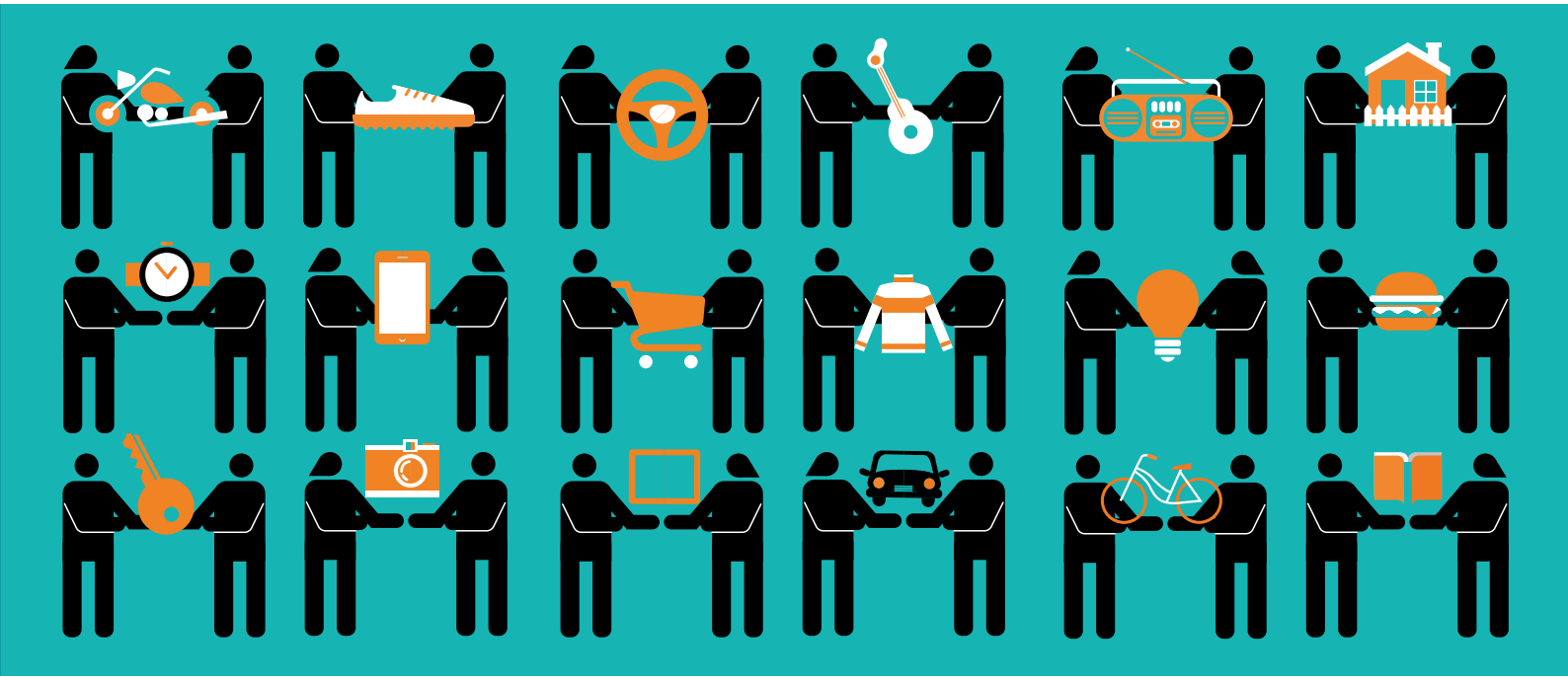
IM07

INFORME MENSUAL
NÚMERO 425 | JULIOL-AGOST 2018



ENTORN ECONÒMIC I FINANCER

MERCATS FINANCERS
Quins factors expliquen l'encariment del petroli?

ECONOMIA INTERNACIONAL
Les claus del creixement mundial: una anàlisi transversal

ECONOMIA ESPANYOLA
Una recuperació intensiva en ocupació: factors explicatius

ECONOMIA PORTUGUESA
Què explica la baixa inflació portuguesa?

DOSSIER: L'ECONOMIA DEL *SHARING*

L'economia del sharing*: de fenomen emergent a peça clau de la revolució digital*

L'economia del sharing *i el turisme*

L'economia del sharing *i el mercat de treball*

Els reptes de la regulació davant l'economia del sharing

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Juliol-Agost 2018

L'*Informe Mensual* és una publicació elaborada de manera conjunta per CaixaBank Research i per BPI Research (UEEF)

CaixaBank Research
www.caixabankresearch.com
research@caixabank.com
Enric Fernández
Economista en cap
Oriol Aspachs
Director de Macroeconomia i Mercats Financers
Estel Martín
Directora d'Estratègia Bancària

BPI Research (UEEF)
www.bancobpi.pt /
http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-mercados/mercados-financeiros
deef@bancobpi.pt
Paula Carvalho
Economista en cap

Data de tancament d'aquesta edició:
30 de juny de 2018

ÍNDEX

1 EDITORIAL

3 RESUM EXECUTIU

4 PREVISIONS

7 MERCATS FINANCERS
9 *Quins factors expliquen l'encariment del petroli?*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL
15 *Creixement als EUA: el poder del capital humà*
16 *Les claus del creixement mundial: una anàlisi transversal*
18 *La importància de les pressions salarials en la determinació dels preus*

22 ECONOMIA ESPANYOLA
24 *Una recuperació intensiva en ocupació: factors explicatius*

27 ECONOMIA PORTUGUESA
29 *Què explica la baixa inflació portuguesa?*
30 *La bona evolució del sector exterior portuguès el 2018*

32 DOSSIER: L'ECONOMIA DEL *SHARING*
32 *L'economia del* sharing*: de fenomen emergent a peça clau de la revolució digital*
Àlex Ruiz
34 *L'economia del* sharing *i el turisme*
Roser Ferrer
36 *L'economia del* sharing *i el mercat de treball*
Josep Mestres Domènech
38 *Els reptes de la regulació davant l'economia del* sharing
Ricard Murillo Gili

El nou món de l'economia col·laborativa

L'economia col·laborativa o economia del *sharing* ve de molt lluny. Fa anys, l'estudiant que anunciava classes de repàs al tauler d'anuncis de la fleca del veïnat ja participava de l'economia col·laborativa. Avui dia, malgrat que encara es pot veure aquest tipus d'anuncis, les plataformes digitals han desplaçat el suro com a punt de trobada entre proveïdors i usuaris i s'han convertit en un model de negoci.

En reduir els costos de transacció, les plataformes digitals amplien enormement l'abast potencial de l'economia col·laborativa. En determinats sectors, com l'allotjament, el transport de persones o els serveis per a l'habitatge, el seu creixement en els últims anys ha estat espectacular.

Certament, aquesta expansió de l'economia col·laborativa genera noves oportunitats. Per als potencials oferents, modalitats de treball flexibles o noves fonts d'ingressos –com el cas d'una persona que decideix dedicar unes hores a la setmana a fer de repartidor a domicili o el de la família que lloga l'habitació d'un fill que s'ha emancipat. Per als consumidors, ofereix nous serveis, una major diversitat d'oferta i preus més baixos. Per al conjunt de la societat, l'economia col·laborativa pot contribuir a un ús més eficaç dels recursos (per exemple, en compartir un cotxe per a un viatge de llarga distància).

El potencial de l'economia col·laborativa també planteja la necessitat d'aclarir el marc regulador sota el qual les plataformes i els seus participants han de desenvolupar les activitats. En primer lloc, per proporcionar la necessària seguretat jurídica, un ingredient essencial perquè floreixi, amb tota la seva esplendor, qualsevol activitat econòmica. En aquest sentit, per exemple, hauria de quedar clar sota quines condicions una persona que ofereix els seus serveis en una plataforma es considerarà un treballador per compte propi i sota quines altres ho serà per compte d'altri. La distinció és rellevant, perquè els drets laborals dels uns i dels altres són molt diferents. I, també, perquè aquesta determinació defineix de forma implícita qui és el prestador del servei, si la plataforma o el treballador. Sempre hi haurà zones grises, però una bona legislació ha d'intentar minimitzar-les.

Una bona regulació també hauria d'evitar la competència deslleial. L'economia col·laborativa no hauria de ser una escletxa per a l'arbitratge regulador ni per a l'economia submergida. És necessari que hi hagi un terreny de joc equilibrat per a tots els competidors que ofereixin serveis equivalents. Alhora, és important tenir en compte criteris de proporcionalitat. Les exigències no haurien de ser les mateixes per a algú que lloga un habitatge durant uns pocs dies a l'any que per a un emprenedor que es dedica a llogar per dies els habitatges d'un edifici sencer durant tot l'any. Els límits entre les dues activitats han d'estar clars, i semblaria lògic que els requisits exigibles al segon haurien de ser els mateixos que els aplicats a un hotel apartament de les mateixes dimensions. En l'àmbit de la fiscalitat, les plataformes també poden ajudar les autoritats fiscals i els contribuents a complir les seves obligacions.

En l'economia col·laborativa, com succeeix sovint, la realitat va per davant de les lleis. S'hauria d'evitar, almenys, que les lleis quedin molt enrere.

Esperem que gaudeixin de la lectura del Dossier, de la resta de l'*Informe Mensual* i, per descomptat, d'unes molt merescudes vacances.

Enric Fernández
Economista en cap
30 de juny de 2018

Cronologia

JUNY 2018

13 La Fed augmenta el tipus oficial en 25 p. b. fins a situar-lo en l'interval 1,75%-2,00%.
14 El BCE anuncia que les compres netes d'actius disminuiran fins als 15.000 milions d'euros mensuals a partir de l'octubre i finalitzaran al desembre del 2018.

ABRIL 2018

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

FEBRER 2018

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

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.

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%.

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.

Agenda

JULIOL 2018

3 Espanya: afiliació a la Seg. Social i atur registrat (juny).
11 Portugal: IPC (juny).
16 Espanya: comptes financers (1T).
Xina: PIB (2T).
18 Espanya: crèdits, dipòsits i taxa de morositat (maig).
19 Portugal: crèdits i dipòsits (maig).
26 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
Espanya: enquesta de població activa (2T).
Portugal: execució pressupostària (juny).
27 EUA: PIB (2T).
30 Espanya: avanç de l'IPC (juliol).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (juliol).
31 Espanya: PIB (2T).
Espanya: execució pressupostària de l'Estat (juny).
Zona de l'euro: PIB (2T).
31-1 Comitè de Mercat Obert de la Fed.

AGOST 2018

31-1 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
2 Espanya: afiliació a la Seg. Social i atur registrat (juliol).
6 Japó: PIB (2T).
8 Portugal: ocupació (2T).
14 Zona de l'euro: PIB (2T).
Portugal: avanç del PIB (2T).
20 Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (juny).
22 Portugal: crèdits i dipòsits (juny).
27 Portugal: execució pressupostària (juliol).
30 Espanya: avanç de l'IPC (agost).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (agost).
31 Portugal: PIB (2T).

Creixement ferm en un entorn de volatilitat

L'economia mundial navega amb mar de fons. L'activitat global ha completat el primer semestre de l'any amb un creixement dinàmic, en cotes properes al 3,8% del 2017. Aquestes xifres positives, que procedeixen de bons registres tant a les economies avançades com a les principals emergents, contrasten amb la intensificació dels riscos a la baixa, en especial els de caràcter geopolític i comercial, i amb un canvi de to en l'entorn financer. D'una banda, al llarg del semestre, l'Administració nord-americana ha pres una orientació més bel·ligerant en política exterior, amb mesures com la reintroducció de sancions econòmiques sobre Rússia i l'Iran o l'amenaça d'una guerra comercial amb la Xina i amb altres socis, com la UE. De fet, al juny, els EUA van anunciar una pujada aranzelària sobre les importacions xineses i van activar els aranzels sobre les importacions d'acer i d'alumini procedents de la UE, de Mèxic i de Canadà (la qual cosa va provocar una represàlia des d'Europa, amb pujades aranzelàries sobre les importacions nord-americanes). Malgrat que l'impacte directe de totes aquestes mesures és petit (amb prou feines afecten l'1,5% dels fluxos comercials de béns a nivell global), les seves conseqüències poden ser molt més negatives si acaben afectant el sentiment inversor i la confiança dels consumidors. En aquest mateix sentit, als mercats financers, els temors a un gir proteccionista a nivell global i les majors tensions geopolítiques han comportat un augment de l'aversió al risc i han desencadenat repunts de volatilitat, amb correccions a les borses, increments de les primes de risc i depreciacions de les divises emergents. Així, al final del semestre, l'entorn financer de molt baixa volatilitat dels últims anys sembla que queda ja molt lluny.

La política monetària es torna menys acomodatícia. El canvi de panorama financer cap a un entorn més volàtil no solament ha respost a tensions geopolítiques, sinó que també és conseqüència del gradual enduriment de la política monetària a nivell global. Concretament, la millora de l'escenari macroeconòmic està permetent que la Reserva Federal dels EUA (Fed) redueixi l'estímul monetari de forma sostinguda, fet que comença a tensionar les condicions financeres domèstiques i internacionals (les economies emergents s'han vist especialment penalitzades per la renovada fortalesa del dòlar). Al juny, la Fed va donar continuïtat a aquesta dinàmica amb un nou increment del tipus d'interès de referència (el segon des de l'inici d'enguany), fins a l'interval 1,75%-2,00%. A més a més, va presentar una visió molt positiva de l'escenari macroeconòmic nord-americà i va reiterar la intenció de mantenir el ritme de pujades de tipus en els propers trimestres. Efectivament, els indicadors disponibles evidencien que els EUA van avançar amb força en el primer semestre de l'any. No obstant això, l'economia té el repte de mantenir un bon ritme de creixement sense el suport de la política fiscal expansiva, que probablement desapareixerà cap a la meitat de l'any vinent.

