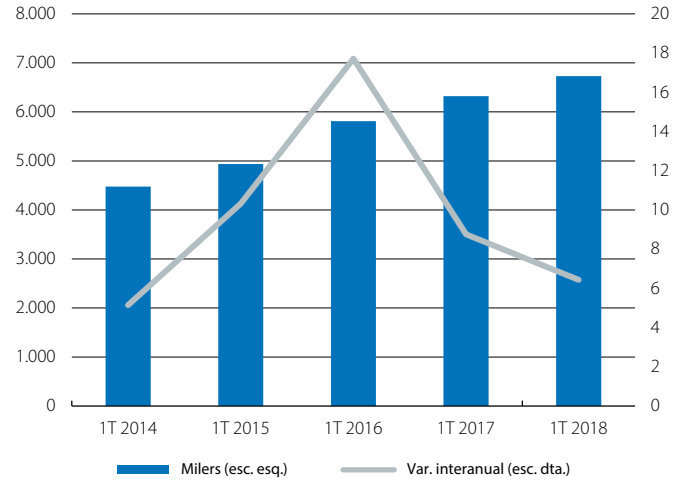
Variació interanual (%)



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

Portugal: pernoctacions de turistes estrangers

(Milers) *Variació interanual (%)*



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

FOCUS · La formació professional dual, una fórmula que cal potenciar

En països com Alemanya i Àustria, la taxa d'atur es manté en nivells relativament baixos de forma sostinguda al llarg del temps. Així mateix, aquests països destaquen per tenir una taxa d'atur juvenil relativament baixa en relació amb la de la majoria de països desenvolupats. Una de les claus d'aquest èxit és la formació professional (FP) dual, que combina l'educació dels joves en centres educatius amb el treball en empreses com a aprenents. Fins a quin punt es pot traslladar aquesta fórmula a altres països europeus?

L'FP dual es diferencia de l'FP «tradicional» pel fet que l'educació als centres educatius s'alterna amb el treball en empreses durant el període de formació, de manera que l'experiència laboral esdevé una part fonamental de la formació. Aquesta alternança afavoreix l'aprenentatge d'habilitats específiques, ja que es posen en pràctica de manera immediata a la feina. Això, a més a més, també ajuda a reduir l'abandonament escolar i facilita la transició de l'escola a l'ocupació. Així, a Alemanya, la proporció de joves que no finalitzen els estudis se situa en el 10,1%, un nivell clarament inferior al d'Espanya (el 20,0%) i, en menor mesura, al de Portugal (el 13,7%). A més a més, en països com Alemanya o Àustria, la majoria dels joves entren al mercat laboral directament sense passar per l'atur (Quintini *et al.*, 2007).[1]

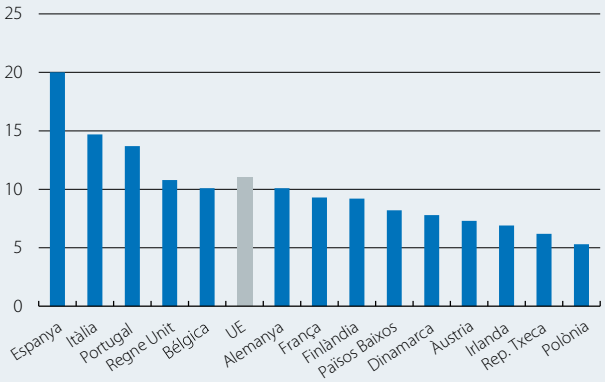
Malgrat aquests avantatges, implementar una FP dual no és senzill. En ser una formació molt específica, els centres educatius han d'oferir formació en moltes especialitats diferents. Així mateix, s'ha de dur a terme un complex exercici de coordinació entre els centres educatius i les empreses, per compaginar les seves agendes i per mantenir actualitzat el contingut de la formació a les aules en funció de les necessitats canviants de les empreses.

Així, per poder implementar aquest sistema, és necessari passar per una etapa d'aprenentatge per poder coordinar totes les peces. A més a més, és imprescindible que el país disposi d'un teixit empresarial robust que garanteixi que la inversió inicial, que han de dur a terme tant els centres educatius com les empreses, tindrà recorregut en el temps. Aquest segon ingredient és, segurament, un dels principals factors que dificulta la implementació d'aquest tipus d'educació en molts països. A Alemanya, país que compta amb un ampli teixit industrial, l'FP dual és una titulació nacional amb prestigi i que comporta una carrera laboral estable. Per exemple, la taxa d'ocupació dels graduats del segon cicle d'educació secundària era del 87,8% el 2016, molt superior a la de la UE (el 72,6%), a la de Portugal (el 69,4%), a la de França[2] (el 62,8%) o a la d'Espanya (el 56,8%).[3]

1. Quintini, G., Martin, J. P. i Martin, S. (2007), «The Changing Nature of the School-to-Work Transition Process in OECD Countries», IZA DP, núm. 2.582.
2. A França, Macron s'ha proposat potenciar el contracte d'aprenentatge, i per aquest motiu es busquen fórmules per fer-lo més atractiu i flexible.
3. Comissió Europea (2017), «Education and Training Monitor 2017», ISCED 3 i 4.

Taxa d'abandonament escolar (2015)

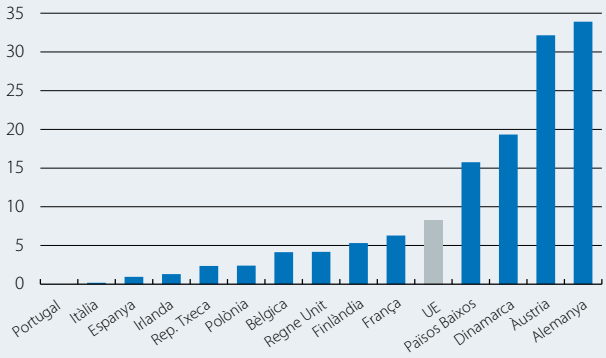
(%)



Nota: *Percentatge de població entre 18 i 24 anys que ha assolit, com a màxim, el primer cicle de l'educació secundària i que no estudia.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE (2016).*

Estudiants matriculats a l'FP dual

(%)



Nota: *Percentatge d'estudiants matriculats a l'FP dual sobre el total d'estudiants en el segon cicle d'educació secundària i en postsecundària no terciària (ISCED 3 i ISCED 4C).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE (2016), «Survey of Adult Skills (PIAAC)», Database 2012.*

A Espanya, el sistema d'FP dual vigent va ser implementat el 2012, i cada vegada són més les empreses implicades i els alumnes matriculats: uns 24.000 alumnes van participar en el curs 2016-2017 i van fer pràctiques en alguna de les 10.000 empreses col·laboradores. No obstant això, encara queda lluny de ser un sistema estès, ja que només va comptar amb menys del 2% dels alumnes del segon cicle d'educació secundària.

A Portugal, per la seva banda, el sistema d'FP s'ha expandit en els últims anys, i una part d'aquest esforç ha inclòs l'FP dual *(cursos de aprendizagem)*. No obstant això, els alumnes inscrits en l'FP dual (26.000) corresponen, només, al 7,9% dels alumnes de segon cicle d'educació secundària el 2015-2016.

FOCUS · Grècia: la història interminable

El proper 20 d'agost, Grècia finalitzarà el tercer programa d'assistència financera des del 2010. Finalment, sembla que l'economia hel·lena es troba en una posició molt més sòlida. En particular, Grècia va anotar de nou taxes de creixement positives el 2017, i s'espera que mantingui un ritme d'avanç al voltant del 2% en els dos propers anys. També cal destacar que el saldo fiscal primari es manté a la vora del 4,0% del PIB des del 2016, un dels nivells més alts de la UE.

Malgrat això, es qüestiona la sostenibilitat financera del sector públic grec. En particular, el deute públic grec se situa en nivells molt elevats, propers al 180% del PIB. I, tot i que l'FMI i la Comissió Europea preveuen que el deute pot mantenir una trajectòria gradual a la baixa fins a situar-se per sota del 150% del PIB el 2030, aquesta previsió es basa en uns supòsits difícilment realitzables.[1] Com ho mostra el primer gràfic, davant escenaris econòmics menys positius, el deute no baixa i, fins i tot, augmenta.

Aquesta situació segurament seria insostenible si no fos perquè la major part del deute és a llarg termini, i això permet que les necessitats de finançament[2] siguin contingudes en els propers anys. En concret, gairebé el 70% del deute grec –l'equivalent al 128% del PIB hel·lè– està constituït per préstecs a molt llarg termini concedits per creditors «oficials» a uns tipus d'interès molt inferiors als del mercat.[3] Així mateix, el deute en mans dels inversors privats, que representa al voltant del 15% del total (i el 28,7% del PIB), té un venciment mitjà relativament ampli, de 12 anys.[4]

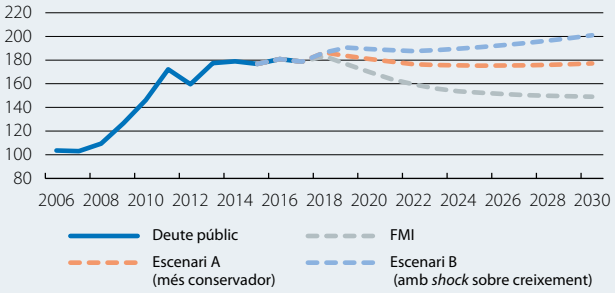
No obstant això, d'aquí a 10 anys, fins i tot en un escenari en què Grècia mantingui un creixement econòmic sòlid i una política fiscal prudent, les necessitats de finançament augmentaran ràpidament i se situaran per damunt del 20% del PIB, llindar a partir del qual l'FMI considera que s'entra en zona de risc elevat. A més a més, el cost de refinançar el deute augmentarà de forma notable, ja que és probable que els tipus d'interès de mercat siguin molt superiors als dels préstecs «oficials».

Conscients d'això, els països de la zona de l'euro s'han compromès a implementar mesures d'alleujament del deute, com una nova extensió del venciment mitjà dels préstecs i un ajornament dels períodes d'amortització. Segons l'FMI, però, el reajustament ha de ser molt rellevant per assegurar que les necessitats de finançament es mantinguin per sota del llindar de sostenibilitat (vegeu el segon gràfic). En aquesta conjuntura, l'Eurogrup estudia el disseny d'un mecanisme que, de manera automàtica, vinculi els reemborsaments del deute al bon funcionament de l'economia grega. És a dir, si Grècia creix menys del que s'espera, es podria allargar el venciment mitjà o ajornar els pagaments del principal i dels interessos.

Certament, aquest mecanisme, en reduir la quantitat de deute que cal renovar en anys amb perspectives menys favorables, contribuiria a reduir el risc de refinançament. No obstant això, també podria relaxar els incentius per continuar implementant reformes i per mantenir els comptes públics sanejats. Com ja s'està apuntant, és imprescindible que aquest procediment vagi acompanyat d'instruments que permetin continuar monitoritzant la política econòmica i fiscal que s'implementa al país hel·lè. Això assegura que Grècia continuarà sent una font de debat en els propers anys, malgrat que ja no estigui sota un programa d'ajuda financera.

Grècia: deute públic en diferents escenaris

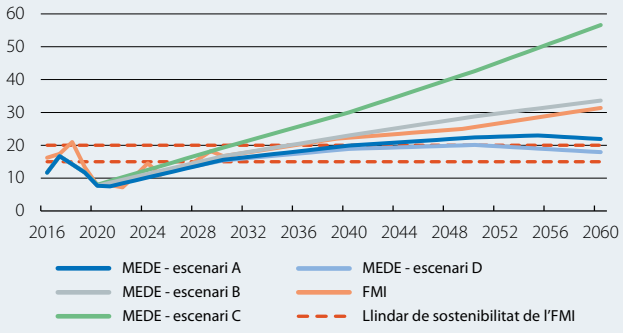
(% del PIB)



Nota: *L'escenari de l'FMI assumeix un creixement nominal del 3,1% anual de mitjana fins al 2030 i un superàvit primari del 3,5% del PIB fins al 2022 i de l'1,5% entre el 2023 i el 2030. L'escenari A assumeix un creixement nominal del 2,0% anual i un superàvit primari de l'1,0% del PIB fins al 2030. Per al 2019, l'escenari B assumeix un creixement negatiu de l'1,0% i un dèficit primari del 0,5% del PIB i, per als anys posteriors, un creixement nominal de l'1,5% anual i un superàvit primari del 0,5% del PIB.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI i del MEDE.*

Grècia: necessitats brutes de finançament en diferents escenaris

(% PIB)



Nota: *L'escenari de l'FMI inclou les mesures acordades per l'Eurogrup al maig del 2016 i al juny del 2017. Escenaris MEDE: (A) base, amb creixement nominal del 3,25% anual de mitjana i superàvit fiscal del 3,5% fins al 2022 i del 2,2% a llarg termini; (B) i (C) més conservadors, amb menys creixement econòmic i superàvit primari, i (D) més creixement econòmic (el 3,5% anual de mitjana) i millor funcionament fiscal (superàvit primari del 2,3% del PIB entre el 2023 i el 2060).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI i del MEDE.*

1. Com el de mantenir un superàvit primari del 3,5% del PIB fins al 2022 i de l'1,5% entre el 2023 i el 2030 i que el creixement nominal arribi al 3,1% anual de mitjana fins al 2030.
2. Per a cada any, suma de les noves necessitats d'endeutament del Govern (dèficit primari i pagament d'interessos) i de la part del deute que ven cada any.
3. L'FMI, el MEDE, el FEEF i el *greek loan facility*. El venciment mitjà d'aquests préstecs és de 23 anys.
4. La resta del deute està en mans del BCE (el 4,6%) o són operacions a curt termini, com lletres del Tresor (el 4,2%) i *repos* (el 6,6%).

PRINCIPALS INDICADORS

Indicadors d'activitat i ocupació

Valors, llevat que s'indiqui el contrari

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	02/18	03/18	04/18	05/18
Vendes al detall *(variació interanual)*	1,6	2,3	2,6	2,5	2,0	1,8	0,8	...	...
Producció industrial *(variació interanual)*	1,7	3,0	2,5	4,0	4,2	2,6	3,0	...	...
Confiança del consumidor	–7,8	–2,5	–2,7	–1,5	–0,2	0,1	0,1	0,3	0,2
Sentiment econòmic	104,1	110,7	109,5	111,8	114,4	114,3	112,8	112,7	112,5
PMI manufactures	52,5	57,4	57,0	57,4	59,7	58,6	56,6	56,0	55,5
PMI serveis	53,1	55,6	56,0	55,3	55,9	56,2	54,9	55,0	53,9
Mercat de treball									
Ocupació (persones) *(variació interanual)*	1,3	1,6	1,6	1,7	1,6	...	–	–	
Taxa d'atur: zona de l'euro *(% pobl. activa)*	10,0	9,1	9,1	9,0	8,7	8,6	8,6	8,5	
Alemanya *(% pobl. activa)*	4,2	3,8	3,8	3,7	3,6	3,5	3,5	3,4	
França *(% pobl. activa)*	10,1	9,4	9,5	9,5	9,1	9,2	9,2	9,2	
Itàlia *(% pobl. activa)*	11,7	11,3	11,2	11,2	11,0	11,1	11,1	11,2	
Espanya *(% pobl. activa)*	19,6	17,2	17,3	16,8	16,6	16,2	16,1	15,9	

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	2T 2017	3T 2017	4T 2017	02/18	03/18	04/18
Saldo corrent: zona de l'euro	3,8	3,7	3,4	3,7	3,7	3,9	3,9	...
Alemanya	8,6	8,0	8,0	8,0	8,0	8,2	8,0	...
França	–0,9	–0,8	–1,2	–0,7	–0,8	–0,5	–0,4	...
Itàlia	2,6	2,8	2,6	2,7	2,8	2,7	...	...
Espanya	1,9	1,9	1,9	1,8	1,9	1,9	1,9	...
Tipus de canvi efectiu nominal[1] *(valor)*	94,3	96,5	95,2	98,5	98,6	99,6	99,7	99,4

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

Finançament i dipòsits dels sectors no financers

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

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	02/18	03/18	04/18
Finançament del sector privat								
Crèdit a les societats no financeres[1]	1,8	2,5	2,3	2,4	3,0	3,2	3,3	3,3
Crèdit a les llars[1, 2]	1,7	2,6	2,6	2,7	2,8	2,9	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	1,2	1,3	...
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge[4] *(%)*	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6	...
Dipòsits								
Dipòsits a la vista	10,0	10,1	10,3	10,6	10,1	9,4	8,4	7,8
Altres dipòsits a curt termini	–1,9	–2,7	–2,9	–3,0	–2,4	–2,3	–2,1	–1,9
Instruments negociables	2,7	0,9	0,6	–0,6	–2,2	–5,3	–7,0	–0,6
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars *(%)*	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4	...

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

CONJUNTURA · Resiliència en un entorn menys favorable

El funcionament de l'economia espanyola es manté molt robust malgrat la moderació del creixement a la zona de l'euro i les turbulències financeres. En concret, el ritme de creixement del PIB es va mantenir en un elevat 0,7% intertrimestral en el 1T, un avanç similar al registrat en el segon semestre del 2017, de manera que la desacceleració puntual observada a la majoria d'economies europees no es va donar en el cas espanyol. De cara als propers trimestres, preveiem que el ritme de creixement romandrà en nivells sòlids, tot i que es moderarà suaument, tal com ja ho comencen a evidenciar els indicadors avançats d'activitat. En efecte, l'índex de sentiment empresarial PMI compost es va situar a l'abril en els 55,4 punts, un nivell lleugerament inferior a la mitjana del 1T (56,5), però clarament per damunt del nivell 50, a partir del qual se solen observar taxes de creixement positives. En part, la desacceleració del creixement és resultat de l'augment del preu del petroli, que perjudica les economies que, com l'espanyola, depenen de les importacions de cru. Tot i que esperem que el preu del petroli es moderi en els propers mesos, ja que una part dels factors que el van impulsar a l'alça eren temporals, no es pot descartar que es mantingui en cotes més elevades de les previstes, la qual cosa erosionaria el creixement del PIB. Així mateix, la major volatilitat als mercats financers i el repunt de la prima de risc espanyola també podrien afectar de forma negativa el creixement de l'economia espanyola si perduren en el temps. No obstant això, com el més probable és que aquests fenòmens tinguin un caràcter transitori, mantenim sense canvis la nostra previsió de creixement del PIB per al 2018 en el 2,8%.

El consum privat i la inversió residencial avancen amb vigor. El desglossament del PIB del 1T mostra que el creixement del consum de les llars es va accelerar, la qual cosa confirma que l'alentiment del tram final del 2017 va ser puntual. En els propers trimestres, preveiem que la dinàmica positiva del consum privat es mantindrà, gràcies a les favorables condicions financeres i a la creació d'ocupació. La inversió, per la seva banda, va evolucionar de forma favorable en el 1T, tot i que amb diferències molt notables per components. D'una banda, la inversió en béns d'equipament va baixar (el –1,6% intertrimestral), una reculada que contrasta amb les dades positives de sentiment econòmic registrades al llarg del mes. No obstant això, aquest component del PIB és molt volàtil i no fa variar la nostra visió que la inversió empresarial continua tenint un ampli recorregut a l'alça, en part perquè les perspectives de demanda a les quals s'enfronten les empreses continuen sent positives i, sobretot, perquè, atès que la utilització de la capacitat produïda és ja elevada, per poder augmentar la producció, serà necessari que la inversió mantingui un bon ritme de creixement. Per la seva banda, la inversió en construcció va avançar de forma notable (el 2,4% intertrimestral), gràcies al repunt de la construcció d'habitatge residencial (el 3,5% intertrimestral). Una dada que corrobora que el nou cicle alcista del sector immobiliari es va consolidant. Així, el preu de l'habitatge que publica el Ministeri de Foment (basat en els preus de taxació) va avançar el 2,7% interanual en el 1T i les compravendes d'habitatges van créixer un robust 14,5% interanual en els tres primers mesos de l'any.

El mercat de treball evoluciona de manera positiva, però perd una mica d'impuls. El nombre d'afiliats a la Seguretat

Espanya: PIB

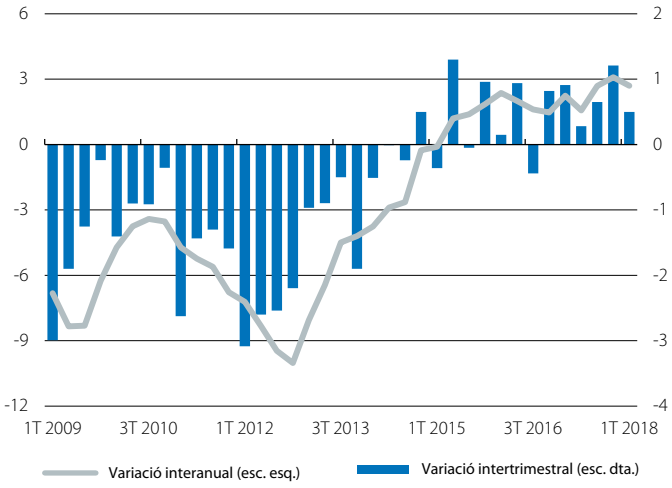
Variació intertrimestral (%)

	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018
PIB	0,9	0,7	0,7	0,7
Consum privat	0,8	0,7	0,6	0,7
Consum públic	0,5	0,4	0,4	0,5
Inversió	0,6	1,4	0,7	0,8
Inversió en equipament	0,1	2,8	0,9	–1,6
Inversió en construcció	1,0	0,2	1,0	2,4
Exportacions	1,0	0,6	0,3	1,3
Importacions	0,5	1,0	0,0	1,3

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

Espanya: preu de l'habitatge

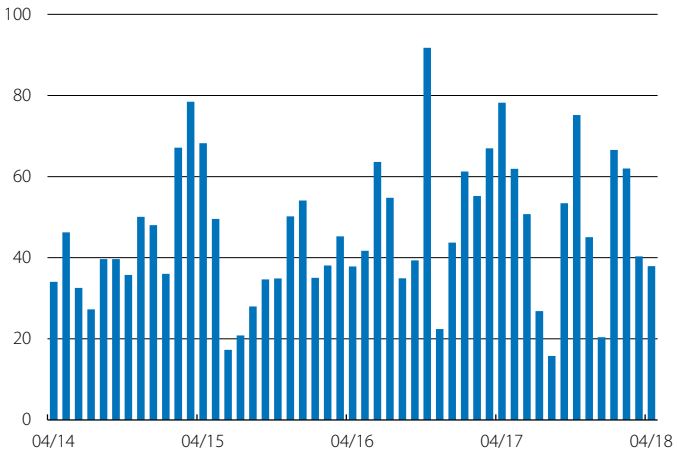
Variació (%) *Variació (%)*



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

Espanya: 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.*

Social va pujar de forma considerable en el mes d'abril (+176.373 persones), però el ritme de creixement es va desaccelerar en 2 dècimes, fins al 3,1% interanual. Les dades d'ocupació de la Comptabilitat Nacional del 1T també mostren un lleuger alentiment en el ritme de creació d'ocupació. En particular, en termes de llocs de treball equivalents a temps complet (ETC), l'ocupació va augmentar el 2,6% interanual (el 2,9% en el 4T). Així i tot, cal destacar que, en els 12 últims mesos, s'ha creat la significativa xifra de 466.000 llocs de treball (ETC) i que el mercat laboral exhibeix una dinàmica de fons molt positiva.