Europa es consolida en la fase expansiva del cicle. A diferència dels EUA, la zona de l'euro es troba en una fase menys madura del cicle i manté unes perspectives positives malgrat un començament d'any menys dinàmic. En concret, els factors de caràcter temporal (meteorologia adversa, vagues i episodis de grip anormalment intensos al nord d'Europa), així com la volatilitat del sector exterior, van tenir un paper clau en la desacceleració dels indicadors en els primers mesos de l'any. No obstant això, la demanda interna va exhibir un creixement més ferm i reforça la visió que la zona de l'euro s'ha consolidat en la fase expansiva del cicle. Precisament, arran d'aquesta visió, al juny, el Banc Central Europeu (BCE) va anunciar que, al desembre del 2018, posarà fi a les compres netes d'actius. Així i tot, en els propers trimestres, el BCE preservarà unes condicions financeres acomodatícies, ja que no modificarà els tipus d'interès de referència i es mantindrà present als mercats mitjançant la reinversió del principal dels actius que vagin vencent en el balanç.

Portugal consolida l'escenari positiu i l'economia espanyola tanca el semestre amb bons registres d'activitat. Igual que a la zona de l'euro, els factors temporals van fer que la desacceleració del creixement en la primera meitat del 2018 també es notés en l'economia portuguesa. No obstant això, el consum privat i la inversió van continuar avançant amb solidesa, la qual cosa reflecteix la fermesa de fons de l'escenari macroeconòmic i la consolidació de Portugal en la fase expansiva del cicle econòmic. Per la seva banda, a Espanya, els indicadors assenyalen que l'activitat avança amb força, i, segons el model de previsió del PIB de CaixaBank Research, en el 2T 2018, el creixement s'hauria situat en el 0,66% intertrimestral, gairebé el mateix registre que en el 1T (el 0,7%). De cara a la segona meitat de l'any, preveiem que el creixement se suavitzarà de forma molt gradual a mesura que alguns dels factors que l'han impulsat en els últims anys vagin perdent força. No obstant això, les condicions financeres acomodatícies i les fortaleses internes de l'economia espanyola (creació ferma d'ocupació, guanys en competitivitat exterior i progressos en la correcció dels desequilibris macroeconòmics) continuaran donant suport a un creixement robust.

Mercats financers

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2015	2016	2017	2018	2019	2020
TIPUS D'INTERÈS							
Dòlar							
Fed funds	3,43	0,48	0,64	1,39	2,50	3,00	3,25
Líbor 3 mesos	3,62	0,69	0,98	1,61	2,80	3,29	3,20
Líbor 12 mesos	3,86	1,18	1,67	2,05	3,10	3,41	3,25
Deute públic 2 anys	3,70	0,72	1,18	1,84	3,00	3,42	3,30
Deute públic 10 anys	4,70	2,70	2,49	2,41	3,35	3,75	3,55
Euro							
Depo BCE	2,05	0,50	–0,40	–0,40	–0,40	–0,20	0,25
Refi BCE	3,05	1,13	0,00	0,00	0,00	0,25	0,75
Eonia	3,12	0,77	–0,35	–0,34	–0,35	–0,10	0,40
Euríbor 1 mes	3,18	0,93	–0,37	–0,37	–0,34	–0,08	0,42
Euríbor 3 mesos	3,24	1,13	–0,32	–0,33	–0,32	–0,04	0,44
Euríbor 6 mesos	3,29	1,30	–0,22	–0,27	–0,22	0,12	0,62
Euríbor 12 mesos	3,40	1,51	–0,08	–0,19	–0,12	0,27	0,79
Alemanya							
Deute públic 2 anys	3,41	0,85	–0,76	–0,69	–0,45	0,08	0,73
Deute públic 10 anys	4,30	2,21	0,29	0,35	0,70	1,26	1,96
Espanya							
Deute públic 3 anys	3,62	2,59	–0,13	–0,04	0,06	0,70	1,45
Deute públic 5 anys	3,91	3,16	0,30	0,31	0,50	1,13	1,86
Deute públic 10 anys	4,42	4,13	1,43	1,46	1,50	2,01	2,66
Prima de risc	11	192	114	110	80	75	70
Portugal							
Deute públic 3 anys	3,68	4,85	0,76	–0,05	0,08	0,83	1,74
Deute públic 5 anys	3,96	5,42	2,05	0,46	0,73	1,41	2,24
Deute públic 10 anys	4,49	5,90	3,75	1,84	1,95	2,46	3,11
Prima de risc	19	369	346	149	125	120	115
TIPO DE CAMBIO							
EUR/USD	1,13	1,33	1,05	1,18	1,21	1,23	1,24
EUR/JPY	129,50	127,13	122,41	133,70	131,89	129,15	127,72
USD/JPY	115,34	96,09	116,06	113,02	109,00	105,00	103,00
EUR/GBP	0,66	0,83	0,85	0,88	0,87	0,86	0,84
USD/GBP	0,59	0,62	0,80	0,75	0,72	0,70	0,68
PETROLI							
Brent ($/barril)	42,32	90,70	54,92	64,09	68,00	66,00	66,00
Brent (euros/barril)	36,35	67,78	52,10	54,17	56,20	53,66	53,23

Nota: *Les dades correponen a la mitjana de l'últim mes del període, excepte quan s'especifica el contrari.*

Previsions

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

Economia internacional

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2015	2016	2017	2018	2019	2020
CREIXEMENT DEL PIB							
Mundial	**4,5**	**3,3**	**3,2**	**3,8**	**3,9**	**3,8**	**3,7**
Països desenvolupats	***2,6***	***1,1***	***1,7***	***2,3***	***2,3***	***2,1***	***1,8***
Estats Units	2,7	1,3	1,5	2,3	2,7	2,2	1,9
Zona de l'euro	2,2	0,2	1,8	2,6	2,2	2,0	1,7
Alemanya	1,7	0,9	1,9	2,5	2,2	2,0	1,8
França	2,0	0,5	1,1	2,3	2,0	2,0	1,6
Itàlia	1,5	–1,0	1,0	1,6	1,2	1,0	1,0
Portugal	1,5	–0,6	1,6	2,7	2,3	2,1	2,0
Espanya	3,8	–0,4	3,3	3,1	2,8	2,4	2,3
Japó	1,5	0,3	1,0	1,7	1,1	1,1	0,9
Regne Unit	2,7	0,9	1,9	1,8	1,2	1,6	1,9
Països emergents	***6,6***	***5,2***	***4,4***	***4,8***	***5,0***	***5,0***	***5,0***
Xina	10,5	8,6	6,7	6,9	6,5	6,3	6,0
Índia	7,2	6,7	7,9	6,2	7,5	7,5	7,5
Indonèsia	5,1	5,8	5,0	5,1	5,4	5,6	5,9
Brasil	3,6	2,3	–3,5	1,0	2,1	2,6	2,6
Mèxic	2,4	2,0	2,9	2,0	2,1	2,4	2,3
Xile	5,0	3,4	1,3	1,5	3,2	3,2	2,9
Rússia	7,2	1,1	–0,2	1,5	1,8	2,3	2,0
Turquia	5,4	5,0	3,2	7,3	4,5	3,2	3,7
Polònia	4,0	3,2	3,0	4,7	4,8	3,3	2,9
Sud-àfrica	4,4	2,0	0,7	1,3	1,2	1,8	1,9
INFLACIÓ							
Mundial	**4,1**	**3,9**	**2,8**	**3,0**	**3,3**	**3,3**	**3,2**
Països desenvolupats	***2,1***	***1,6***	***0,8***	***1,7***	***1,9***	***1,8***	***1,9***
Estats Units	2,8	1,7	1,3	2,1	2,4	2,0	2,0
Zona de l'euro	2,1	1,5	0,2	1,5	1,6	1,7	1,8
Alemanya	1,7	1,4	0,4	1,7	1,7	1,9	1,9
França	1,8	1,3	0,3	1,2	1,8	1,8	1,8
Itàlia	1,8	1,4	0,0	1,3	1,2	1,5	1,6
Portugal	3,0	1,3	0,6	1,6	1,2	1,5	1,8
Espanya	3,2	1,5	–0,2	2,0	1,8	1,9	2,0
Japó	–0,3	0,4	–0,1	0,5	0,8	0,8	1,2
Regne Unit	1,9	2,6	0,7	2,7	2,4	2,2	2,1
Països emergents	***6,7***	***6,0***	***4,3***	***4,0***	***4,4***	***4,3***	***4,1***
Xina	1,7	2,7	2,0	1,6	2,0	2,4	2,4
Índia	4,5	9,0	4,9	3,3	4,6	5,0	4,7
Indonèsia	8,7	6,0	3,5	3,8	3,5	4,4	4,6
Brasil	7,3	6,2	8,8	3,5	3,3	4,1	4,1
Mèxic	5,2	4,1	2,8	6,0	4,4	3,8	3,4
Xile	3,1	3,5	3,8	2,2	2,5	2,9	3,0
Rússia	14,2	9,5	7,1	3,7	2,9	3,9	4,0
Turquia	27,2	8,1	7,8	11,1	11,2	9,9	8,1
Polònia	3,5	2,3	–0,2	1,6	1,4	2,7	2,5
Sud-àfrica	5,3	6,1	6,3	5,3	4,9	5,4	5,1

Previsions

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

Economia espanyola

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2015	2016	2017	2018	2019	2020
Agregats macroeconòmics							
Consum de les llars	3,6	–1,1	2,9	2,4	2,6	2,0	1,9
Consum de les AP	5,0	0,8	0,8	1,6	1,5	0,8	0,7
Formació bruta de capital fix	6,0	–4,2	3,3	5,0	3,4	3,0	2,7
Béns d'equipament	5,4	–0,3	4,9	6,1	1,6	2,6	2,4
Construcció	6,2	–7,0	2,4	4,6	4,8	3,2	2,9
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,6	–1,6	2,5	2,8	2,5	1,9	1,8
Exportació de béns i serveis	4,8	2,4	4,8	5,0	3,7	4,2	4,1
Importació de béns i serveis	7,1	–1,4	2,7	4,7	3,2	3,2	2,9
Producte interior brut	**3,8**	**–0,4**	**3,3**	**3,1**	**2,8**	**2,4**	**2,3**
Altres variables							
Ocupació	3,4	–1,9	3,0	2,8	2,2	2,1	2,0
Taxa d'atur (% pobl. activa)	10,5	21,0	19,6	17,2	15,4	13,7	12,0
Índex de preus de consum	3,2	1,5	–0,2	2,0	1,8	1,9	2,0
Costos laborals unitaris	3,3	0,4	–0,6	–0,1	0,5	1,8	2,4
Saldo op. corrents (acum., % PIB) [1]	–6,0	–2,1	1,9	1,9	1,6	1,7	1,6
Cap. o nec. financ. resta món (acum., % PIB) [1]	–5,3	–1,7	2,2	2,1	1,8	1,9	1,8
Saldo públic (acum., % PIB) [2]	0,4	–7,3	–4,3	–3,1	–2,6	–1,9	–1,3

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

Previsions

Economia portuguesa

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2015	2016	2017	2018	2019	2020
Agregats macroeconòmics							
Consum de les llars	1,7	–0,5	2,1	2,3	2,4	1,8	1,7
Consum de les AP	2,3	–0,8	0,6	–0,2	0,4	0,4	0,2
Formació bruta de capital fix	–0,3	–4,2	1,5	9,2	5,3	4,9	4,5
Béns d'equipament	1,3	–1,0	5,2	13,8	7,4	6,5	5,5
Construcció	–1,6	–7,0	–0,3	9,2	5,5	6,2	5,5
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,5	–1,4	1,7	2,9	2,6	2,1	1,9
Exportació de béns i serveis	5,2	3,4	4,4	7,9	6,5	5,3	4,8
Importació de béns i serveis	3,6	1,2	4,2	7,9	6,6	5,1	4,4
Producte interior brut	**1,5**	**–0,6**	**1,6**	**2,7**	**2,3**	**2,1**	**2,0**
Altres variables							
Ocupació	0,4	–1,4	1,2	3,3	2,2	1,3	0,9
Taxa d'atur (% pobl. activa)	6,1	12,3	11,1	8,9	7,6	6,9	6,4
Índex de preus de consum	3,0	1,3	0,6	1,6	1,2	1,5	1,8
Saldo op. corrents (acum., % PIB) [1]	–9,4	–4,8	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6
Cap. o nec. financ. resta món (acum., % PIB) [1]	–7,9	–3,4	1,6	1,4	1,3	1,3	1,2
Saldo públic (acum., % PIB) [2]	–4,4	–6,8	–2,0	–3,0	–0,8	–0,9	–0,9

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

Previsions

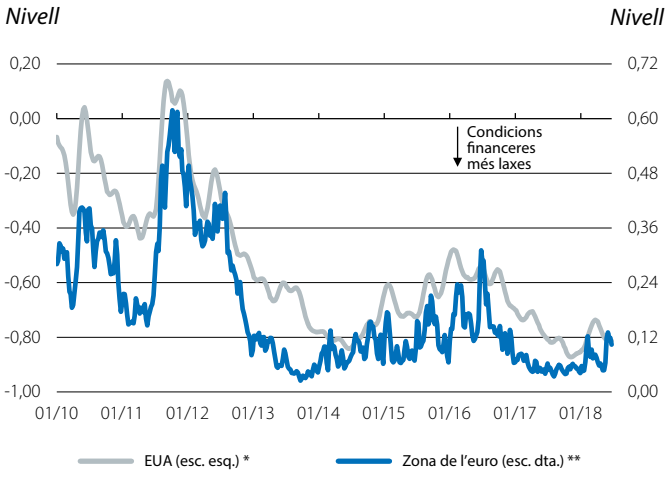
La indecisió predomina als mercats financers

Els mercats completen un semestre amb volatilitat. L'entorn financer s'ha capgirat en els primers sis mesos del 2018 i ha deixat enrere el règim de molt baixa volatilitat dels últims anys. Al llarg d'aquesta primera meitat d'any, les borses han patit diferents episodis de pèrdues, els tipus d'interès s'han mogut a l'alça, les primes de risc del deute sobirà i corporatiu s'han mostrat inestables i el dòlar s'ha enfortit enfront de les principals divises avançades i emergents. El canvi de panorama ha estat propiciat, d'una banda, pel to menys acomodatici dels bancs centrals de les economies avançades, reflex d'un escenari macroeconòmic positiu. A més a més, durant el semestre, s'ha viscut un augment de l'aversió al risc pels temors a un gir proteccionista a nivell global i per la intensificació de les tensions geopolítiques. També al juny aquests dos elements van estar presents en la conjuntura financera. Pel que fa als bancs centrals, la Fed va dur a terme un nou increment de tipus i el BCE va anunciar que acabarà les compres netes d'actius al desembre del 2018. Malgrat que aquestes decisions no van sorprendre els inversors, un nou repunt de les tensions comercials entre els EUA i la Xina (i amb altres socis comercials, com la UE) i una certa prevalença de la incertesa política a Itàlia van llastar, una vegada més, unes cotitzacions financeres que van tancar el mes de juny amb un to erràtic.

La Fed reforça l'enduriment de la política monetària nord-americana. En la reunió del juny, la Fed va incrementar el tipus d'interès objectiu en 25 p. b. per segona vegada enguany i el va situar en l'interval 1,75%-2,00%. La decisió va rebre el suport d'una visió molt positiva de l'escenari macroeconòmic, segons la qual els membres de la Fed esperen que l'activitat nord-americana continuï creixent per damunt del seu potencial i que el mercat laboral es mantingui en una situació de plena ocupació en els propers anys. D'aquesta manera, la Fed va reiterar la necessitat de donar continuïtat a l'enduriment gradual de les condicions financeres amb noves pujades de tipus en els propers trimestres. En concret, els membres de la Fed esperen realitzar entre quatre i cinc nous increments de tipus fins al final del 2019, una senda coherent amb l'escenari de CaixaBank Research, però lleugerament més agressiva que la que descompten les cotitzacions financeres. Malgrat que els mercats van rebre aquests anuncis sense grans moviments, en el conjunt del mes els tipus d'interès sobirans dels EUA es van mostrar volàtils, amb un repunt proper als 15 p. b. en els 15 primers dies del mes, que es va desfer, en la segona meitat, arran del repunt de les tensions comercials entre els EUA i la Xina.

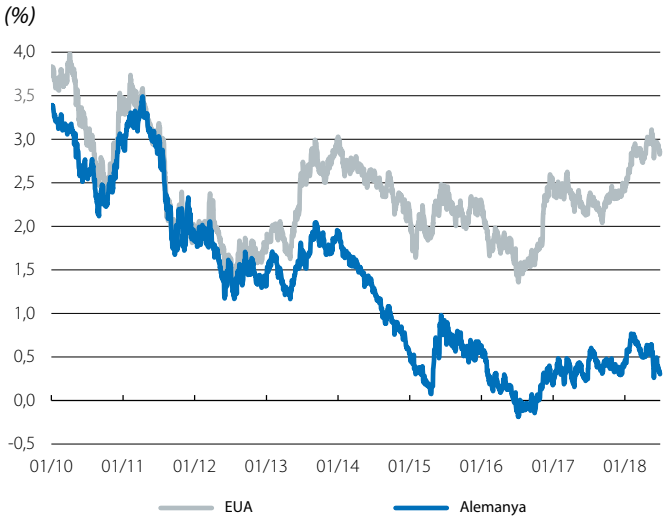
El BCE anuncia el final del QE en la reunió del juny, en assenyalar que mantindrà les compres netes a un ritme de 30.000 milions mensuals fins al setembre, les reduirà a 15.000 milions mensuals a partir de l'octubre i les finalitzarà al desembre del 2018. El BCE va fonamentar l'anunci en la fermesa de l'escenari econòmic i en la consolidació de la zona de l'euro en la fase expansiva del cicle, però va recordar que la infrautilització dels

Indicadors de les condicions financeres



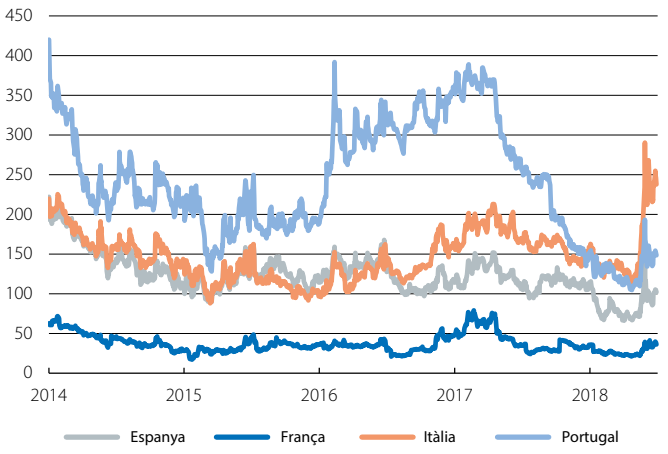
Nota: ** Índex de condicions financeres de la Reserva Federal de Chicago.*
*** Indicador d'estrès sistèmic del BCE (mitjana mòbil de dues setmanes).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Rendibilitat del deute públic a 10 anys



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

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



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

recursos encara és elevada i que les pressions inflacionistes continuen sent contingudes, per la qual cosa requereixen el suport d'un entorn financer acomodatici. Així, el BCE va anunciar que mantindrà els tipus d'interès inalterats, com a mínim, fins després de l'estiu del 2019 i va reiterar que continuarà present als mercats financers mitjançant la reinversió del principal dels actius que vagin vencent en el seu balanç. Arran d'aquests anuncis, els tipus d'interès sobirans dels països de la zona de l'euro van flexionar a la baixa, en un clar reflex que els inversors van centrar més l'atenció en l'orientació futura dels tipus d'interès de referència que en el final de les compres netes. Per la seva banda, les primes de risc de la perifèria van continuar disminuint i es van recuperar de l'episodi d'aversió al risc vinculat amb Itàlia, tot i que encara van tancar el mes en nivells relativament elevats.

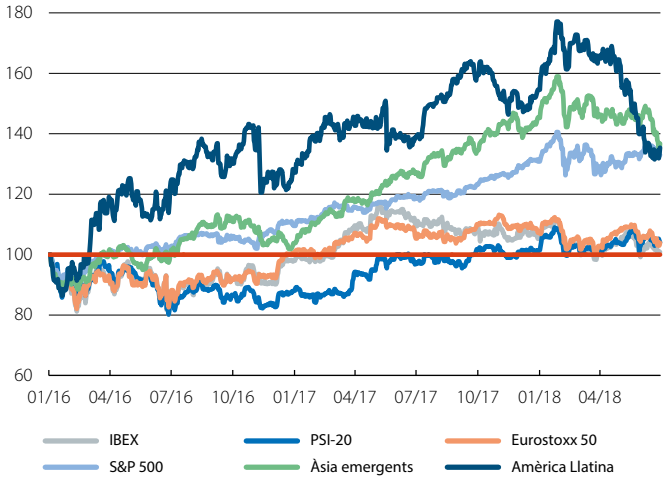
Les borses internacionals es mostren erràtiques. Els principals parquets internacionals van començar el mes de juny amb un to constructiu i registrant guanys superiors al 3% a les economies avançades. No obstant això, cap a mitjan mes, les borses van fer un gir negatiu arran de l'escenificació de les tensions entre els EUA i els seus socis comercials. Així, els índexs de les economies emergents i de la zona de l'euro van patir pèrdues la resta del mes i van tancar el juny en negatiu (Eurostoxx 50 –0,3%, DAX –2,4%, CAC –1,4% i MIB –0,7%), amb l'excepció d'Espanya i de Portugal (IBEX +1,7% i PSI +1,1%), mentre que les borses nord-americanes van aconseguir acabar, en general, amb lleugers avanços (S&P 500 +0,5%, Dow Jones –0,6% i Nasdaq +1,0%).

El dòlar manté la fortalesa al mercat de divises. Al juny, el dòlar va mantenir la dinàmica d'apreciació iniciada al començament d'abril i es va enfortir enfront de les principals divises internacionals. Així, a les economies avançades, l'euro va fluctuar al voltant dels 1,16 dòlars, mentre que, a les economies emergents, gairebé totes les divises es van depreciar. El peso argentí (el –13,7%) i la lira turca (el –1,4%, en recuperar terreny després de la victòria electoral de l'actual president Recep Tayyip Erdoğan) van ser de nou penalitzats, mentre que el peso mexicà va acabar gairebé en pla a l'avantsala de les eleccions de l'1 de juliol.

L'OPEP i els seus socis suavitzen les retallades en la producció de petroli i augmentaran en 1 milió de barrils diaris (mb/d) el sostre a la producció (de 32,5 mb/d fins ara) a partir del juliol. De tota manera, tenint en compte que alguns països ja produeixen a plena capacitat, les estimacions indiquen que l'augment efectiu se situarà al voltant dels 700.000 barrils. Com s'analitza al Focus «Quins factors expliquen l'encariment del petroli?», en aquest mateix *Informe Mensual*, l'anunci s'ha produït després d'uns mesos de fort encariment del petroli, a causa, entre altres factors, d'un sobrecompliment de les retallades de la producció i de la fortalesa de la demanda global. En aquest context, el preu del barril de Brent va fluctuar al voltant dels 75 dòlars, sense mostrar una tendència a la baixa després de l'anunci de l'OPEP, i va acabar el mes amb un nou repunt cap als 78 dòlars.

Principals borses internacionals

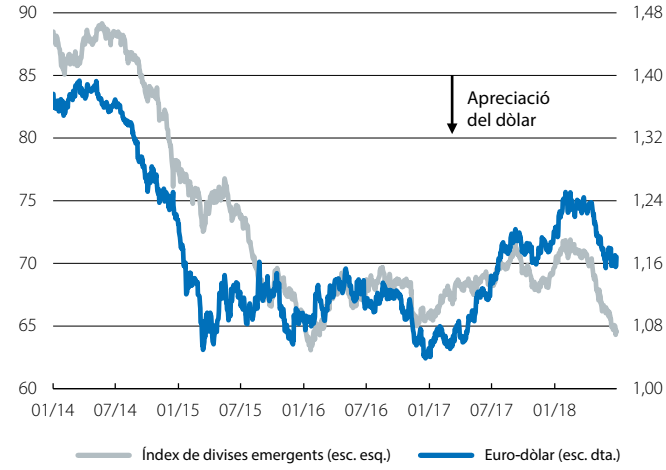
Índex (100 = gener 2016)



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

Divises internacionals enfront del dòlar

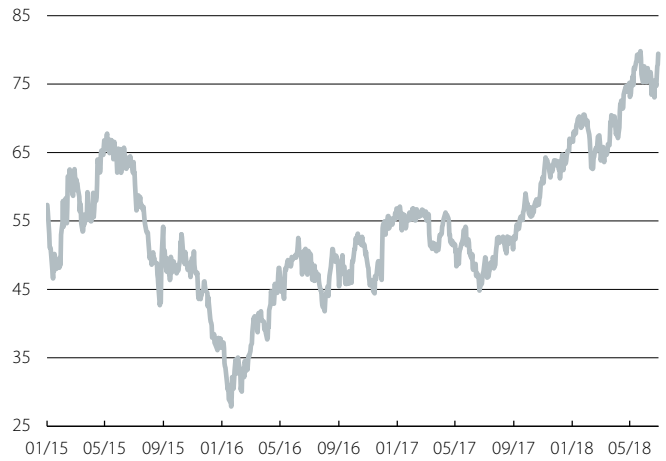
(Índex) *(Dòlars per euro)*



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.*

Quins factors expliquen l'encariment del petroli?

El preu del petroli ha pujat més del 70% en els 12 últims mesos, des dels 45 dòlars per barril de Brent del juny del 2017 s'ha apropat als 80 dòlars al maig del 2018. Així, després de tres anys de preus baixos, el cru ha tornat a nivells no vistos des del final del 2014. Quines són les forces que expliquen aquest encariment del petroli? Pot comprometre el creixement de l'economia mundial? Ho analitzem tot seguit.

Els factors que expliquen l'encariment del petroli

Al començament del 2017, el mercat de petroli es trobava en una situació en què l'oferta superava la demanda de forma persistent, i, d'aquesta manera, s'havia acumulat un important matalàs d'existències de cru (vegeu el primer gràfic). No obstant això, el preu del Brent s'havia recuperat de les caigudes del 2014 i del 2015 i es trobava estable al voltant dels 55 dòlars per barril. D'una banda, la recuperació responia a l'acord de retallada de la producció que l'OPEP i altres grans productors, com Rússia, havien tancat al novembre del 2016.[1] De l'altra, les existències acumulades oferien un matalàs de seguretat que reduïa la volatilitat del preu del petroli, ja que l'aïllava (parcialment) dels episodis d'inestabilitat geopolítica.