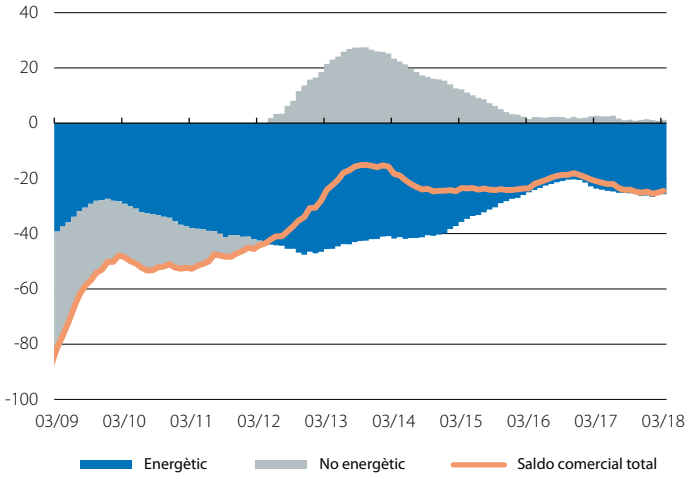
El sector exterior evoluciona de forma favorable gràcies al dinamisme exportador i malgrat l'encariment del petroli. Segons les dades de la Comptabilitat Nacional, les exportacions en termes reals van avançar un robust 3,2% interanual en el 1T, gràcies al bon funcionament de les exportacions de serveis, tant turístics (el 5,2%) com, sobretot, no turístics (el 6,9%). Les exportacions de béns, en canvi, van créixer de forma més moderada (l'1,9%). Per la seva banda, les importacions en termes reals també es van incrementar, però de manera més contingudа, amb un avanç del 2,8% interanual. Les dades en termes nominals de la balança de pagaments mostren que el saldo per compte corrent es va situar en l'1,9% del PIB al març, el mateix registre d'un any abans, malgrat que el preu del petroli (en euros) s'ha encarit el 8% interanual en el 1T.

Els comptes públics s'ajusten lentament. El dèficit del conjunt de les Administracions públiques (AP) en el 1T es va situar en el 0,4% del PIB i es va ajustar només 1 dècima en relació amb el registre del 1T 2017, resultat que s'ha de comparar amb l'ajust total de 9 dècimes que cal realitzar enguany per assolir l'objectiu de dèficit del 2,2%. Mentre que els ingressos van mantenir el bon ritme d'avanç, gràcies al dinamisme de l'activitat econòmica, el menor ritme d'ajust del dèficit públic és degut, principalment, a una acceleració en la despesa de les AP, que va augmentar el 4,1% en relació amb el 1T 2017. L'evolució de la despesa pública fins al final de l'any serà impulsada per les noves mesures incloses en els PGE, entre les quals destaquen una pujada de les pensions de l'1,6%, coherent amb la inflació; l'augment del 3% de les pensions mínimes i no contributives, i la rebaixa de l'IRPF per a les famílies amb ingressos baixos. En aquest context, la Comissió Europea va emetre un informe valorant el Pla d'Estabilitat 2018-2021 en què alerta que el canvi de to en la política fiscal, amb un biaix més expansiu, impedirà complir l'objectiu de dèficit per al 2018. En concret, la Comissió estima que, sense ajustos addicionals, el dèficit se situarà en el 2,6% del PIB, una previsió en línia amb la de CaixaBank Research.

Fort descens de la morositat i bona evolució del crèdit bancari. Al març, la taxa de morositat es va reduir en 1 p. p. i es va situar en el 6,8%, just la meitat del màxim del 13,6% registrat al final del 2013. L'acceleració en el ritme d'ajust de la taxa de morositat és deguda, sobretot, a la venda de carteres d'actius dubtosos i mostra l'important esforç de sanejament dels balanços que duen a terme les entitats bancàries. Al mateix temps, la recuperació del crèdit es va consolidant. En concret, les noves operacions per al consum i per a la compra d'habitatge van avançar amb força al març: el 19,0% i l'11,0% interanual (acumulat de l'any), respectivament. Pel que fa a les empreses, les últimes dades de nova producció mostren un lleuger alentiment del dinamisme, tant dels crèdits a les pimes (el 9,3%) com a les grans empreses (el 8,2%).

Espanya: saldo comercial

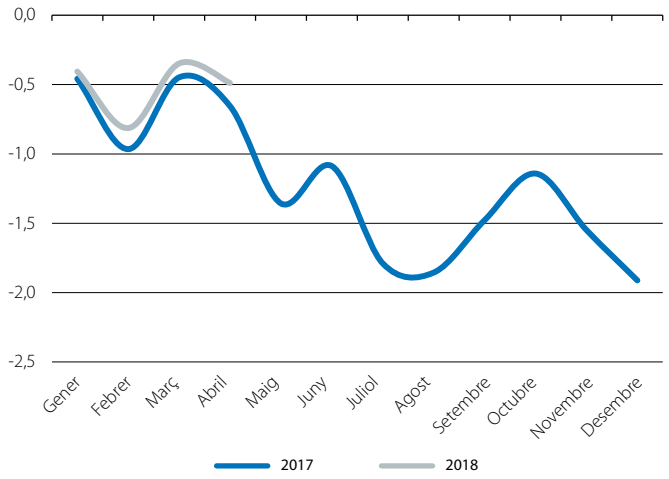
Acumulat de 12 mesos (milers de milions d'euros)



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

Espanya: saldo de l'Estat

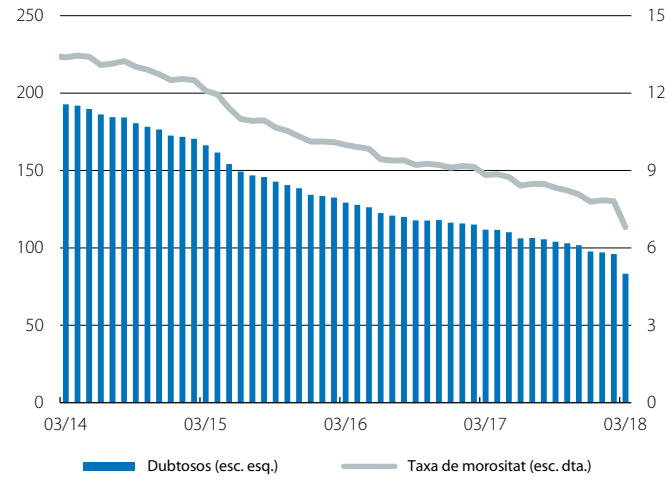
(% del PIB)



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

Espanya: taxa de morositat i crèdits dubtosos

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



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

FOCUS · Sincronització mundial dels preus de l'habitatge: causes i conseqüències

Després d'assolir el nivell més baix el 2014, el preu de l'habitatge acumula a Espanya diversos anys d'augments. Aquest creixement és especialment intens a les principals ciutats espanyoles. En particular, en el 1T, els preus de l'habitatge a Barcelona i a Madrid van créixer el 8,2% i el 10,3% interanual, respectivament, molt per damunt de la mitjana d'Espanya, del 2,7%.

El notable augment dels preus a les principals ciutats, en especial si es compara amb l'evolució del preu a la resta de zones, és un fenomen comú a molts països. De fet, un informe recent de l'FMI corrobora que la sincronització en el preu de l'habitatge entre les principals ciutats de les economies avançades ha augmentat en els últims anys. En concret, en l'actualitat, els factors globals expliquen el 30% del creixement del preu de l'habitatge, molt per damunt del 10% del 1971.[1]

Què explica la sincronització en el preu de l'habitatge a nivell mundial?

Amb la finalitat d'entendre què explica la sincronització global, és útil recordar que l'habitatge pot ser utilitzat amb dues finalitats ben diferents (i no necessàriament excloents). Una de les funcions és, naturalment, la seva utilització com a residència, sobretot per a la població local. No obstant això, també pot ser utilitzat com un actiu en què invertir els estalvis.

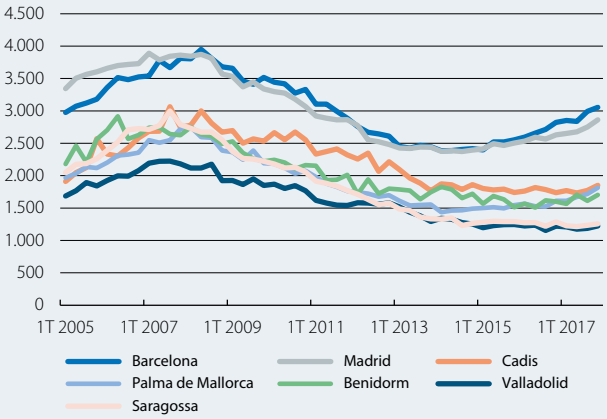
Si ens centrem en l'habitatge com a bé residencial, la sincronització en el preu a nivell mundial es podria explicar per la convergència entre països en els fonaments econòmics que sustenten l'oferta i la demanda residencial a nivell local, com la demografia, el cicle econòmic o els costos de construcció. D'altra banda, en el cas de la demanda d'habitatge com un bé d'inversió, la sincronització de preus pot emanar de les condicions financeres globals, ja que, en un entorn de tipus d'interès baixos com l'actual, el pes de la inversió en béns immobiliaris en les carteres dels inversors internacionals podria augmentar.

Tot i que els dos factors influeixen en la sincronització dels preus, diferents anàlisis apunten al fet que les condicions financeres tenen un paper destacable en l'actual fase expansiva del sector immobiliari, en especial a les principals ciutats dels països amb una major obertura financera. Dins el sector immobiliari, les ciutats solen ser els submercats més líquids i sobre els quals és relativament més fàcil obtenir informació sobre la situació i les perspectives.

1. Estimació per a un conjunt de 19 països. Vegeu FMI (2018), «A Bumpy Road Ahead», Global Financial Stability Report de l'abril.
2. Dispersió de preus mesurada com la ràtio entre el preu de l'habitatge mitjà del percentil 90 i del percentil 10 de les 18 ciutats espanyoles més poblades i Eivissa i Marbella, que són grans focus d'atracció d'inversió internacional.

Espanya: preu de l'habitatge

(Euros/m²)



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

Quines conseqüències té la sincronització en el preu de l'habitatge a nivell mundial?