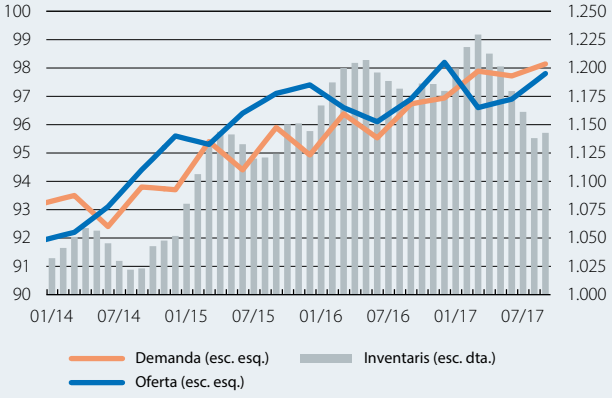
A partir del juny del 2017, però, el petroli va iniciar una forta senda alcista, empès tant pels factors d'oferta com de demanda. Pel costat de l'oferta, el primer gràfic mostra com l'acord de retallada de la producció entre els països de l'OPEP i els seus socis va aconseguir contenir i, fins i tot, reduir l'oferta mundial de petroli. És més, les retallades de la producció de cru han estat clarament superiors a les acordades, com queda reflectit al segon gràfic.[2] Enfront d'aquesta moderació de l'oferta, s'esperava que la producció de cru nord-americà repuntés amb força i contingués el preu del Brent entre els 50 i els 60 dòlars. No obstant això, en els últims trimestres, la infraestructura petroliera dels EUA s'ha vist limitada per colls d'ampolla i no ha pogut compensar l'efecte de les retallades de l'OPEP.[3]

A la contenció de l'oferta es va afegir, pel costat de la demanda, un avanç vigorós de l'economia mundial, que va sorprendre en positiu i va provocar una important revisió a l'alça de les previsions de creixement. De fet, el tercer gràfic mostra una associació molt clara entre l'augment del preu del petroli i les millors perspectives per al PIB global. Finalment, la combinació d'aquestes dinàmiques d'oferta i demanda va comportar una reducció substan-

1. Per a una anàlisi de l'acord i de les causes que el van motivar, vegeu el Focus «Acord de productors de petroli: el retorn del càrtel», a l'IM01/2017.
2. Una part d'aquest sobrecompliment (encara que no tot) és deguda a la forta crisi econòmica que pateix Veneçuela i al col·lapse de la seva producció de petroli: al maig del 2018, va subministrar 600.000 barrils diaris menys que al maig del 2017.
3. Vegeu Kaplan, R. S. (2018) «A Perspective on Oil», discurs del 19 de juny.

Petroli: oferta, demanda i inventaris globals

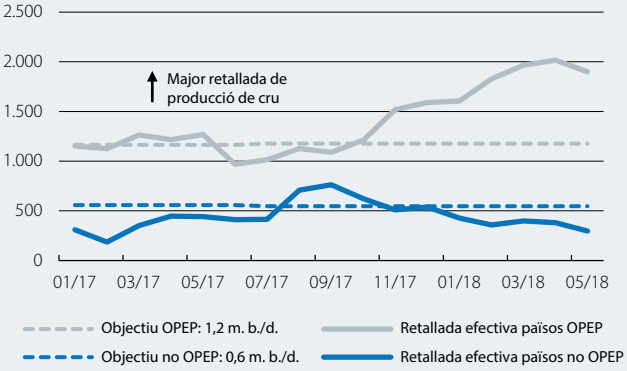
(Milers de barrils per dia) *(Milions de barrils acumulats)*



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Departament d'Energia dels EUA i de l'FMI.*

Retallades de la producció de petroli: grau de compliment

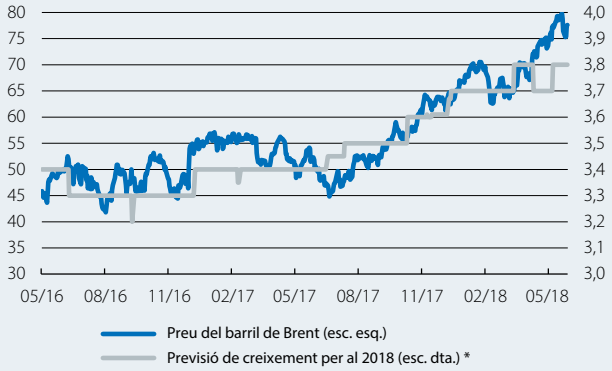
Retallades observades i retallades objectiu (milers de barrils per dia)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg, del Departament d'Energia dels EUA i de l'OPEP.*

Preu del petroli i expectatives de creixement del PIB mundial

(Dòlars per barril de Brent) *Variació interanual (%)*



Nota: ** Previsions del consens de Bloomberg.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

cial del matalàs d'existències de cru, la qual cosa explicaria la major volatilitat del preu del petroli i la seva renovada sensibilitat als riscos geopolítics. En aquest sentit, és probable que la recent reintroducció de les sancions econòmiques a l'Iran també hagi contribuït a l'increment del preu del cru (per l'impacte directe sobre les seves exportacions de petroli i per l'increment del risc de conflictes geopolítics a la regió del Golf Pèrsic).

Malgrat que hi ha consens sobre el paper jugat per tots aquests factors, no és clar quina ha estat la seva importància relativa, i les estimacions varien sensiblement en funció de la metodologia utilitzada. Per exemple, la Reserva Federal de Nova York descompon les fluctuacions del preu del petroli en factors d'oferta i de demanda a partir de la seva relació amb un univers de variables financeres. Els seus resultats, que reproduïm al quart gràfic, indiquen que la demanda seria responsable, gairebé, del 50% de l'augment del preu, mentre que l'oferta explicaria el 20% de l'increment (el model atribueix el 30% restant a altres factors que no pot explicar). D'altra banda, a partir de l'anàlisi de la producció i del consum passats de petroli, així com de l'acumulació d'existències (que reflecteixen les expectatives sobre l'equilibri futur entre oferta i demanda), recentment el BCE[4] ha estimat que els factors d'oferta serien responsables d'una mica més del 60% del repunt, mentre que la demanda global hauria contribuït a l'alça del cru el 30% i la reducció d'existències hauria tendit a empènyer lleugerament a la baixa els preus.

Conseqüències sobre el creixement

L'impacte de l'encariment del preu del petroli sobre el creixement mundial dependrà de dos elements: i) dels factors responsables del moviment (oferta, demanda o altres) i ii) de l'equilibri entre l'impacte positiu sobre les economies exportadores de cru i el negatiu sobre les importadores de cru. Les estimacions tradicionals, com les de l'FMI que compartim al cinquè gràfic, assumeixen, implícitament, que les conseqüències negatives sobre els importadors de petroli (amb una major propensió marginal a consumir) han dominat sobre l'efecte positiu sobre la renda dels exportadors de petroli. No obstant això, mentre que aquestes estimacions s'han centrat en l'anàlisi de les conseqüències d'una reducció de l'oferta de petroli, acabem de veure que els factors de demanda han jugat un paper rellevant i, per tant, poden mitigar l'impacte negatiu del repunt del preu del petroli. En aquest sentit, l'estudi empíric de Cashin *et al.*[5] mostra que un increment del preu del petroli per factors de demanda va associat a augments de l'activitat tant en economies exportadores com importadores, atès que és conseqüència d'una dinàmica positiva de l'economia global.

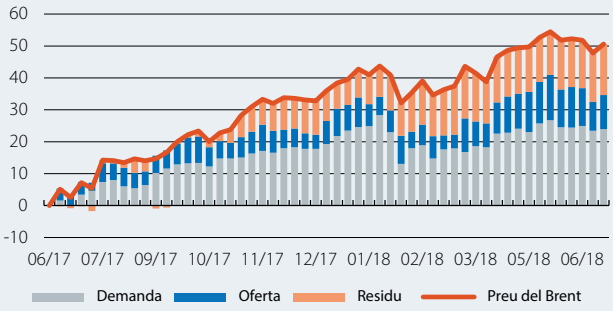
4. Vegeu Alonso, I. i Skudelny, F. (2018), «Are the recent oil price increases set to last?», al Butlletí Econòmic 02/2018 del BCE.
5. Cashin *et al.* (2014), «The Differential Effects of Oil Demand and Supply Shocks on the Global Economy», Energy Economics.

Finalment, a més de l'efecte mitigant de la demanda, s'han produït altres canvis en els mecanismes de transmissió tradicionals. En primer lloc, el petroli ha perdut importància en la cadena de producció global, tant per la menor intensitat energètica del PIB com per la menor contribució del petroli al total d'energia consumida. En segon lloc, en l'actualitat, les economies exportadores de petroli tenen menors matalassos fiscals, de manera que, possiblement, la seva propensió a gastar els ingressos addicionals del petroli sigui més elevada. Finalment, la irrupció del sector del *shale* als EUA ha provocat que una part important de l'economia nord-americana es beneficiï ara dels preus més alts del petroli.

Així, en conjunt, tots aquests elements suggereixen que l'impacte de l'encariment del cru sobre l'economia mundial podria ser menor que l'estimat tradicionalment i ajuden a explicar per què el PIB global ha mantingut un avanç molt ferm en els últims trimestres.

Preu del petroli: descomposició en factors d'oferta i demanda

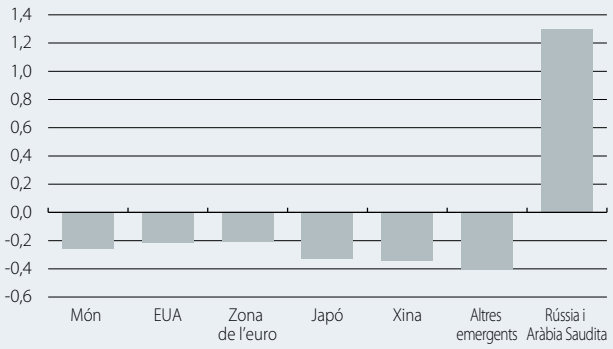
*Desviació en relació amb el preu del 23 de juny del 2017 (%) **



***Nota:** * S'aproxima la desviació percentual per diferències logarítmiques. Atès que l'aproximació empitjora a mesura que augmenta la dimensió de la variació, la diferència logarítmica presentada en aquest gràfic no sempre coincideix amb la desviació percentual observada.*
***Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal de Nova York.*

*Impacte en el PIB d'un repunt del preu del petroli **

Canvi en el nivell de PIB a dos anys vista (%)



***Nota:** * Assumim un repunt del 10% en el preu del petroli per factors d'oferta.*
***Font:** CaixaBank Research, a partir de les estimacions de l'FMI al «World Economic Outlook» de l'octubre del 2014.*

Tipus d'interès (%)

	29-jun	31-maig	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	–0,32	0	0,8	1,0
Euríbor 12 mesos	–0,18	–0,18	0	0,6	–2,4
Deute públic a 1 any (Alemanya)	–0,64	–0,65	1	–0,2	1,8
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	–0,67	–0,66	–1	–4,3	–10,6
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	0,30	0,34	–4	–12,7	–15,2
Deute públic a 10 anys (Espanya)	1,32	1,50	–18	–24,7	–21,3
Diferencial de deute públic a 10 anys (p. b.) [1] (Portugal)	102	116	–14	–12,0	–6,1
EUA					
Fed funds (límit superior)	2,00	1,75	25	50,0	75,0
Líbor 3 mesos	2,34	2,32	2	64,6	104,1
Líbor 12 mesos	2,76	2,72	4	65,3	102,0
Deute públic a 1 any	2,31	2,22	9	57,8	109,3
Deute públic a 2 anys	2,53	2,43	10	64,7	116,1
Deute públic a 10 anys	2,86	2,86	0	45,5	59,3

Spreads de deute corporatiu (p. b.)

	29-jun	31-maig	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2018 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	74	69	5	29,5	18,6
Itraxx Financer Sènior	90	85	5	46,2	36,7
Itraxx Financer Subordinat	180	185	–4	75,8	46,3

Tipus de canvi

	29-jun	31-maig	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2018 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD	1,168	1,169	–0,1	–2,7	2,1
EUR/JPY	129,360	127,230	1,7	–4,4	0,8
EUR/GBP	0,885	0,879	0,6	–0,4	0,6
USD/JPY	110,760	108,820	1,8	–1,7	–1,3

Primeres matèries

	29-jun	31-maig	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2018 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	439,1	446,3	–1,6	1,6	–1,1
Brent ($/barril)	79,4	77,6	2,4	18,8	67,5
Or ($/unça)	1.253,2	1.298,5	–3,5	–3,8	0,6

Renda variable

	29-jun	31-maig	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2018 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	2.718,4	2.705,3	0,5	1,7	12,3
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	3.395,6	3.406,7	–0,3	–3,1	–2,2
Ibex 35 (Espanya)	9.622,7	9.465,5	1,7	–4,2	–8,6
PSI 20 (Portugal)	5.528,5	5.468,7	1,1	2,6	7,5
Nikkei 225 (Japó)	22.304,5	22.201,8	0,5	–2,0	10,3
MSCI emergents	1.069,5	1.120,7	–4,6	–7,7	5,5

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

Creixement a bon ritme però amb riscos a la baixa

Els indicadors econòmics globals donen suport a unes bones perspectives de creixement per a la resta del 2018. L'índex de sentiment empresarial (PMI) compost global continua en una zona clarament expansiva i, al maig, va augmentar lleugerament fins als 54,0 punts. A més a més, l'indicador de CaixaBank Research que estima el creixement mundial mostra que, en el 2T 2018, l'avanç de l'economia global s'hauria situat en cotes molt semblants a les dels últims trimestres (vegeu el Focus «Les claus del creixement mundial: una anàlisi transversal», en aquest mateix *Informe Mensual*). Així, les dades globals més recents avalen el manteniment d'un ritme de creixement mundial sòlid i basat en uns indicadors de sentiment i de confiança en nivells elevats, en unes condicions financeres encara acomodatícies i en uns preus de les primeres matèries en un rang també encara raonable, tant per als exportadors com per als importadors.