L'augment de la sincronització dels preus de les ciutats a nivell mundial ha generat un augment en la dispersió dels preus de l'habitatge a cada país. Per al cas dels EUA, l'augment de la dispersió dels preus entre les principals ciutats ha estat notable, i, a més a més, s'observa una estreta relació entre aquest fenomen i l'augment del preu de l'habitatge a les principals ciutats no nord-americanes, la qual cosa mostra la importància dels factors globals.

A Espanya, la dispersió dels preus entre les principals ciutats també ha augmentat des del 2014[2] (vegeu el gràfic adjunt), la qual cosa pot ser conseqüència, en part, de la sincronització dels preus de l'habitatge a nivell internacional de ciutats com Madrid i de Barcelona, focus d'atracció d'inversió estrangera. De fet, el 2017, les activitats immobiliàries van atreure 1.982 milions d'euros d'inversió neta estrangera a Espanya, el 33% més que la registrada el 2016. Així mateix, les autoritzacions de residència concedides a inversors extracomunitaris que inverteixen en immobles per un valor mínim de 500.000 euros, les anomenades Golden Visa, es van doblar el 2017, fins a les 2.905 autoritzacions de residència, que van quedar concentrades, principalment, en les nacionalitats xinesa (997) i russa (797).

La sincronització en el preu de l'habitatge de ciutats com Barcelona o Madrid amb les principals urbs a nivell mundial evidencia el seu atractiu internacional, no solament en relació amb el sector immobiliari, sinó també en relació amb la qualitat de vida i amb el desenvolupament empresarial. No obstant això, l'augment dels preus de l'habitatge que això comporta és un repte a l'hora de garantir l'accessibilitat a l'habitatge als residents locals en aquestes grans ciutats.

FOCUS · Les exportacions i la qualitat de l'ocupació

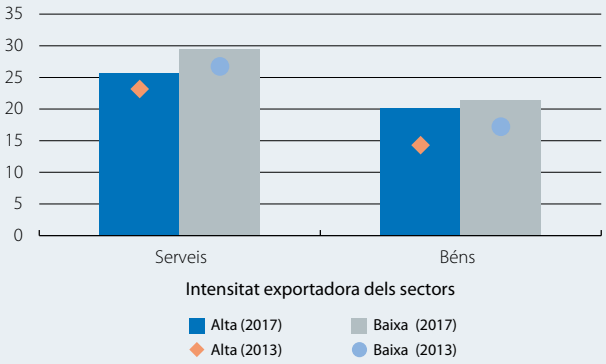
La recuperació de l'economia espanyola es caracteritza pel vigor en termes de creixement del PIB, per l'auge de les exportacions de béns i serveis, que han augmentat el pes en el PIB des del 25,6% del 2010 al 34,4% del 2017, i pel fort creixement de l'ocupació (+1,9 milions d'ocupats des del 2T 2014). En un Focus anterior,[1] analitzem l'efecte positiu de les exportacions sobre la quantitat de llocs de treball creats. En aquest article, analitzem si l'auge de les exportacions també ajuda a millorar la qualitat de l'ocupació.

Per analitzar aquesta qüestió, classifiquem els 54 sectors d'activitat de béns i serveis que figuren a l'Enquesta Industrial d'Empreses i a l'Enquesta Anual de Serveis de l'any 2015 (última enquesta disponible) en funció de la intensitat exportadora, entesa com el percentatge de les vendes a l'exterior sobre el total. Tot seguit, a partir de les dades de l'EPA, calculem la qualitat de l'ocupació en aquests sectors. En primer lloc, observem que hi ha una relació positiva entre la qualitat de l'ocupació i la propensió exportadora dels sectors. És a dir, els sectors amb una propensió exportadora superior a la mitjana tenen menys temporalitat, més proporció de treballadors a temps complet i menys proporció de treballadors a temps parcial involuntaris i de treballadors que voldrien treballar més hores.

Aquesta diferència de qualitat de l'ocupació entre sectors en funció de la intensitat exportadora és superior en l'àmbit dels proveïdors de serveis que en el dels productors de béns. Els sectors manufacturers són més homogenis entre si en termes d'intensitat exportadora i també en relació amb la qualitat de l'ocupació (que, en general, és superior a la dels serveis). Per exemple, el 2017, la taxa de temporalitat als sectors manufacturers era del 20,9%, enfront del 28,4% observat als serveis. Dins els serveis, però, els sectors molt oberts a l'exportació, com els sectors relacionats amb el turisme (transport aeri, allotjament i agències de viatges) o els sectors d'alt valor afegit (programació, consultoria i informàtica, serveis tècnics d'arquitectura i enginyeria), conviuen amb altres sectors que són més difícilment exportables (serveis jurídics, activitats immobiliàries, serveis a edificis i jardineria). Així, el 2017, ponderant per nombre d'empleats, la temporalitat mitjana dels 12 sectors de serveis amb més intensitat exportadora va ser del 25,6%, mentre que, en els 20 sectors menys exportadors, va ser del 29,5%; la proporció d'ocupació a temps complet va ser del 89,9%, enfront del 77,2%; la taxa de persones ocupades a temps parcial de forma involuntària va ser del 46,6%, enfront del 58,8% (diferencial de 12,2 p. p.), i la proporció d'empleats que voldrien treballar més va ser del 8,5%, enfront del 17,1% (diferencial de 8,7 p. p.). Aquestes diferències suggereixen que la internacionalització empresarial té un impacte positiu sobre la qualitat de l'ocupació.

Espanya: temporalitat laboral en funció de la propensió exportadora dels sectors d'activitat

(% del total d'ocupats)



Nota: *Els sectors d'alta propensió exportadora tenen un percentatge de vendes a l'exterior superior a la mitjana i els de baixa, inferior. Les mitjanes s'escullen separant béns i serveis.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

Un cop constatat que els sectors amb més intensitat exportadora compten amb llocs de treball de més qualitat, analitzem si el procés d'internacionalització de les empreses espanyoles esperona la generació de llocs de treball de més qualitat. En aquest sentit, observem que l'augment de la temporalitat en els primers anys de la recuperació també va ser més moderat als sectors més exportadors. No obstant això, sorprèn el fet que el dinamisme dels sectors exportadors, que, com hem vist, solen generar llocs de treball de més qualitat, no es tradueixi en una millora de la qualitat de l'ocupació a nivell agregat. Això s'explica pel fet que, als sectors més exportadors, l'augment de la xifra de negocis es basa en les millores de la productivitat laboral i no tant en el creixement de l'ocupació. En concret, els 12 sectors amb més intensitat exportadora van ser responsables del 61% del creixement de la xifra de negocis entre el 2013 i el 2015, però, en canvi, només van generar el 21% dels llocs de treball. No obstant això, amb una perspectiva temporal més àmplia, cal esperar que, amb la consolidació de la recuperació i de la competitivitat exportadora, l'increment de la productivitat s'acabi traduint en una millora de la qualitat de l'ocupació a nivell agregat.

1. Per a una anàlisi de la quantitat de llocs de treball atribuïbles al creixement de les exportacions, vegeu el Focus «L'efecte positiu de les exportacions sobre la creació d'ocupació», de l'IM02/2018.

PRINCIPALS INDICADORS

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

Indicadors d'activitat

	2016	2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	04/18	05/18
Indústria							
Consum d'electricitat	0,1	1,7	0,5	3,0	2,2	2,2	1,4
Índex de producció industrial	1,9	3,2	2,8	5,2	2,8	...	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	–2,3	1,0	–0,1	4,3	2,8	3,3	0,8
PMI de manufactures *(valor)*	53,2	54,8	53,6	55,9	55,3	54,4	...
Construcció							
Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)*	43,7	22,9	23,5	25,1	...	...	...
Compravenda d'habitatges *(acum. de 12 mesos)*	13,1	13,8	13,3	14,5	15,1	...	...
Preu de l'habitatge	1,9	2,4	2,7	3,1	2,7	–	...
Serveis							
Turistes estrangers *(acum. de 12 mesos)*	8,2	9,9	10,3	9,1	8,1	–2,3	...
PMI de serveis *(valor)*	55,0	56,4	56,8	54,5	56,8	55,6	...
Consum							
Vendes comerç al detall	3,8	0,9	1,1	0,3	1,9	0,0	...
Matriculacions d'automòbils	11,4	7,9	6,7	10,8	11,8	12,3	...
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–3,8	–0,7	0,2	–1,5	–0,6	–0,7	0,5

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

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	04/18
Afiliats a la Seguretat Social [1]							
Sectors d'activitat							
Indústria	2,8	3,1	3,1	3,1	3,2	3,3	3,1
Construcció	2,6	6,1	6,1	6,1	7,1	6,8	6,4
Serveis	3,2	3,6	3,8	3,6	3,6	3,5	3,1
Situació professional							
Assalariats	3,5	4,2	4,4	4,1	4,1	4,0	3,5
No assalariats	1,0	0,8	0,9	0,7	0,5	0,8	1,0
TOTAL	**3,0**	**3,6**	**3,8**	**3,5**	**3,5**	**3,4**	**3,1**
Població ocupada [2]	**2,7**	**2,6**	**2,8**	**2,8**	**2,6**	**2,4**	–
Contractes registrats [3]							
Indefinits	14,2	12,4	10,2	11,0	12,9	13,0	25,2
Temporals	7,2	7,3	9,6	5,0	2,6	1,7	8,9
TOTAL	**7,8**	**7,7**	**9,6**	**5,5**	**3,4**	**2,9**	**10,5**
Atur registrat [3]							
Menors de 25 anys	–12,6	–12,2	–17,3	–9,4	–8,7	–8,8	–4,7
Resta d'edats	–8,2	–9,1	–10,3	–8,7	–8,0	–7,4	–6,8
TOTAL	**–8,6**	**–9,3**	**–10,9**	**–8,8**	**–8,0**	**–7,5**	**–6,6**

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

	2016	2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	04/18	05/18
General	**–0,2**	**2,0**	**1,7**	**1,4**	**1,0**	**1,1**	**2,0**
Subjacent	0,8	1,1	1,3	0,8	1,0	0,8	...
Aliments sense elaboració	2,3	2,6	–0,2	4,0	1,2	2,0	...
Productes energètics	–8,4	8,2	5,4	4,1	0,3	2,3	...