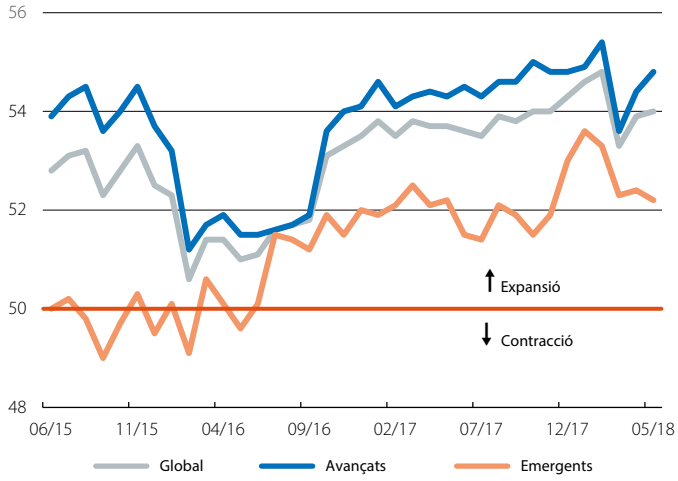
Els riscos a la baixa, però, es van acumulant. La bona dinàmica en l'activitat global conviu amb importants riscos en els àmbits comercial i macrofinancer. En concret, després de setmanes de negociacions amb la Xina, els EUA van acabar anunciant una pujada aranzelària sobre les importacions xineses (per valor de 50.000 milions de dòlars) amb l'argument de reduir l'enorme dèficit comercial que manté amb el país asiàtic. A més a més, l'anunci va provocar una escalada de declaracions, amb amenaces d'un augment equivalent d'aranzels per part de la Xina i la resposta (via Twitter) de Trump d'incrementar la imposició fins als 200.000 milions de dòlars. Així mateix, els EUA van activar els aranzels sobre les importacions d'acer i d'alumini procedents de la UE, de Mèxic i de Canadà, i Europa va respondre amb una pujada aranzelària sobre un total de 3.300 milions de dòlars d'importacions nord-americanes. Malgrat que totes aquestes accions amb prou feines afecten l'1,5% del total de fluxos comercials de béns, el clima d'incertesa que generen podria danyar la confiança i, en conseqüència, el creixement global. D'altra banda, en l'àmbit macrofinancer, les sortides de capitals dels emergents al maig posen de manifest la inquietud sobre la seva resiliència en un entorn financer menys acomodatici. Finalment, el mes de juny també va estar marcat per l'agenda política europea. En concret, en la reunió del Consell Europeu, es va acordar un pla comú per gestionar la crisi migratòria de la UE, mitjançant una major cooperació amb els països d'origen i de trànsit i mesures per limitar el moviment d'immigrants dins la UE. No obstant això, no va haver-hi canvis significatius en altres fronts cap a una major integració europea.

ESTATS UNITS

Les dades més recents avalen un sòlid ritme de creixement en el 2T. Els models de previsió Nowcasting del PIB de les Reserves Federals d'Atlanta i de Nova York prediuen un crei-

Indicadors d'activitat: PMI compost

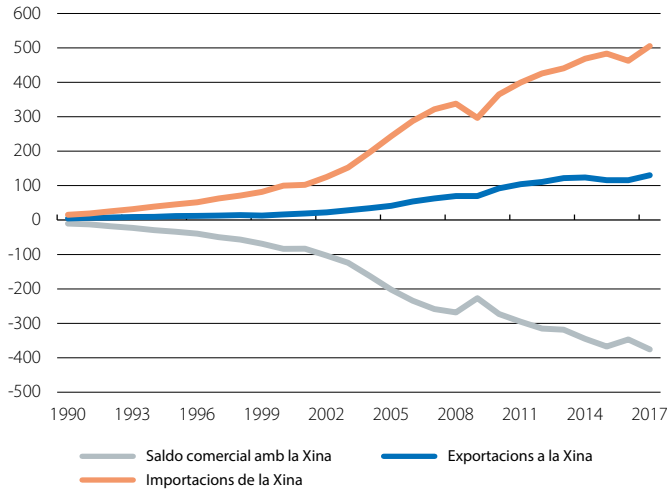
Nivell



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

EUA – Xina: saldo exterior de béns

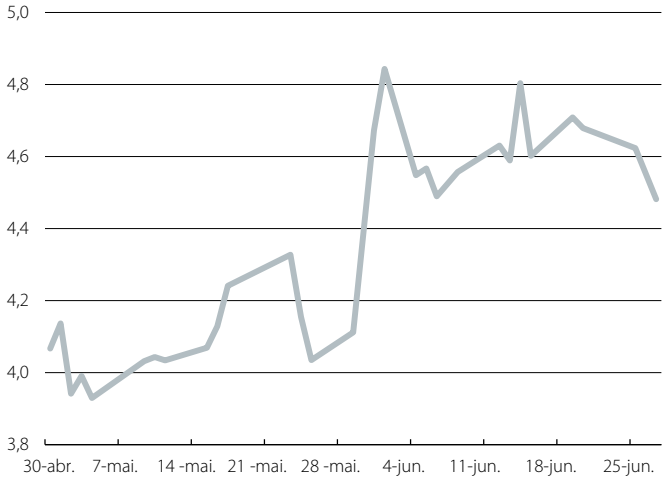
Milers de milions de dòlars



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'U.S. Census Bureau.*

EUA: estimació del PIB 2T de la Fed d'Atlanta

Variació intertrimestral anualitzada (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir del model de Nowcasting de la Fed d'Atlanta.*

xement en el 2T en cotes clarament superiors a les del 1T (quan es va situar en el 2,0% intertrimestral anualitzat, el 0,5% sense anualitzar) i molt per damunt del creixement potencial dels EUA (proper al 2%). En aquest sentit, a mitjà termini, l'economia té el repte d'afrontar l'esvaïment dels factors cíclics que donen suport al bon *momentum* econòmic, com la política fiscal expansiva. El nostre escenari és el d'una desacceleració relativament suau, des d'un creixement del 2,7% aquest 2018 al 2,2% del 2019 i a l'1,9% del 2020. Així i tot, els riscos que això no vagi segons el previst no són menyspreables. En especial, si es tenen en compte el menor impuls de la productivitat en aquests últims anys, l'efecte negatiu de l'envelliment de la població i els dubtes sobre la capacitat d'embranzida del capital, tant físic com humà (vegeu el Focus «Creixement als EUA: el poder del capital humà», en aquest mateix *Informe Mensual*).

En el moment de maduresa cíclica, la inflació centra l'atenció, ja que les sorpreses a l'alça en els preus són també un risc rellevant. Al maig, la inflació general es va situar en el 2,8%, 3 dècimes per damunt del registre del mes anterior. Més enllà dels propers mesos, en què continuarem observant registres relativament elevats per un efecte de base considerable (a causa de la forta caiguda dels preus de telefonia sense fil experimentada el 2017), la inflació general s'hauria de moderar cap a nivells més propers al 2,0%. Per la seva banda, la inflació subjacent, sense els components més volàtils, com l'energia i els aliments, es va situar en el 2,2%, 1 dècima per damunt de la dada del mes d'abril. En aquest context de dinamisme de la inflació, la Fed va dur a terme una nova pujada del tipus de referència: +25 p. b., fins a l'interval 1,75%-2,00%.

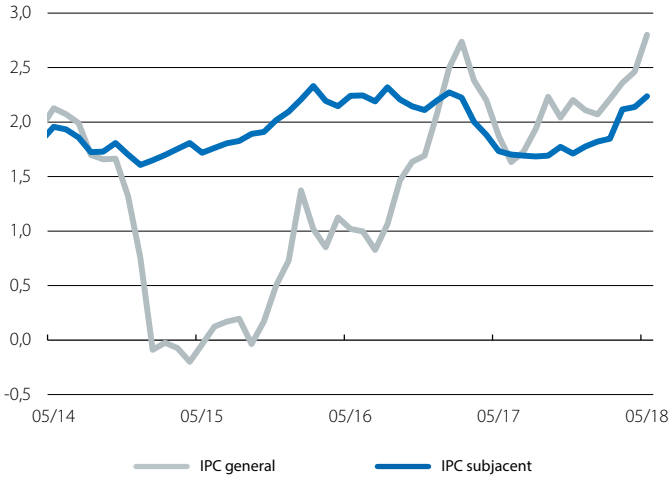
EUROPA

Les perspectives de la zona de l'euro es mantenen positives, malgrat un començament d'any menys dinàmic. La desacceleració del creixement de la zona de l'euro en el 1T va ser deguda a factors de caràcter temporal (condicions meteorològiques adverses, vagues i episodis de grip) i a un retorn a taxes d'avanç més moderades, després d'un 2017 excepcionalment positiu. En els propers trimestres, l'expansió econòmica a la zona de l'euro es mantindrà sòlida, amb ritmes de creixement per damunt del potencial i amb el suport d'unes condicions financeres molt favorables, de la bona evolució del mercat laboral i del dinamisme de l'activitat global. Així ho va reflectir el BCE en l'última actualització trimestral del seu quadre macroeconòmic, en què va revisar a la baixa (–0,3 p. p.) les previsions de creixement de la zona de l'euro per al 2018 fins al 2,1%, però va mantenir les previsions per al 2019 en l'1,9% (en un escenari molt similar al de CaixaBank Research).

La demanda interna es va mantenir com a principal motor de creixement en el 1T. Així, el desglossament del PIB de la zona de l'euro mostra que l'avanç del 1T (del 2,5% interanual) va rebre l'empenta d'una contribució d'1,9 p. p. de la demanda interna (1,6 p. p. en el 4T 2017), amb el suport del bon comportament del consum privat i de la inversió. D'altra banda, la de-

EUA: IPC

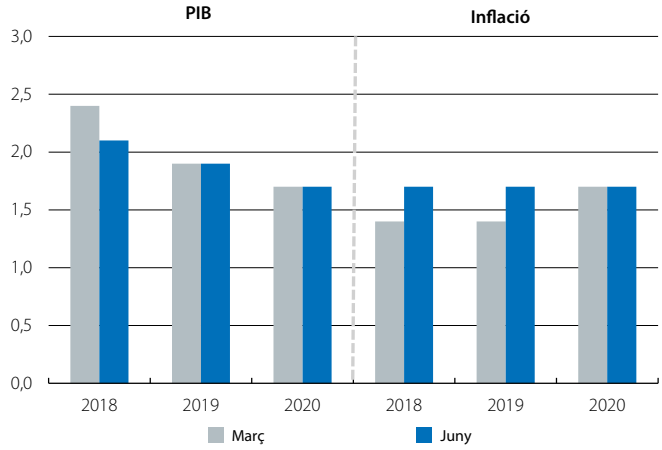
Variació interanual (%)



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

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

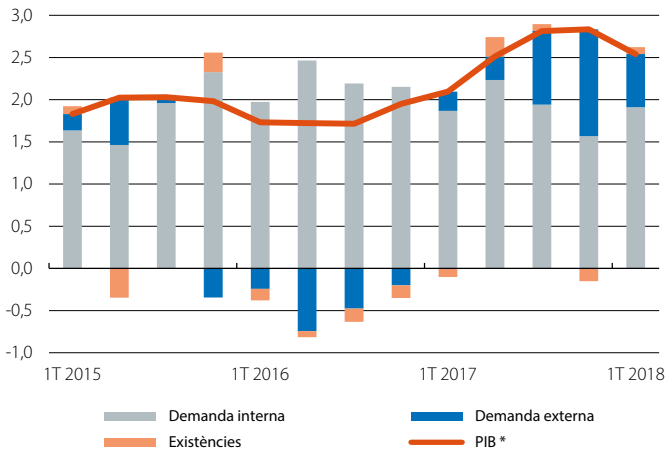
Variació anual (%)



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

Zona de l'euro: PIB

Contribució al creixement interanual (p. p.)



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

manda externa va reduir la contribució fins als 0,6 p. p. (1,3 p. p. en el 4T), a causa, en bona part, d'un menor avanç de les exportacions de béns i de serveis (que van créixer el 4,5% interanual, 2,1 p. p. menys que en el trimestre anterior).