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

Sector exterior

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

	2016	2017	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18	03/18
Comerç de béns									
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	1,7	8,9	5,1	5,6	7,6	8,9	8,1	7,6	5,8
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	–0,4	10,5	3,7	5,7	9,0	10,5	9,7	8,7	6,6
Saldo corrent	**21,5**	**22,1**	**21,8**	**22,0**	**21,0**	**22,1**	**22,0**	**22,5**	**22,7**
Béns i serveis	33,7	33,5	32,2	33,4	32,7	33,5	32,8	33,6	34,3
Rendes primàries i secundàries	–12,2	–11,4	–10,4	–11,5	–11,7	–11,4	–10,8	–11,1	–11,6
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**24,2**	**24,8**	**24,2**	**24,3**	**23,5**	**24,8**	**25,0**	**25,5**	**25,6**

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	02/18	03/18
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament [1]	**–4,5**	**–3,1**	**–0,5**	**–2,2**	**–1,6**	**–3,1**	**–**	**–**	**...**
Administració central	–2,7	–1,9	–0,5	–1,1	–1,5	–1,9	–0,4	–0,9	–0,4
Comunitats autònomes	–0,8	–0,3	–0,2	–0,7	0,1	–0,3	0,0	–0,1	–0,1
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	0,1	0,2
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 financers [1]

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	03/18
Dipòsits [2]									
Dipòsits de llars i empreses	2,5	2,8	3,2	2,5	2,3	3,2	2,5	2,3	2,5
A la vista i estalvi	16,0	17,6	18,6	18,8	17,2	15,9	13,1	12,0	11,4
A termini i preavís	–16,0	–24,2	–22,0	–24,9	–25,1	–24,6	–23,5	–23,1	–22,6
Dipòsits d'AP	–14,2	–8,7	–28,0	–26,7	6,8	13,1	12,9	16,2	20,9
TOTAL	**1,2**	**1,9**	**1,0**	**0,5**	**2,6**	**3,7**	**3,0**	**3,0**	**3,4**
Saldo viu de crèdit [2]									
Sector privat	–3,6	–2,2	–2,7	–2,1	–2,3	–1,9	–1,6	–2,1	–2,9
Empreses no financeres	–5,3	–3,6	–4,3	–3,0	–3,9	–3,3	–2,8	–4,0	–6,3
Llars - habitatges	–3,7	–2,8	–3,0	–2,8	–2,7	–2,6	–2,5	–2,5	–2,3
Llars - altres finalitats	2,0	3,7	3,6	3,2	3,3	4,5	4,6	4,7	5,4
Administracions públiques	–2,9	–9,7	–3,2	–12,6	–11,6	–11,4	–15,7	–10,4	–11,3
TOTAL	**–3,6**	**–2,8**	**–2,7**	**–2,9**	**–3,0**	**–2,5**	**–2,7**	**–2,7**	**–3,4**
Taxa de morositat *(%)* [3]	**9,1**	**7,8**	**8,8**	**8,4**	**8,3**	**7,8**	**7,8**	**7,8**	**6,8**

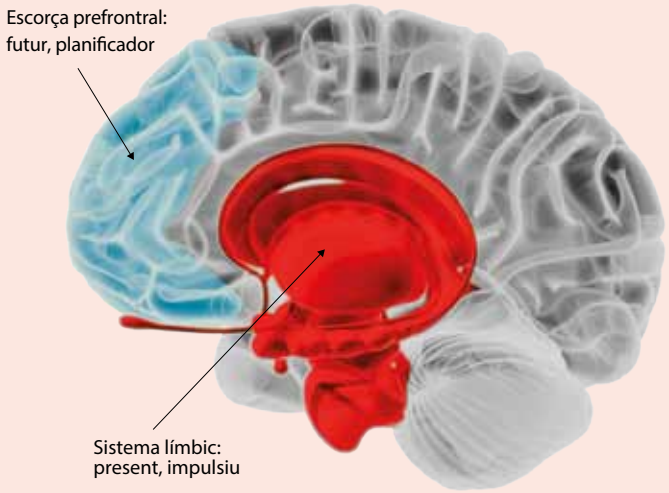
Notes: *1. Dades agregades del sector bancari espanyol. 2. Residents a Espanya. 3. Dada fi del període.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya.*

ECONOMIA I EXPECTATIVES: CARA A CARA

De la formació de les expectatives a la presa de decisions

Un cervell humà pesa prop d'un quilo i mig, i, en canvi, el dels nostres primats més propers pesa només mig quilo. La dimensió molt sovint no importa, però, en aquest cas, la diferència és conseqüència del major desenvolupament de l'escorça prefrontal del cervell, la qual, precisament, ens imprimeix una característica singularment humana: la de la planificació complexa. Els humans no vivim només el present, sinó que planifiquem el futur de forma relativament minuciosa. És part de la nostra naturalesa o, més aviat, del nostre cervell. No obstant això, aquesta particularitat conviu amb la presència d'una part més emocional i primitiva, vinculada al sistema límbic del cervell (vegeu la il·lustració adjunta).

Cervell humà: el jo planificador i el jo impulsiu



Font: *CaixaBank Research.*

Pot ser que, arribat a aquest punt, benvolgut lector, s'estigui preguntant si, després de més de 40 anys escrivint sobre economia, ens hem passat a la psicologia o a la neurociència. La resposta és «no», tot i que es tracta d'un «no» poc rotund, ja que, en les properes pàgines, intentarem entendre alguns dels principis que determinen el comportament humà. I és que els economistes hem hagut d'acabar acudint a aquestes disciplines per entendre bé com els humans prenem les decisions.

Expectatives racionals i biaixos cognitius

Durant dècades, els economistes van donar per descomptat de forma relativament generalitzada que els individus prenem les decisions de forma racional. Utilitzant un vocabulari una mica més tècnic, i que posa en evidència el sacrilegi comès per la professió, s'ha donat per fet que les persones actuem fent ús de tota la informació disponible de forma eficient i pensant només en nosaltres mateixos. Malgrat que costi de creure, la veritat és que la utilització del paradigma racional ha ajudat a descriure amb força encert moltes de les decisions que prenem, i això ha permès que els economistes hàgim utilitzat el paradigma racional durant dècades com un dels pilars fonamentals de l'anàlisi econòmica. No obstant això, amb el pas del temps, s'han anat posant de manifest les limitacions de la utilització d'aquest paradigma.

La convivència d'una part evolucionada i planificadora del nostre cervell (l'escorça prefrontal) amb una part més primitiva i que desitja una gratificació més immediata (el sistema límbic) genera comportaments que no es poden explicar des del paradigma racional. Aquestes desviacions del paradigma, o biaixos cognitius, han estat estudiats de manera extensa per psicòlegs com Amos Tversky o Daniel Kahneman i per economistes com Richard Thaler, i els seus estudis han generant el que es coneix com economia conductual (o, en anglès, *behavioral economics*). Tot seguit, detallem alguns dels biaixos cognitius més importants de l'economia conductual.

El primer comportament no racional que volem destacar fa referència a la capacitat limitada d'autocontrol que tenim la gran majoria d'humans. Això queda perfectament reflectit en l'experiment del núvol de sucre (o *marshmallow*) que va dur a terme als anys seixanta als EUA el psicòleg Walter Mischel. El test consistia a dur un nen de quatre anys a una habitació on hi havia un núvol de sucre i proposar-li si volia menjar-se immediatament la llaminadura o esperar 15 minuts sense menjar-la i rebre, com a recompensa, una llaminadura extra. El resultat: el 70% dels participants no van poder resistir la temptació. Potser li sembli una situació molt allunyada de la que ens solem plantejar els economistes, però ara li proposo que substitueixi el nen de quatre anys per un adult de 30, la llaminadura damunt la taula per un cotxe nou i les dues llaminadures de 15 minuts més tard per un major consum durant la vellesa. Quin diria que serà el resultat?

Més enllà dels problemes d'autocontrol, hi ha altres particularitats cognitives que segur que li resulten molt familiars, ja que tots les patim en major o menor grau. Una d'elles és l'aversió a la pèrdua, un tret molt comú. Kahneman i Tversky ens la mostren amb un simple exercici: si li proposessin llançar una moneda a l'aire i, en el cas que surti cara, hagués de pagar 100 euros, quants euros hauria d'obtenir si sortís creu per estar disposat a jugar? La majoria de nosaltres demanaríem més de 200 euros, ja que sentim la pèrdua de forma més intensa que el guany.[1] Aquesta avaluació diferent de les pèrdues i dels guanys dóna lloc a comportaments allunyats dels que observaríem si ens comportéssim de forma racional. Comportaments que, per exemple, s'observen amb freqüència als mercats financers.

La simplificació de les decisions complexes en problemes més simples també sol implicar comportaments diferents als que observaríem si actuéssim de forma racional. Daniel Read, George Loewenstein i Matthew Rabin van encunyar el terme *narrow bracketing* per anomenar aquesta manera d'actuar. Per exemple, Richard Thaler argumenta que sovint classifiquem els nostres diners en diferents comptes, o categories mentals, amb la finalitat de simplificar les nostres decisions financeres (compartimentació o comptabilitat mental, ho anomena), i apunta que, de vegades, aquesta compartimentació la utilitzem com un mecanisme d'autocontrol entre el «jo impulsiu i present» que desitja consumir més del compte i el «jo planificador del futur».

Finalment, els comportaments de sobreinversió encaixen perfectament amb el biaix de confirmació, que ens empeny a buscar informació que confirmi la nostra forma de pensar, i amb el biaix de confiança, fruit de l'excessiva seguretat en les nostres pròpies habilitats davant projeccions futures.

Malgrat que la llista de limitacions cognitives és més extensa, les descrites aquí conformen una bona mostra de les més comunes i, generalment, més pernicioses sobre les nostres decisions econòmiques i financeres. Quant consumim, estalviem, treballem o en què invertim està subjecte a aquestes limitacions. En aquest sentit, el disseny i la implementació de les polítiques públiques han de tenir en compte l'existència d'aquests biaixos.

Presa de decisions de consum, d'estalvi i de treball

Entrant en més detall en el pla econòmic, i com hem comentat al començament, la majoria de models econòmics assumeixen que prenem les decisions de forma racional. Un dels aspectes en què l'assumpció d'aquest tipus de comportament ha generat més controvèrsia és en l'estudi de les grans decisions d'estalvi i de consum que prenem al llarg de la vida. Així, segons la teoria del cicle vital del consum desenvolupada per Franco Modigliani i Richard Brumberg, si actuéssim de forma racional, hauríem de mantenir un nivell de consum el més estable possible al llarg del temps i per aconseguir-ho, en general, observaríem que demanem prestat en la joventut, estalviem durant la resta de la vida activa i, finalment, durant la jubilació, reduïm els estalvis per poder consumir.

No obstant això, l'estalvi que realitzem durant la vida activa és sovint insuficient per poder mantenir un nivell de consum estable després de la jubilació. En realitat, el jo present sol tenir un major pes que el jo planificador, i de vegades caiem en la temptació de satisfer els nostres desitjos de forma immediata, com ho assenyalava el test del núvol de sucre, en lloc d'augmentar la nostra aportació al pla de pensions. Com se sol dir, «val més un ocell a la mà que cent a volar».

Així mateix, una gran part de la literatura econòmica que analitza les decisions d'estalvi i de consum de les llars s'ha construït sobre la teoria de la utilitat esperada especificada per Von Neumann i Morgenstern, en què se suposa que els individus prenem les decisions avaluant totes les contingències possibles de manera racional.

Malgrat això, la nostra aversió a la pèrdua ens fa invertir una proporció major dels nostres estalvis en actius segurs del que ho faríem si ens comportéssim de manera racional. Així, la nostra cartera d'inversió hauria d'incloure actius amb un retorn esperat més elevat, malgrat que siguin més arriscats (per a més detalls, vegeu l'article «Expectatives, inflació i mercats financers: un trinomi apassionant i ple de sorpreses», en aquest mateix Dossier). Una altra conseqüència de la nostra aversió a la pèrdua és la

1. Vegeu Kahneman, D. i Tversky, A. (1979), «Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk», Econometrica, vol. 47, 263-291.

prudència que mostrem abans de canviar de feina o de crear el nostre propi negoci. Amb expectatives racionals hauríem d'observar molta més mobilitat laboral i creació de noves empreses. Però el nostre biaix cap a l'*statu quo* ens empeny a quedar-nos en la feina actual o a no dur a terme aquesta idea de negoci fantàstica que tenim al cap.