Els indicadors d'activitat es mantenen elevats i apunten a un creixement sòlid en el 2T. En concret, l'índex PMI compost va repuntar al juny fins als 54,8 punts, 7 dècimes per damunt del registre del maig i en zona clarament expansiva (per damunt dels 50 punts). Així mateix, la confiança empresarial es manté en cotes elevades. En particular, l'índex de sentiment econòmic (ESI) es va situar en els 112,3 punts al juny, en relació amb una mitjana de 110,7 el 2017. D'altra banda, les vendes al detall van repuntar l'1,7% interanual a l'abril, 3 dècimes per damunt del registre del mes anterior. De la mateixa manera, la confiança del consumidor, tot i que va disminuir fins als –0,5 punts al juny (0,2 al maig), se situa clarament per damunt de la mitjana del 2017 (–2,5 punts), la qual cosa suggereix que el consum privat es mantindrà com un factor clau del creixement de la zona de l'euro.

La inflació manté la trajectòria a l'alça i es va situar en el 2,0% interanual al juny, 1 dècima per damunt del registre del mes anterior, a causa del major creixement del component energètic (del 8,0% interanual, que cal comparar el 6,1% al maig). Per la seva banda, la inflació subjacent es va situar en l'1,2%, 1 dècima per sota del registre del maig. D'altra banda, els salaris per hora del conjunt de la zona de l'euro van créixer l'1,8% interanual en el 1T, 2 dècimes per damunt del registre del 4T 2017. De cara als propers trimestres, preveiem que els salaris augmentaran de manera una mica més sostinguda, a mesura que el mercat laboral vagi entrant en una fase més madura del cicle, i que això propiciarà que la inflació s'acosti de forma gradual a l'objectiu del BCE (prop, però per sota, del 2%).

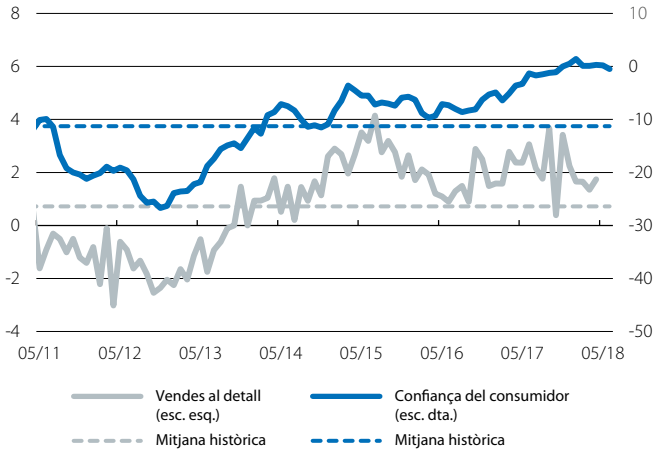
EMERGENTS

A la Xina, els indicadors d'activitat mostren signes de lleugera desacceleració. En particular, la producció industrial va créixer al maig el 6,8% interanual, un registre notable, però per sota de l'esperat pels analistes. Les vendes al detall, per la seva banda, van avançar el 8,5%, la dada més baixa des del juny del 2003. Malgrat aquests indicis de desacceleració moderada, l'Executiu té un marge relativament ampli per ajudar l'activitat (per exemple, amb una política fiscal lleugerament més expansiva o relaxant les restriccions sobre el sistema financer), mentre continua tractant de frenar els riscos macroeconòmics i financers que pateix l'economia asiàtica.

Mentrestant, Turquia creix amb força, però no de forma sostenible. En el 1T 2018, el PIB va avançar el 7,4% interanual (similar al 7,3% en el 4T 2017). El principal suport de l'elevat ritme d'activitat és la demanda interna, que es beneficia de l'impuls del consum privat i de la inversió. Es tracta, però, d'una senda de creixement poc sostenible, ja que l'economia continua mostrant desequilibris macroeconòmics importants: la inflació es va accelerar al maig fins al 12,1% i el dèficit per compte corrent va superar el 6% del PIB en el 1T.

Zona de l'euro: indicadors de consum

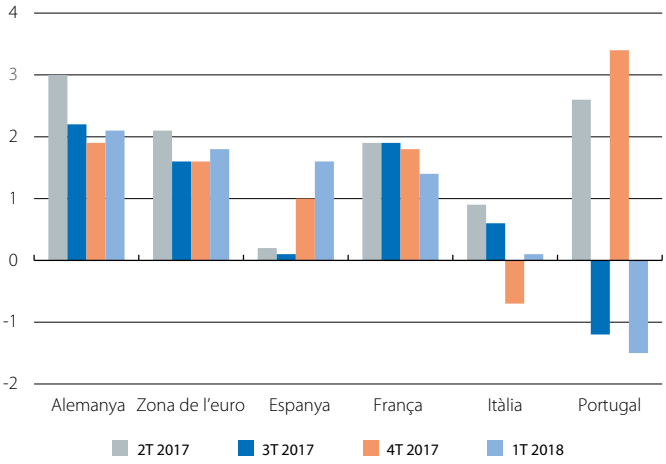
Variació interanual (%) *Nivell*



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

*Zona de l'euro: costos salarials per hora **

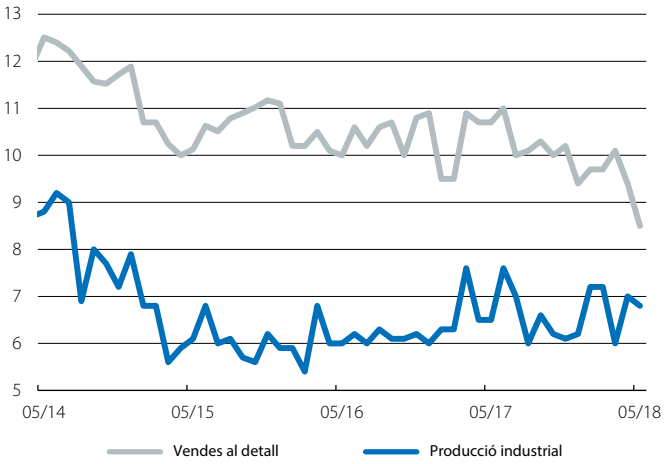
Variació interanual (%)



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

Xina: indicadors d'activitat

Variació interanual (%)



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

Creixement als EUA: el poder del capital humà

Els EUA s'endinsen en el desè any consecutiu de creixement, la qual cosa suggereix que es troben ja en una etapa molt madura del cicle econòmic. Així, cal esperar que els factors cíclics que han esperonat el creixement durant els últims anys vagin perdent protagonisme i que l'economia passi a dependre més dels factors de fons que en determinen la capacitat de creixement, com el nombre de treballadors, la productivitat, el capital físic i el capital humà. Com que ja hem analitzat els tres primers factors en altres articles,[1] avui ens preguntem sobre l'evolució recent del capital humà i sobre les seves perspectives de futur.

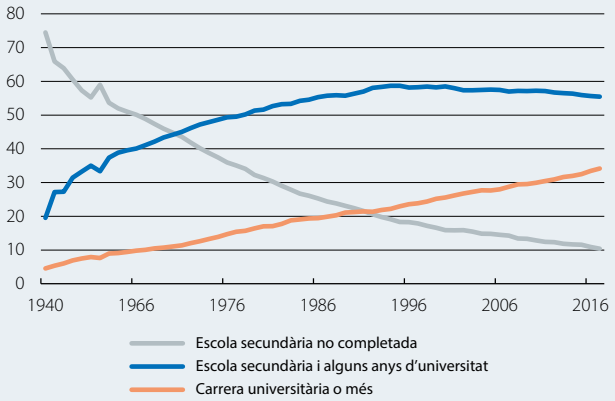
La contribució del capital humà al creixement econòmic és immediata: una força laboral amb una formació millor és capaç de produir més. En aquest sentit, l'evolució de la qualitat de la força laboral nord-americana és remarcable: en els 70 últims anys, ha millorat el nivell formatiu de forma sostinguda (vegeu el primer gràfic). D'aquesta manera, s'estima que el capital humà ha contribuït al voltant de 0,3 p. p. al creixement anual del PIB (del 3%). A més a més, diversos estudis mostren que aquesta contribució no s'ha reduït en l'última dècada, després de la gran crisi del 2008, situació que sí s'ha donat en altres factors, com el capital físic o la productivitat.

No obstant això, segons diversos estudis, en els propers anys, el capital humà podria passar a contribuir al creixement d'una manera més marginal. Un dels principals motius és la jubilació dels *baby boomers*, una generació amb un nivell educatiu (mesurat en anys totals d'educació) substancialment superior al dels seus pares, però només una mica per sota del dels seus fills.[2] Així, a mesura que es jubilaven les generacions anteriors als *boomers*, la mitjana d'anys educatius de la població en edat de treballar anava augmentant, una tendència que s'espera que s'alenteixi en els propers anys.

Dos elements, però, matisen aquesta visió no gaire optimista de la rellevància futura del capital humà sobre el creixement dels EUA. En primer lloc, les dades continuen presentant un augment incessant del percentatge de graduats universitaris. Malgrat que pot ser que aquest augment de graduats universitaris sigui menys rellevant en termes del total d'anys educatius que el pas d'educació elemental bàsica a secundària del passat, no hi ha motiu perquè l'impacte en creixement sigui menor. El segon matís és que, a més dels anys estudiats, és fonamental tenir en compte què s'ha estudiat: un enfocament educatiu més basat en la recerca afavoreix la generació de noves idees, ingredient essencial de les millores de productivitat i, per tant, del creixement econòmic. En aquest sentit, les xifres són molt clares: els EUA se situen entre les economies amb més investigadors per milió d'habitants, una mica més de 4.000 (vegeu el segon gràfic). Una xifra que es basa tant en el nombre creixent de graduats universitaris nord-americans com en la capacitat del país d'atreure talent estranger.

EUA: població més gran de 25 anys en funció del nivell educatiu

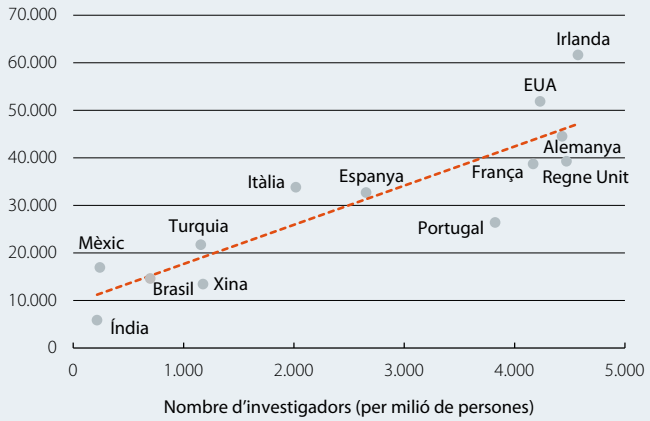
(%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'U.S. Census Bureau.*

EUA: PIB per capita *i investigadors*

PIB per capita *(en termes de paritat de poder adquisitiu)*



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

1. Vegeu el Focus «EUA: l'efecte dels *baby boomers* en el cicle i a llarg termini», en l'IM11/2017; l'article «Revolució tecnològica i desacceleració de la productivitat», en el Dossier de l'IM02/2018, i el Focus «Situació i perspectives de la inversió als EUA», en l'IM04/2018.
2. La guerra de Vietnam va empènyer molts *boomers* a matricular-se a la universitat per evitar el reclutament. Així mateix, la llei per a l'ensenyament superior del 1965 va facilitar els estudis universitaris amb un nou ventall d'ajuts. Els dos fenòmens van afavorir, en part, el fort salt educatiu d'aquesta generació.

Les claus del creixement mundial: una anàlisi transversal

El creixement econòmic a nivell global és un dels termòmetres clau per prendre el pols a l'estat de l'economia. En aquest article, duem a terme una anàlisi transversal per entendre els factors que impulsen el creixement en temps real i els països que actuen com a catalitzadors d'aquest creixement. Això ens ajuda a recalibrar les perspectives per als propers trimestres, un exercici que és especialment important en un moment en què alguns indicadors han estat inferiors al previst i en què existeix un debat molt viu sobre si s'aconseguirà mantenir l'actual ritme de creixement.

Per començar, construïm un indicador que estima el creixement mundial en temps real utilitzant la informació que ens proporcionen els principals indicadors de sentiment econòmic, de condicions financeres i de riscos geopolítics.[1] Tal com observem al primer gràfic, l'indicador construït és capaç de reflectir amb una precisió notable les dades de creixement globals que hem observat durant les últimes dècades (té un poder explicatiu del 98%). Un element interessant és que, després d'un 2016 en què el nostre indicador se situava per damunt del creixement observat, en aquests últims trimestres, la situació és la contrària: el creixement mundial s'ha anat emplaçant una mica per damunt del creixement del nostre índex.

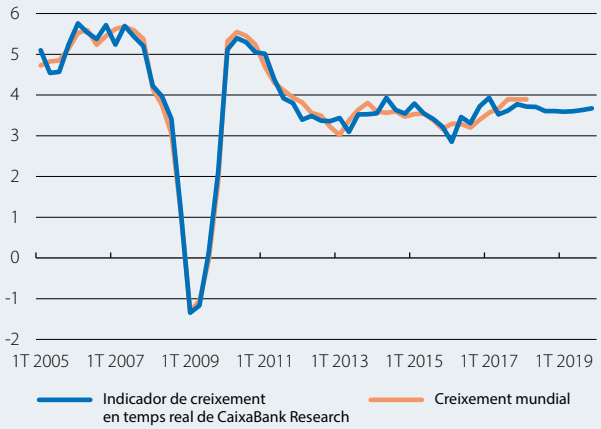
Aquest indicador ens ajuda a visualitzar com evoluciona l'economia. Així, a partir de les dades que han anat apareixent a l'abril, al maig i al juny per a les diferents variables, estimem que el creixement global se situa al voltant del 3,7% en el 2T 2018, gairebé el mateix ritme que vam tenir en el 1T i 1 dècima per sota de la dada del 4T 2017. D'aquesta manera, aquest exercici suggereix que el creixement mundial continua sent molt robust. Així i tot, l'indicador se situa una mica per sota del creixement previst per CaixaBank Research en el 2T de l'any (el 3,9%). Si fem un repàs succint de les diferents variables que utilitzem en la nostra anàlisi, observem que els indicadors de sentiment i de confiança a la zona de l'euro, els indicadors de sentiment a la Xina i el repunt dels riscos polítics i geopolítics presenten algunes ombres. La resta d'indicadors continuen anotant avanços destacables i, malgrat que les condicions financeres s'han endurit lleugerament, continuen exhibint nivells de laxitud considerables.