De la mateixa manera, el biaix cap a la compartimentació afavoreix que comprem a crèdit i, al mateix temps, que estalviem en un compte bancari. Aquesta simplificació de les decisions econòmiques també ens empeny moltes vegades a establir una quantitat d'estalvi mensual fixa, malgrat que els nostres ingressos i, sobretot, les nostres despeses fluctuen al llarg de l'any, de manera que la quantitat òptima d'estalvi hauria de ser diferent cada mes.

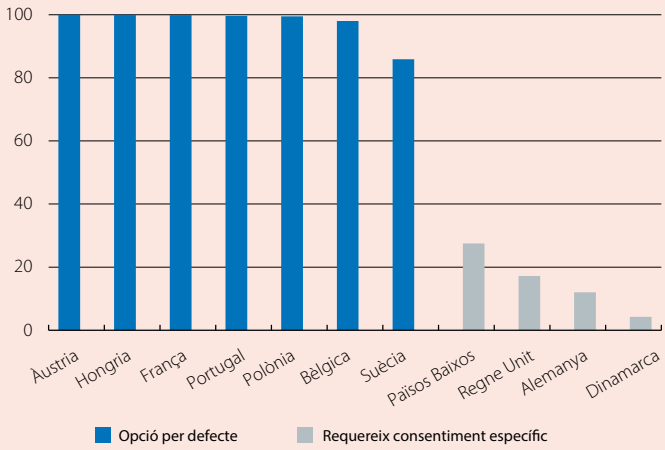
Un altre exemple de compartimentació o de simplificació dels problemes econòmics ens l'ofereixen els taxistes de Nova York.[2] En concret, com van apuntar Thaler i els seus coautors en un conegut article publicat l'any 1997, molts taxistes es fixaven un objectiu diari d'ingressos i treballaven fins a assolir-lo, independentment de la demanda. No obstant això, si treballessin un nombre fix d'hores al dia, amb el mateix nombre d'hores, els ingressos augmentarien el 5%. I, si decidissin treballar més hores els dies de major demanda i menys en els dies tranquils, els ingressos mensuals podrien augmentar el 10% (amb el mateix nombre d'hores treballades en el total mensual). En aquest sentit, la companyia Uber, per exemple, intenta estimular els conductors perquè prenguin una decisió més racional augmentant els preus quan hi ha més demanda: d'aquesta manera s'incentiva els conductors a treballar més hores quan hi ha més demanda.

Les polítiques públiques i l'«empenteta»

Així, doncs, pot ser que, en ocasions, necessitem una «empenteta» per prendre decisions més racionals o per no ajornar les que ens fan mandra. Això és especialment rellevant a l'hora de dissenyar polítiques públiques: assumir que els individus tenen expectatives racionals quan no les tenen pot acabar comportant que les polítiques no tinguin les conseqüències desitjades. Un exemple clar d'aquesta petita empenta (o *nudge*), també anomenada paternalisme llibertari, promogut per Richard Thaler, és l'opció per defecte en la donació d'òrgans. Als països en què s'ha de donar el consentiment explícit per a la donació, el percentatge de donants és molt baix, mentre que, si l'opció per defecte és la donació, la pràctica totalitat dels ciutadans donen els seus òrgans (vegeu el primer gràfic). El mateix Thaler explica com el disseny de polítiques públiques mínimament invasives però que empenyin els individus a prendre decisions més racionals pot tenir impactes molt significatius. Aquesta és una àrea del disseny de polítiques públiques amb una importància creixent, en especial als EUA i al Regne Unit.

Taxa de consentiment en la donació d'òrgans

(%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Johnson, E. i de Goldstein, D. (2003), «Do Defaults Save Lives?».*

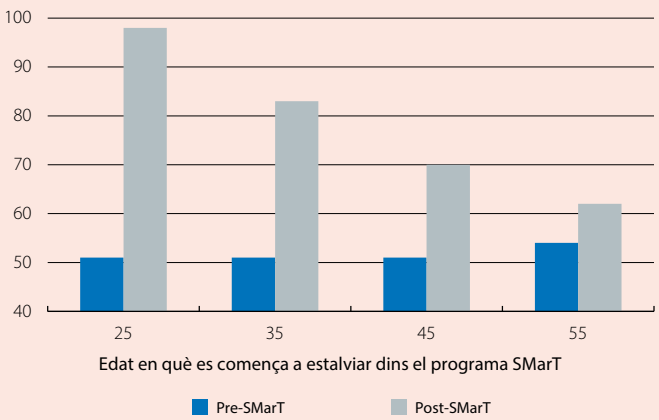
Tornant a les decisions d'estalvi per a la vellesa, una política pública que es proposa sovint per contrarestar el baix nivell d'estalvi que s'observa a diversos països desenvolupats és l'augment dels plans de pensions d'empresa. No obstant això, si es proposés aquest tipus d'acció, la forma de la proposta seria clau per al seu èxit. Si els individus han de marcar una casella per inscriure's al pla (*opt-in*), la proporció segurament acabaria sent molt inferior a si la inscripció es realitza per defecte (s'ha de marcar una casella per donar-se de baixa, *opt-out*). Als EUA, quan es va passar de l'opció per defecte a la inscripció automàtica, la taxa de subscripció als plans de pensions d'empresa va passar del 49% al 86% i no es va observar una disminució de l'estalvi en altres tipus d'instruments.[3]

2. Vegeu Camerer, C. *et al.* (1997), «Labor Supply of New York City Cabdrivers: One Day at a Time», The Quarterly Journal of Economics, vol. 112(2), 407-441.
3. Vegeu Madrian, B. C. i Shea, D. F. (2001), «The Power of Suggestion: Inertia in 401 (k) Participation and Savings Behavior», The Quarterly Journal of Economics, vol. 116(4), 1.149-1.187.

Una estratègia una mica més sofisticada per superar els problemes d'autocontrol, però molt efectiva per estimular l'estalvi per a la vellesa, és el projecte «Estalvia més demà» (*Save More Tomorrow* o SMarT) dissenyat per Thaler i Shlomo Benartzi. En aquest programa, els individus han de decidir avui quina part dels augments salarials que potencialment percebran en els propers anys destinaran a l'estalvi. D'aquesta manera, la decisió és poc costosa, perquè no implica una reducció immediata del consum, i, quan es realitza l'augment de l'estalvi, atès que coincideix amb un augment del salari i es produeix de forma automàtica, és més acceptable. En particular, els dos economistes que van desenvolupar el projecte van estimar que, amb un augment gradual de la taxa d'estalvi des del 4% del salari actual fins a un màxim del 14%, per a un treballador amb ingressos anuals de 50.000 dòlars, la taxa de reemplaçament (és a dir, la ràtio entre la pensió inicial i el seu salari anterior) augmentaria del 51% al 98% si s'inscrivís als 25 anys (vegeu el segon gràfic). És important destacar que el programa SMarT aconsegueix que augmenti el nivell d'estalvi de forma molt notable malgrat que dóna llibertat per sortir del pla d'estalvi en qualsevol moment.

Taxa de reemplaçament després de la jubilació en funció de la participació en el programa d'estalvi

(%)



Nota: *Ràtio entre la pensió inicial i el salari per a un treballador amb ingressos anuals de 50.000 dòlars en funció de l'edat en què es comença a estalviar dins l'esquema SMarT. En blau s'indica les persones que no han estalviat a través d'SMarT i en gris les que sí ho han fet.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Thaler, R. i de Benartzi, S. (2004), «Save More Tomorrow: Using Behavioral Economics to Increase Employee Saving».*

En definitiva, els humans, tot i ser racionals, també solem prendre decisions de manera impulsiva, la qual cosa, de vegades, ens dificulta l'assoliment dels objectius desitjats. I, si el cor té raons que la raó no entén, hem d'aprendre a parlar-li en el seu propi llenguatge, a veure si així aconseguim convèncer-lo, tant si és per subscriure un pla de pensions o per emprendre.

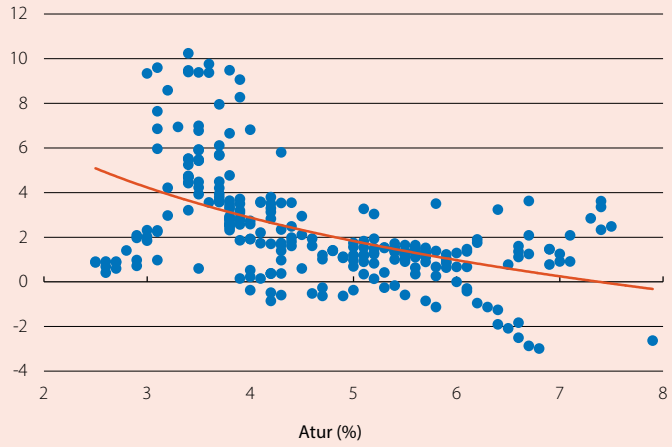
Clàudia Canals i Josep Mestres
CaixaBank Research

Expectatives: la clau de la política monetària

Possiblement, la política monetària i els bancs centrals evoquin al lector la imatge d'homes[1] de faccions serioses i vestits impecables que, armats amb estadístiques i amb sistemes d'equacions, fixen amb precisió matemàtica els instruments que garantiran el bon funcionament de l'economia. Encara que té una mica de veritat, aquesta imatge dona la falsa sensació que l'economia funciona com un simple engranatge mecànic i s'oblida del seu component humà més rellevant: les expectatives.

EUA: corba de Phillips per al 1948-1969

Inflació (%)



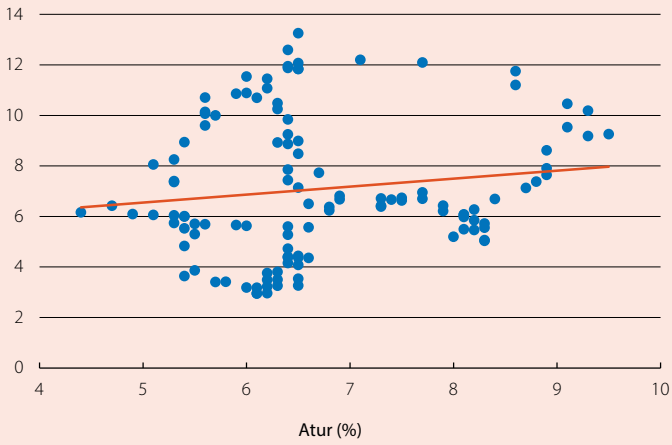
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de FRED (Fed de St. Louis).*

De fet, el tipus d'interès d'un banc central, la seva eina més coneguda, només impacta directament sobre una petita part de l'economia: la liquiditat a curt termini que obtenen les institucions financeres del banc central. El poder real de la política monetària rau en la propagació d'aquesta eina a l'univers de tipus d'interès que afecten tota l'economia (hipoteques, crèdit empresarial, dipòsits bancaris, cost del deute públic, etc.), una transmissió que es vehicula, en gran part, a través de les expectatives sobre la política monetària futura: és a dir, per exemple, un tipus d'interès a 10 anys reflecteix el tipus d'interès de la política monetària esperat per als propers 10 anys.