Quins factors ajuden a explicar el puixant creixement que estem veient? A CaixaBank Research, hem destacat en nombroses ocasions la millora dels indicadors de sentiment i de confiança, les condicions financeres acomodatícies i l'emplaçament dels preus de les primeres matèries en un rang raonable com els principals artífexs dels bons registres i perspectives del creixement mundial, que s'espera que augmenti el 3,9% el 2018. Doncs bé, l'anàlisi quantitativa que hem desenvolupat confirma aquesta visió. Històricament, la relació entre aquests factors i el creixement global ha estat molt estreta, de manera que no és estrany que, ara que tots ells s'emplacen en cotes propícies per impulsar un creixement mundial vigorós, aquest s'estigui materialitzant.

Utilitzant tècniques estadístiques sofisticades podem apreciar la contribució de cada factor al creixement global. En concret, des del 2015, la contribució de les condicions financeres ha estat una mica superior a la dels indicadors de sentiment. Això contrasta amb la situació del període 1998-2007, quan el gruix del creixement global s'explicava pels indicadors de sentiment, mentre que les condicions financeres tenien un paper secundari. Finalment, destaca la contribució rellevant de les primeres

Previsió de l'indicador de creixement

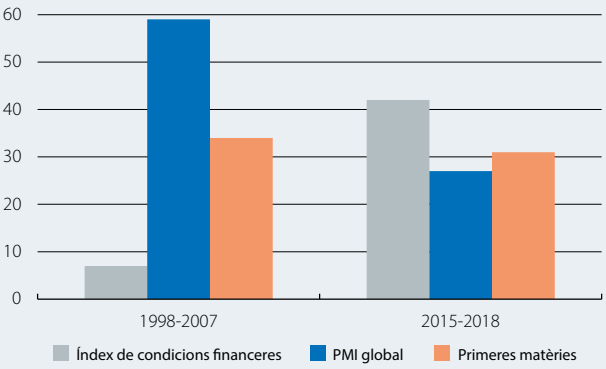
Variació interanual (%)



Font: *CaixaBank Research.*

Creixement mundial i factors de suport

Contribució a la variància explicada del creixement mundial (%)



Nota: *El total de la variància explicada és del 66% el 1998-2007 i del 80% el 2015-2018.*
Font: *CaixaBank Research.*

1. En particular, incloem les diferents variables que hem identificat com a rellevants (PMI, índexs de confiança del consumidor, índex de condicions financeres de la Fed de Chicago, índex de preus de les primeres matèries del Commodity Research Bureau, índex de riscos geopolítics de Iacovello i Caldara...) per al creixement mundial, tant a nivell temàtic com geogràfic. Estimem una regressió lineal amb dades des del 2005 del creixement sobre aquestes variables i mirem el seu valor predit per construir l'indicador en temps real.

matèries en els dos cicles expansius, una mostra de l'impacte beneficiós sobre el creixement mundial que té, en l'actualitat, un preu de les primeres matèries emplaçat en un rang raonable o *sweet espot*.

Passem ara a l'anàlisi geogràfica. Duem a terme una anàlisi per països que inclou les principals economies del món. En concret, estudiem, utilitzant dades dels PMI de manufactures, quins són els països que expliquen més el creixement mundial des del 2015.[2] Obtenim que el principal motor de l'economia mundial en els tres últims anys són els EUA, amb un pes del 23%. Tot seguit, trobem l'economia de la zona de l'euro, amb un pes del 16,5%, i l'economia xinesa, amb un pes del 13,5%. Turquia i el Brasil també apareixen com a economies rellevants per a l'economia mundial, una troballa significativa si tenim en compte la incertesa política que plana sobre aquests dos països.

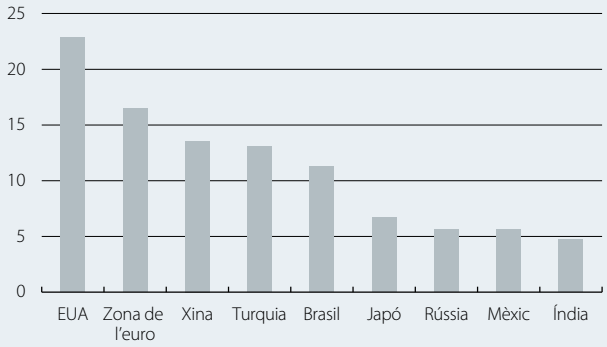
Però com evolucionarà l'economia mundial en els propers anys? Duent a terme un exercici de previsió de les diferents variables que expliquen el creixement,[3] podem pronosticar l'evolució del creixement global en els propers trimestres. Així, obtenim que s'espera que l'indicador de creixement es desacceleri de forma suau el 2018 i el 2019. En concret, aquest indicador creixeria, de mitjana, el 3,7% el 2018 i el 3,6% el 2019. Es tracta de registres notables, tot i que lleugerament per sota de les previsions de creixement de CaixaBank Research, que s'emplacen en el 3,9% el 2018 i en el 3,8% el 2019. Les perspectives d'unes condicions financeres una mica més exigents (tot i que encara relativament acomodatícies), d'un manteniment dels riscos polítics i geopolítics en cotes relativament elevades i d'uns indicadors de sentiment una mica menys pròspers en els propers trimestres són els principals factors del nostre model que expliquen aquest alentiment.

Tal com hem vist en l'anàlisi dels factors de suport al creixement, les condicions financeres han adquirit un paper molt més preponderant per impulsar el creixement mundial en aquests últims anys, gràcies a les polítiques monetàries ultraexpansives que s'han implementat. Per aquest motiu, és especialment interessant calibrar la sensibilitat del nostre pronòstic de creixement en funció de l'evolució de les condicions financeres el 2019. Així, tal com ho il·lustra el quart gràfic, si, en lloc de la previsió del nostre model (que projecta unes condicions financeres una mica més exigents però encara força acomodatícies), les condicions financeres tornessin el 2019 a la mitjana històrica des del 1971 (aquesta mitjana se situa en un valor de 0), el nostre indicador creixeria, de mitjana, el 3,0%, 0,6 p. p. per sota del nostre pronòstic, una desacceleració del creixement força substancial. En canvi, si les condicions financeres es mantinguessin el 2019 en els nivells de laxitud actuals, el nostre indicador de creixement avançaria el 4,1% el 2019,

2. En concret, fem una regressió del creixement mundial sobre els PMI dels principals països i calculem el percentatge de la variància explicada al qual contribueix cada país.
3. Projectem la seva evolució futura amb un model de predicció a partir de les dades dels dos últims trimestres per a cada variable.

Una anàlisi per països del creixement mundial

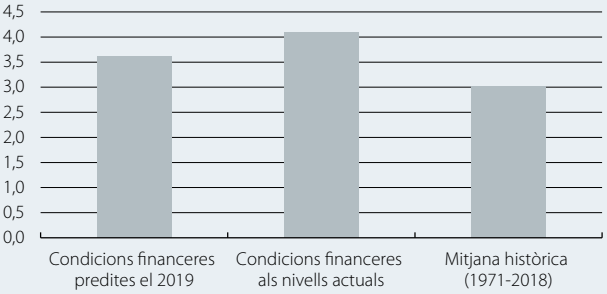
Contribució de cada país a la variància explicada del creixement mundial (%)



Nota: *El total de la variància explicada és del 99,01%. Utilitzem el PMI de manufactures de cada país com a indicador d'activitat per mesurar la contribució de cada país al creixement mundial.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Markit.*

Creixement mundial el 2019 en funció de les condicions financeres

Variació interanual (%)



Nota: *L'índex de condicions financeres de la Fed de Chicago té un valor mitjà de 0 des del 1971. Així, els valors negatius indiquen condicions financeres més acomodatícies que la mitjana històrica des del 1971 i els valors positius indiquen condicions més restrictives que aquesta mitjana. En l'actualitat, el valor de l'índex és de –0,81, i prediem un valor de –0,46, de mitjana, per al 2019.*
Font: *CaixaBank Research.*

0,5 p. p. per damunt del nostre pronòstic. En definitiva, aquests escenaris mostren l'elevada sensibilitat del creixement mundial a les condicions financeres i, en conseqüència, la gran importància que el procés de normalització monetària que s'està produint als EUA i a Europa es desenvolupi de forma gradual i ben comunicada.

En resum, la nostra anàlisi suggereix que, malgrat que l'economia europea ha esternudat en el 1T 2018 (i mai millor dit després de les grips d'aquest hivern, que s'estima que han llastat l'activitat econòmica a diversos països), l'economia mundial no s'ha refredat i continua creixent amb força. Així i tot, l'exercici de predicció que hem realitzat mostra que el creixement mundial es podria desaccelerar lleugerament el 2018 i el 2019 i que el creixement agregat podria ser una mica inferior al que esperem. En qualsevol cas, hem de ser prudents: l'evolució de les condicions financeres en l'actual context de normalització monetària, els riscos polítics i geopolítics i la trajectòria del preu del cru seran elements determinants en els propers mesos, i d'ells dependrà, en bona mesura, que es confirmin aquestes prediccions. No venguem la pell de l'ós abans d'haver-lo caçat...

La importància de les pressions salarials en la determinació dels preus

Històricament, hem observat una relació estreta entre l'evolució de la taxa d'atur i la inflació: en general, quan la taxa d'atur es redueix, les pressions salarials solen augmentar, i viceversa. No obstant això, en els últims anys, sembla que aquesta relació, coneguda com corba de Phillips, s'ha afeblit. Per exemple, la reducció de la taxa de d'atur registrada a la zona de l'euro des del final del 2015 hauria d'haver generat una major taxa de creixement dels salaris i, en última instància, també de la inflació. Per què no ha succeït?

La teoria econòmica no deixa lloc a dubtes: en les fases expansives del cicle econòmic, a mesura que la taxa d'atur disminueix, costa més contractar nous treballadors i retenir els propis treballadors de l'empresa, i això, normalment, acaba generant pressions a l'alça sobre els salaris. A grans trets, hi ha dos canals a través dels quals una major pressió salarial es converteix en un augment de les pressions inflacionistes: d'una banda, el major poder adquisitiu dels treballadors[1] afavoreix un augment de la demanda agregada, la qual cosa permet a les empreses apujar els preus. A més a més, l'augment dels salaris incrementa els costos de producció de les empreses i les obliga, en la mesura del possible, a augmentar els preus per minimitzar l'impacte sobre els beneficis.[2]

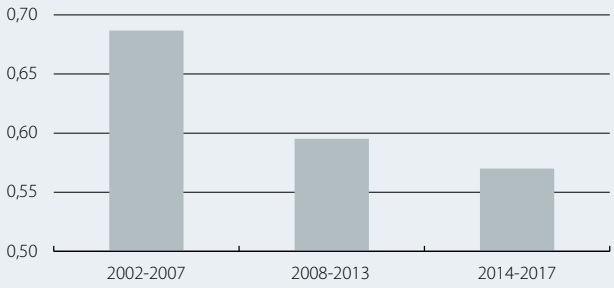
Com hem apuntat amb anterioritat, històricament, la relació entre els salaris i la inflació subjacent ha estat molt sòlida. Una forma senzilla d'il·lustrar-ho és analitzant l'evolució de la sensibilitat entre les dues variables, que s'ha mantingut en cotes relativament elevades durant anys. No obstant això, en els últims anys, com es pot observar al primer gràfic, sembla que la sensibilitat de la inflació a les variacions dels salaris s'ha afeblit. En aquest sentit, Mario Draghi ha apuntat recentment que certs elements estructurals, com la globalització i l'augment del comerç *online*, podrien explicar aquesta menor puixança de la inflació.[3]

Amb la finalitat d'apreciar amb més detall l'afebliment de la relació entre els salaris i la inflació, analitzem l'evolució dels diferents components de l'índex de preus de consum harmonitzat (IPCH) de la zona de l'euro i l'evolució dels salaris del seu sector. En concret, estimem l'evolució per a cada component de l'IPCH que caldria esperar atesa l'evolució dels salaris en cada sector si es mantingués la relació històrica entre les dues variables. Tal com ho mostra el segon gràfic, en els últims anys, la inflació subjacent

1. En la mesura que la inflació triga uns trimestres a repuntar, l'alça dels salaris dels treballadors es tradueix en un augment del seu poder adquisitiu.
2. Vegeu Nevo, A. i Wong, A. (2018), «Measuring inflation in the modern economy - a micro price-setting view», ECB Forum on Central Banking.
3. Vegeu el discurs de M. Draghi a Sintra al juny del 2018 a www.ecb.int

Zona de l'euro: sensibilitat de la inflació a les variacions salarials

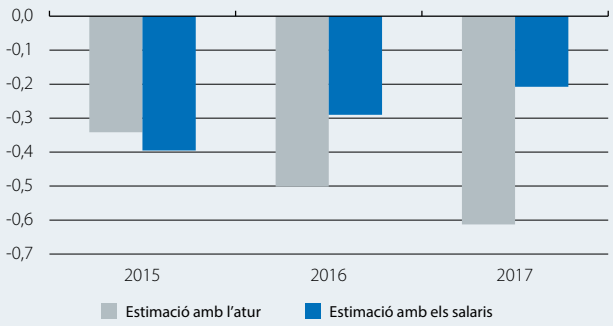
Coeficient de sensibilitat



Nota: *Estimem l'equació* $\pi_t = \alpha + \rho\pi_t^w + \varepsilon_t$ *per al període 1T 2002-4T 2007, on* π_t *indica la inflació i* π_t^w *l'evolució dels salaris. Afegim, successivament, trimestres a la regressió fins al 4T 2017. Mostrem la mitjana del coeficient* ρ *per als períodes indicats.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.*

Zona de l'euro: diferència entre la inflació esperada i l'observada

(p. p.)