Per començar a entendre el paper de les expectatives, considerem una de les relacions econòmiques més importants: l'associació entre la inflació i l'atur. Aquesta relació es coneix com la corba de Phillips en honor a William Phillips, que, el 1958, va observar que, al llarg del temps, un augment de la inflació coincideix amb una reducció de l'atur (vegeu el primer gràfic). Després d'aquest descobriment, la política monetària va teoritzar que, si generava inflació, podia aconseguir una reducció de l'atur. Però la teoria es basava en un supòsit molt especial sobre les expectatives: els consumidors i les empreses no serien capaços d'anticipar que l'increment de l'oferta monetària es tradueix, a llarg termini, en un increment dels preus. Així, se suposava que, amb més bitllets a la butxaca, els consumidors gastarien més, les empreses contractarien més treballadors i l'atur disminuiria. No obstant això, en els anys setanta, un altre grup d'economistes, que suposava que els agents econòmics ajustaven les expectatives d'una manera menys innocent i més racional, va arribar a una conclusió totalment diferent: aquest tipus de política monetària no reduiria l'atur, sinó que només generaria més inflació. Aquests economistes, liderats per Milton Friedman, apuntaven que, quan l'economia usa tots els seus recursos productius (i no pot incrementar més la seva producció), l'emissió de més bitllets només redueix la quantitat de béns que s'adquireixen amb cada bitllet: és a dir, augmenten els preus. Així, els consumidors i les empreses que formen les expectatives racionalment sabran que, quan el banc central posi més diners a les seves butxaques, no seran més rics, sinó que, en realitat, s'enfrontaran a uns preus més alts, de manera que ni consumiran ni produiran més. De fet, com s'observa al segon gràfic, en la dècada de 1970, les dades van qüestionar els resultats de Phillips i dels seus coetanis: en aquesta dècada, els increments en la inflació van derivar dels augments en l'atur.[2]

EUA: corba de Phillips per al 1970-1979

Inflació (%)



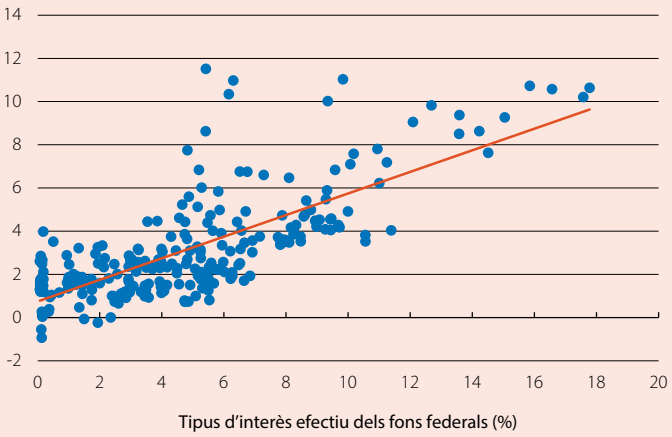
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de FRED (Fed de St. Louis).*

1. Entre els principals bancs centrals, només el Riksbank suec ha aconseguit la paritat de gènere en posicions directives. A la Fed, el percentatge de dones directives no supera el 40%, mentre que, al BCE, amb prou feines assoleix el 25% i, al Banc del Japó, se situa en el 3,4%.
2. El consens actual és que la corba de Phillips té un pendent negatiu i que, per tant, hi ha una relació inversa entre la inflació i l'atur que influeix en les decisions dels bancs centrals. Això és compatible amb el fet que els consumidors i les empreses formin les expectatives de manera racional, perquè els economistes han demostrat que hi ha rigideses que comporten que els preus s'ajustin lentament. Aquestes rigideses fan que, fins i tot amb expectatives racionals, una expansió monetària no generi inflació immediatament i, així, aconsegueix estimular l'activitat.

Un altre exemple de la importància de les expectatives en el disseny de la política monetària el trobem en la relació entre tipus d'interès i inflació. En general, si el banc central vol reduir la inflació, ha d'incrementar el tipus d'interès: d'aquesta manera, afavoreix l'estalvi, desincentiva el consum i redueix les pressions inflacionistes. No obstant això, collant encara més les expectatives, un grup d'economistes anomenats neofisherians (en referència a Irving Fisher, economista contemporani de Keynes) posa sobre la taula una idea provocadora: la inflació s'incrementa quan «pugen» els tipus d'interès. La idea s'inspira en la relació històrica entre inflació i tipus nominals, representada al tercer gràfic.[3] Si al lector li sembla que aquest raonament atempta contra el sentit comú, un estudi de Falck i coautors[4] troba una certa evidència a favor de les tesis neofisherianes. En concret, en els períodes de baixa incertesa, quan tots els agents de l'economia (inclòs el banc central) disposen gairebé de la mateixa informació per avaluar l'escenari macroeconòmic, Falck *et al.* (2017) mostren que la predicció neofisheriana no es compleix: un increment de tipus redueix la inflació. No obstant això, en períodes d'elevada incertesa, quan els agents privats potser disposen de menys informació que el banc central, hi ha evidència a favor dels neofisherians: sembla que els augments de tipus d'interès provoquen increments en la inflació. La clau són les expectatives: enfrontats a una elevada incertesa, els moviments del banc central llancen llum sobre la informació que posseeix. Així, per exemple, davant un augment de tipus, els agents dedueixen que el banc central preveu un increment de la inflació i, per això, revisen a l'alça les expectatives d'inflació i fixen uns preus més alts.

EUA: tipus d'interès i inflació, 1954-2018

Índex de preus PCE (variació interanual, %)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de FRED (Fed de St. Louis).*

Els resultats de Falck i coautors també indiquen que la correcta transmissió de la política monetària es torna complexa en períodes d'incertesa. Per aquesta raó, des de l'última recessió, els bancs centrals han complementat la seva eina tradicional (el tipus d'interès de referència) amb un ús intensiu de la comunicació.[5] Per exemple, al llarg dels anys 2015-2018, el BCE ha reiterat sense parar la seva intenció de mantenir els tipus d'interès en nivells baixos durant un període llarg de temps: així influeix sobre les expectatives dels agents i aconsegueix reduir els tipus d'interès d'un univers més gran d'actius. De fet, els programes de compres d'actius que han introduït els principals bancs centrals en els últims anys també poden ser interpretats com un instrument que fa més creïble la intenció de mantenir baixos els tipus d'interès durant un període llarg de temps (per exemple, per què, com en el cas del BCE, aquests programes es dissenyen amb una durada llarga).

Els bancs centrals no solament transmeten informació als agents econòmics, sinó que també utilitzen les cotitzacions financeres per obtenir informació sobre l'estat de l'economia. Aquesta interacció circular entre els bancs centrals i els mercats financers, en termes de gestionar i, alhora, recopilar expectatives, ens du a allò que Paul Samuelson va anomenar el problema del reflex. És a dir, la influència del banc central sobre les cotitzacions financeres pot ser tan gran que, parafrasejant Samuelson, la reacció del banc central davant els senyals dels mercats sigui anàloga a la del mico que respon al seu reflex en un mirall.[6]

Adrià Morron Salmeron
CaixaBank Research

3. La interpretació convencional assumeix que és la inflació més alta la que causa la pujada dels tipus, mentre que els neofisherians obren la porta al fet que ens estiguem equivocant en la direcció de la causalitat.
4. Falck, E., Hoffmann, M. i Hürtgen, P. (2017), «Disagreement and monetary policy», Deutsche Bundesbank Discussion Paper, núm. 29/2017.
5. La credibilitat és un altre element clau. Per reforçar-la, ha estat fonamental que els bancs centrals siguin institucions independents i es regeixin per regles o per objectius verificables (com, en el cas del BCE, una inflació propera, però inferior, al 2%).
6. Cita procedent de Morris, S. i Shin, H. S. (2018), «Central bank forward guidance and the signal value of market prices», BIS Working Paper, núm. 692.

Expectatives, inflació i mercats financers: un trinomi apassionant i ple de sorpreses

La importància de les expectatives en la formació dels preus dels actius financers està fora de qualsevol dubte. A més a més, és indiscutible que, tal com hem vist en l'article «De la formació de les expectatives a la presa de decisions», d'aquest mateix Dossier, les expectatives dels inversors no són racionals i es cometen errors que afecten el procés de presa de decisions. En efecte, la intuïció del mestre Keynes fa un segle ha estat sobradament corroborada per l'evidència empírica: «els mercats poden ser irracionals més temps del que vostè pot ser solvent». En aquest article, ens centrarem en l'estudi dels errors que es cometen a l'hora de formar expectatives sobre una variable clau a nivell macrofinancer, com la inflació i les seves conseqüències sobre els mercats financers.

No obstant això, abans de començar, sembla oportú fer un breu repàs d'algunes de les anomalies que es produeixen als mercats financers. En particular, presentem tres exemples que han donat molt que parlar. Primer, els preus de les accions de la borsa nord-americana tendeixen a pujar al gener. Segon, els preus de les accions augmenten els divendres, però es redueixen entre el tancament del divendres i les primeres hores del dilluns. Tercer, el retorn de l'índex Down Jones és 23 vegades superior just abans de les dates vacacionals que en un dia normal. Clarament, el paradigma racional no pot explicar de forma satisfactòria aquestes anomalies. El premi Nobel Richard Thaler ha fet referència als factors psicològics, possiblement familiars (ni que sigui vagament) per als lectors i per a les lectores del nostre *Informe Mensual*, que expliquen aquestes anomalies: els preus de les accions pugen al gener a causa d'una actitud positiva d'«any nou, vida nova»; els divendres o a l'avantsala de les vacances, els inversors compren actius, ja que estan eufòrics perquè s'apropen els dies de descans, però els dilluns estan abatuts davant l'inici d'una nova setmana laboral.

En paral·lel, una munt d'estudis avala l'existència de biaixos als mercats financers, com l'excés de confiança, el seguiment de les estratègies de la multitud sense plantejar-se si són lògiques (*herding* o comportament gregari) o un excés de miopia. Aquests biaixos no són intranscendents: per exemple, Benartzi i Thaler [1] documenten que, si els ciutadans contemplessin un horitzó temporal més ampli, invertirien gairebé tots els estalvis en borsa i gairebé no invertirien en bons.

Un cop constatat el comportament sovint poc racional dels mercats financers, passem al nucli de l'article i proposem al lector que se submergeixi en l'estudi de les expectatives d'inflació, un aspecte que si, en general, ja és molt important per entendre l'evolució dels mercats financers, en el context macroeconòmic actual, encara ho és més. La raó és que, atesa l'etapa madura del cicle en què es troba l'economia nord-americana, esperaríem que les expectatives d'inflació incorporessin un escenari amb més pressions inflacionistes, però, lluny d'això, les expectatives no descompten una inflació gaire elevada per als propers anys i s'han mantingut inusualment estables. Si les expectatives d'inflació infravaloren la probabilitat d'una inflació més alta, les repercussions poden ser notables. Per exemple, es podria generar un repunt sobtat dels tipus d'interès que posi a prova la situació macrofinancera dels països emergents més fràgils.

Per estudiar amb detall el comportament de les expectatives d'inflació al llarg del cicle econòmic, utilitzem com a referència les previsions que, amb periodicitat trimestral, realitzen els economistes i els inversors de la Survey of Professional Forecasters de la Reserva Federal de Filadèlfia als EUA. Per començar, comparem la mitjana de les expectatives d'inflació a un any vista amb la inflació realitzada i obtenim, utilitzant tècniques estadístiques, que les expectatives no són racionals. En altres paraules, detectem la presència d'errors sistemàtics de previsió. Així, en la mesura que el tipus d'error de previsió és sistemàtic, sembla que les previsions dels analistes es podrien millorar, i, per tant, això suggereix que els analistes no utilitzem tota la informació disponible per fer les previsions d'inflació, que és el que faríem si actuéssim de forma racional.

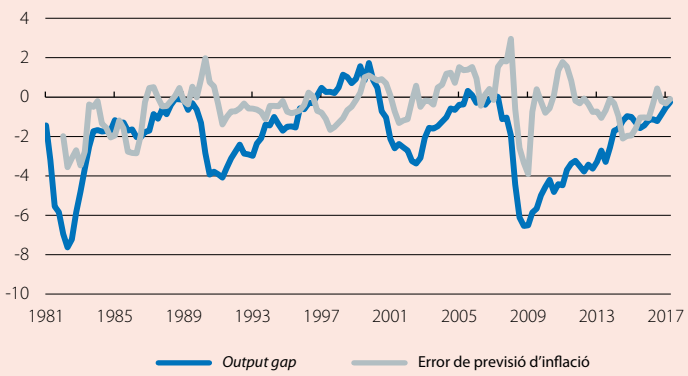
A partir d'aquest resultat, ens preguntem quins factors influeixen en els errors de predicció realitzats. Per aquest motiu, comencem analitzant quins factors expliquen la variació de les expectatives d'inflació, i els resultats són, si més no, suggeridors: el 69% s'explica per dades d'inflació passades, el 29% per errors de predicció passats i només el 2% pel moment cíclic de l'economia mesurada amb l'*output gap* (percentatge del PIB realitzat sobre el potencial). Sembla que aquests resultats ens indiquen que els experts donen massa importància a les dades d'inflació passada, aprenen només fins a un cert punt dels errors comesos en el passat i no atorguen gaire importància al moment cíclic de l'economia.

Partint d'aquesta evidència preliminar, fem una anàlisi economètrica més rigorosa i analitzem l'impacte de la inflació passada i de l'estat cíclic de l'economia nord-americana sobre els errors de predicció realitzats. [2] Trobem que hi ha una relació positiva molt estreta i estadísticament sòlida entre els errors de previsió de la inflació i el moment cíclic de l'economia, tal com es pot constatar al primer gràfic. En particular, com més madur és el moment cíclic de l'economia (és a dir, com més gran és l'*output gap*), major és l'error a la baixa que fan els especialistes quan prediuen la inflació (o, el que es el mateix, major és la sorpresa a l'alça de la inflació). Així, en moments d'expansió econòmica, tendim a projectar inflacions més baixes de les que tindríem en realitat. La raó és, pos-

1. Benartzi, S. i Thaler, R. (1996), «Risk Aversion or Myopia: The Fallacy of Small Numbers and Its Implications for Retirement Savings», UCLA Working Paper.
2. Utilitzem l'error de predicció de la inflació com a variable depenent. Usem com a regressors les expectatives d'inflació a un any vista, l'*output gap* i controlem per la variació contemporània del preu del cru. Incloem un retard d'aquests regressors i una nova forma polinòmica de l'*output gap* per tenir en compte les relacions no lineals.

Relació entre el moment cíclic i les sorpreses d'inflació

(p. p.)



Nota: *L'*output gap *s'expressa com el percentatge de l'*output *potencial que representa l'*output *realitzat. L'error de previsió d'inflació es calcula com la inflació realitzada menys la predita per a aquest període.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg, de FRED i de DataStream.*

siblement, que els economistes sobreponderen les dades d'inflació passades (que, en correspondre a un moment menys madur del cicle, eren més baixes) i, en canvi, no calibren amb prou precisió la fase cíclica de l'economia.

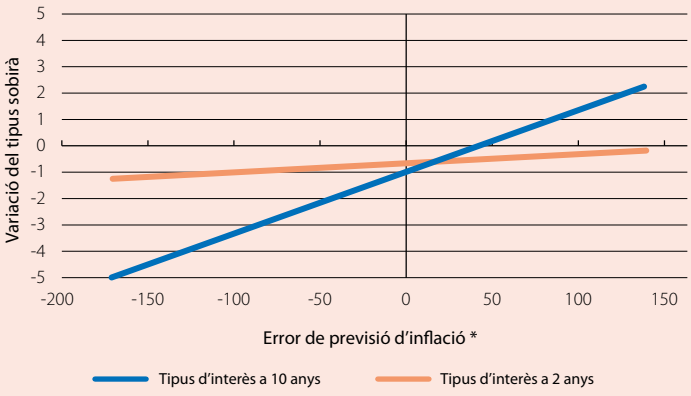
Un cop constatada aquesta realitat, ens podríem preguntar quina és la magnitud de l'error que cometem. Utilitzant les dades més recents, obtenim que la projecció mitjana sol ser entre 4 i 5 dècimes inferior a la inflació realitzada, una discrepància gens menyspreable.

Les expectatives d'inflació ens interessen, sobretot, pel seu possible impacte sobre els preus dels actius als mercats financers. Per analitzar aquesta qüestió, estudiem l'impacte de les desviacions entre la inflació observada als EUA i el consens de Bloomberg sobre els tipus del deute sobirà a 10 i a 2 anys dels EUA. El principal resultat és que un augment de les sorpreses d'inflació a l'alça genera un repunt del tipus a 10 anys, però gairebé no té efectes sobre el tipus a 2 anys. Per racionalitzar aquest resultat, descomponem els tipus d'interès entre l'expectativa dels tipus a curt termini d'una banda i la prima temporal de l'altra.[3] Cal entendre aquesta prima com la compensació o plus de rendibilitat que exigeix l'inversor per invertir a llarg termini, en lloc de fer-ho a curt termini (reinvertint durant el termini de vida del bo a llarg termini). Doncs bé, el repunt de tipus a 10 anys s'explica, principalment, per un augment de la prima temporal. La raó més plausible és que, a mesura que augmentem l'horitzó temporal, més sorpreses d'inflació ara generen més incertesa sobre les expectatives d'inflació futures, la qual cosa incrementa la prima de risc exigida pels inversors perquè els compensi invertir a 10 anys vista en lloc de reinvertir any a any.

Però quina és la magnitud del repunt? Una sorpresa com la que es pot produir al final del 2018 (d'uns 0,5 p. p.) representaria, si es repeteix el patró observat històricament, un augment de 25 p. b. del tipus a 10 anys. Perquè el lector es faci una idea de la magnitud, el 50% dels increments trimestrals del tipus a 10 anys s'emplacen en un rang de +/– 30 p. b. Cal destacar que, malgrat que no és una magnitud gaire elevada, es tracta d'una estimació molt conservadora, ja que el patró històric observat està molt condicionat pels baixos nivells d'inflació i dels tipus d'interès en els últims anys. Així, a mesura que l'economia nord-americana s'endinsi en una fase més madura del cicle, és de preveure que les sorpreses d'inflació siguin més substancials i que, per tant, els repunts de tipus puguin ser molt més vigorosos que 25 p. b., la qual cosa pot tensionar les condicions financeres més del previst. Això reforça la tesi que l'elevada incertesa sobre les previsions d'inflació és un factor de risc que pot condicionar la política monetària de la Fed.[4]

Impacte de les sorpreses d'inflació sobre el tipus sobirà als EUA

(p. b.)



Nota: ** Les línies del gràfic il·lustren la tendència de la relació entre la variació del tipus d'interès sobirà i l'error de previsió d'inflació. La variació del tipus d'interès sobirà es calcula amb la diferència entre el tancament del dia que es publica la dada d'inflació en relació amb el dia anterior.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

En suma, les expectatives tenen un efecte notable sobre el funcionament dels mercats financers, i és necessari que la ciència econòmica es prengui molt seriosament el seu estudi. En aquest article, ens hem centrat en les derivades macrofinanceres dels errors que cometen els analistes quan realitzen previsions d'inflació i hem vist que l'impacte pot ser considerable. Malgrat que la màxima de Keynes «val més tenir una veritat aproximada que estar completament equivocat» manté tota la seva vigència, sembla que la nostra anàlisi indica que, malgrat que no estem «completament equivocats», no podem asseverar que tinguem «una veritat aproximada» quan formem les expectatives d'inflació.

Cristina Farràs i Javier Garcia-Arenas
CaixaBank Research

3. Per a més informació sobre la prima temporal, vegeu els Focus «La prima de risc temporal dels *treasuries* nord-americans: no hi és, però se l'espera», de l'IM12/2014, i «El biaix en les previsions de tipus d'interès dels mercats», de l'IM10/2016.
4. Vegeu Aspachs-Bracons, O. (2018), «Reptes als quals s'enfronten la Fed i el BCE», Document de Treball de CaixaBank Research.

CaixaBank Research

PUBLICACIONS

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

DOCUMENTS DE TREBALL

Radiografía de las condiciones macrofinancieras en China
Javier Garcia-Arenas, 05/2018

Retos a los que se enfrentan la Fed y el BCE
Oriol Aspachs, 04/2018

¿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

DOCUMENTS D'ECONOMIA CAIXABANK

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

Per què Europa genera poc creixement i ocupació?
Jordi Gual

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

Unió bancària: de formigó o de palla?
Jordi Gual

Ensenyaments llatinoamericans per a una crisi europea
Àlex Ruiz

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

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

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

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

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

CAIXABANK ECONOMIC PAPERS

Banking Union: made of concrete or straw?
Jordi Gual

European Integration at the Crossroads
Jordi Gual

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

Should the ECB Target Employment?
Pau Rabanal

Integrating Regulated Network Markets in Europe
Jordi Gual

IM INFORME MENSUAL

Informe sobre la situació econòmica (disponible també en anglès)

POLS ECONÒMIC

ACTUALITAT DEL SISTEMA FINANCER

COL·LECCIÓ COMUNITATS AUTÒNOMES

CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

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

ESTUDIS ECONÒMICS

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

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

GRUP CAIXABANK: DADES MÉS RELLEVANTS
31 de març de 2018

	MILIONS €
Recursos de clients	351.420
Crèdit a la clientela, brut	223.249
Resultat atribuït al Grup, acumulat en l'any	704
Capitalització borsària	23.150
Clients (milions)	15,7
Empleats	37.107
Oficines	5.318
Oficines *retail* a Espanya	4.618
Nombre de caixers a Espanya	9.394

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

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

CaixaBank Research a Twitter @CABK_Research

Segueix-nos al Twitter per estar al dia de les últimes novetats de CaixaBank Research.

Totes les nostres publicacions estan disponibles a www.caixabankresearch.com

El nostre objectiu és la creació i difusió de coneixement en els àmbits econòmic i social per contribuir al desenvolupament de la societat espanyola i europea.

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

© CaixaBank, S.A., 2018

Es permet la reproducció parcial de l'*Informe Mensual* sempre que se citi la font de forma adequada i que se'n remeti una còpia a l'editor.

Disseny i producció: www.cegeglobal.com
Dipòsit Legal: B. 610-1980 ISSN: 1134-1955

CaixaBank Research

ELEMENTAL CHLORINE FREE GUARANTEED

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