Nota: *En concret, la inflació predita, atesa l'evolució dels salaris, és el resultat de l'agregació de la inflació predita de cada component de l'IPCH, atesa l'evolució dels salaris en el seu sector NACE en el període 1T 2002-4T 2017, ponderant cada component amb el seu pes a l'IPCH. Es fa el mateix exercici utilitzant la taxa d'atur. Es té en compte l'evolució del preu del petroli en les regressions estimades.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.*

s'ha situat de manera sostinguda per sota de l'esperat. No obstant això, és important destacar que aquesta diferència s'ha reduït amb el pas del temps.

En canvi, si fem el mateix exercici analitzant la relació entre la taxa d'atur i l'evolució de la inflació, observem que, a més que la inflació ha anat sorprenent a la baixa (atesa l'evolució de la taxa d'atur), aquesta sorpresa ha augmentat amb el pas del temps.

Per tancar la relació entre les tres variables, al tercer gràfic mostrem com la sincronia que, històricament, han mostrat els salaris i la taxa d'atur sembla que s'ha trencat en els últims anys.

Diversos factors poden explicar el creixement moderat dels costos laborals malgrat la reducció de la taxa d'atur, però un que sembla més rellevant és l'augment de la subo-

cupació, ja que comporta que el grau de saturació del mercat laboral sigui inferior al que suggereix la taxa d'atur.[4] En concret, el percentatge de treballadors subocupats va augmentar des del 2002, fins a assolir un màxim històric el 2015, quan es va situar lleugerament per damunt del 6%. De llavors ençà, ha mantingut una tendència moderada a la baixa, però encara es troba en nivells relativament elevats (el 5,7% el 2017). El segon candidat que serveix per explicar el menor creixement dels salaris és l'evolució de la productivitat, la taxa de creixement de la qual ha experimentat un descens notable en els últims anys.[5]

Quan avaluem amb tècniques estadístiques el pes d'aquests dos factors per explicar el menor creixement dels salaris, observem que el gran protagonista és la subocupació.[6] Com ho mostra l'últim gràfic, la mesura convencional del grau de saturació del mercat laboral, la taxa d'atur, explica una part significativa de la contenció salarial observada en els últims anys, però la rellevància de l'elevada taxa de subocupació encara és més gran. Pel que fa al creixement de la productivitat, l'anàlisi duta a terme suggereix que ha tingut un paper més secundari recentment.

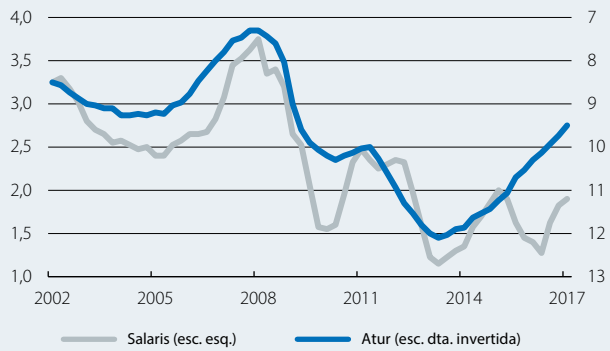
Finalment, és important destacar que la capacitat d'explicar l'evolució dels salaris amb les variables comentades més amunt s'ha reduït en els últims anys. Això suggereix que, probablement, altres factors podrien estar tenint un paper cada vegada més important en la determinació de l'evolució dels salaris. Entre aquests factors, sembla que els candidats que expliquen millor aquest canvi de patró són l'augment de la temporalitat i, en alguns països, l'augment dels influxos migratoris, tot i que, ara com ara, encara no es disposa d'una evidència empírica convincent que ho corrobori.

En definitiva, sembla que, en gran part, tant la inflació com els salaris han mostrat una evolució relativament feble recentment perquè la zona de l'euro encara es troba en una fase inicial del cicle expansiu, ja que el grau de saturació del mercat laboral encara és baix (i inferior al nivell suggerit per la taxa d'atur). Per tant, el marge perquè la zona de l'euro continuï creixent sense que es generin pressions inflacionistes continua sent ampli. Ara bé, a mesura que el grau de saturació del mercat laboral vagi augmentant, el creixement dels salaris hauria d'anar agafant embranzida i, en última instància, també la inflació.

4. En concret, la subocupació té en compte els treballadors que, ocupats a temps parcial, volen treballar més hores. Per a més informació, vegeu el Focus «Més enllà de la taxa d'atur », a l'IM12/2017.
5. El creixement mitjà de la productivitat real dels períodes 2000-2007, 2008-2013 i 2014-2017 va ser del 0,9%, del 0,5% i del 0,5%, respectivament, per a les principals economies de la zona de l'euro.
6. Seguint la metodologia de l'FMI (2017), estimem la següent equació: $\pi^w_{i,t} = \alpha + \rho\pi^w_{i,t-1} + \beta u_{i,t} + \gamma prod_{i,t} + \delta sub_{i,t} + \varphi_i d_i + \varepsilon_t$ on π^w denota el creixement dels salaris; *u*, la taxa d'atur; *prod*, la mitjana mòbil de tres anys del creixement de la productivitat del treball; *sub*, la taxa de subocupació; *d*, un indicador de país, i ε, el residu de la regressió. *i* denota el país, i *t*, el període. La mostra comprèn dades anuals entre el 2000 i el 2017, i els països inclosos en l'anàlisi són Alemanya, França, Itàlia, Espanya i Portugal.

Zona de l'euro: taxa d'atur i salaris nominals

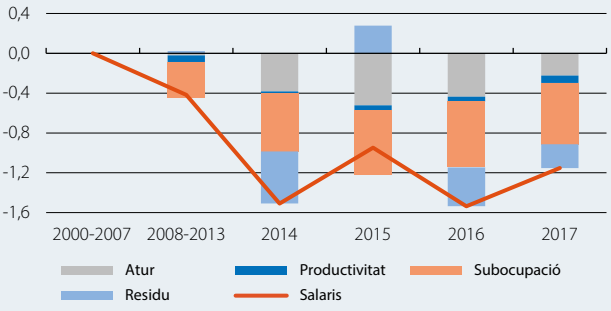
Variació interanual (%) *(%)*



Nota: *El creixement dels salaris correspon a la mitjana mòbil de quatre trimestres i està representat el retard de tres trimestres.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.*

Zona de l'euro: factors que expliquen el menor creixement dels salaris *

Contribució de cada factor per explicar el canvi en relació amb la mitjana 2000-2007 (p. p.)



Notes: ** En concret, cada barra mostra la contribució de cada factor al canvi del creixement dels salaris de cada any en relació amb el creixement mitjà entre el 2000 i el 2007. La mostra inclou Alemanya, Espanya, França, Itàlia i Portugal.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.*

ESTATS UNITS

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	04/18	05/18	06/18
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	3,5	4,1	5,3	4,4	4,2	5,1	...
Confiança del consumidor *(valor)*	99,8	120,5	118,1	120,3	126,0	127,1	125,6	128,8	126,4
Producció industrial	–1,9	1,6	1,9	1,3	3,0	3,4	3,5	3,5	...
Índex activitat manufacturera (ISM) *(valor)*	51,4	57,4	55,8	58,7	58,7	59,7	57,3	58,7	...
Habitatges iniciats *(milers)*	1.177	1.208	1.171	1.172	1.259	1.317	1.287	1.350	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà *(valor)*	189	200	198	200	205	209	211	...	...
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	4,9	4,4	4,3	4,3	4,1	4,1	3,9	3,8	...
Taxa d'ocupació *(% pobl. > 16 anys)*	59,7	60,1	60,1	60,2	60,1	60,3	60,3	60,4	...
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–2,7	–2,8	–2,8	–2,8	–2,8	–2,9	...	...	...
Preus									
Preus de consum	1,3	2,1	1,9	2,0	2,1	2,2	2,5	2,8	...
Preus de consum subjacent	2,2	1,8	1,8	1,7	1,8	1,9	2,1	2,2	...

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	05/18	06/18
Activitat									
PIB real	1,0	1,7	1,6	2,0	2,0	1,1	–	...	–
Confiança del consumidor *(valor)*	41,7	43,8	43,4	43,8	44,5	44,4	43,6	43,8	43,7
Producció industrial	–0,2	4,5	5,6	4,4	4,1	2,5	1,7	3,7	...
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	2,2	...
Balança comercial [1] *(% PIB)*	0,7	0,5	0,6	0,6	0,5	0,4	0,7	0,5	...
Preus									
Preus de consum	–0,1	0,5	0,4	0,6	0,6	1,3	0,6	0,6	...
Preus de consum subjacent	0,6	0,1	0,0	0,2	0,3	0,4	0,3	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	05/18
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	8,5
Producció industrial	6,1	6,6	6,9	6,3	6,2	6,6	7,0	6,8
PMI manufactures (oficial) *(valor)*	50,3	51,6	51,4	51,8	51,7	51,0	51,4	51,9
Sector exterior								
Balança comercial [1] *(valor)*	512	435	458	435	435	420	411	396
Exportacions	–8,4	8,5	9,0	6,9	10,1	13,6	11,9	11,9
Importacions	–5,7	16,1	14,3	14,7	13,2	19,2	21,2	25,5
Preus								
Preus de consum	2,0	1,6	1,4	1,6	1,8	2,2	1,8	1,8
Tipus d'interès de referència [2] *(valor)*	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
Renminbi per dòlar *(valor)*	6,6	6,8	6,9	6,7	6,6	6,4	6,3	6,4

Notes: *1. Saldo acumulat durant els 12 últims mesos. Milers de milions de dòlars. 2. Final del període.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de les dades de l'Oficina Nacional d'Estadística xinesa i Thomson Reuters Datastream.*

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

UNIÓ EUROPEA

Indicadors d'activitat i ocupació

Valors, llevat que s'indiqui el contrari

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	04/18	05/18	06/18
Vendes al detall *(variació interanual)*	1,6	2,3	2,6	2,6	2,0	1,6	1,7	...	...
Producció industrial *(variació interanual)*	1,6	3,0	2,5	4,1	4,2	3,1	1,7	...	...
Confiança del consumidor	–7,8	–2,5	–2,7	–1,5	–0,2	0,5	0,3	0,2	–0,5
Sentiment econòmic	104,2	110,8	109,5	111,8	114,3	114,0	112,7	112,5	112,3
PMI manufactures	52,5	57,4	57,0	57,4	59,7	58,3	56,2	55,5	55,0
PMI serveis	53,1	55,6	56,0	55,3	55,9	56,4	54,7	53,8	55,0
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	8,5	...	...
Alemanya *(% pobl. activa)*	4,2	3,7	3,8	3,7	3,6	3,5	3,4	...	...
França *(% pobl. activa)*	10,1	9,4	9,5	9,5	9,1	9,2	9,2	...	...
Itàlia *(% pobl. activa)*	11,7	11,3	11,2	11,2	11,1	11,1	11,2	...	...
Espanya *(% pobl. activa)*	19,6	17,2	17,3	16,8	16,6	16,2	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	1T 2018	04/18	05/18	06/18
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	8,1	8,2	...	...
França	–0,8	–0,6	–0,8	–0,6	–0,6	–0,4	–0,3	...	...
Itàlia	2,6	2,8	2,6	2,7	2,8	2,6	2,6	...	...
Espanya	1,9	1,9	1,9	1,8	1,9	1,8	1,6	...	...
Tipus de canvi efectiu nominal [1] *(valor)*	**94,3**	**96,5**	**95,2**	**98,5**	**98,6**	**99,6**	**99,4**	**98,0**	**97,9**

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	1T 2018	04/18	05/18	06/18
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres [1]	1,8	2,5	2,3	2,4	3,0	3,3	3,3	3,6	...
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	1,2	...	...
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	1,7	1,6	...	...
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	10,0	10,1	10,3	10,6	10,1	9,2	7,7	8,3	...
Altres dipòsits a curt termini	–1,9	–2,7	–2,9	–3,0	–2,4	–2,1	–1,9	–1,7	...
Instruments negociables	2,7	1,0	0,6	–0,5	–1,7	–5,8	–1,2	–5,1	...
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars *(%)*	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	...	...

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

Un creixement ferm amb aparença de continuïtat

L'economia espanyola tanca la primera meitat del 2018 de manera robusta. En concret, el model de previsió del PIB de CaixaBank Research prediu un creixement del 0,66% intertrimestral en el 2T 2018, gairebé el mateix registre que en el 1T (el 0,7%). De cara a la segona meitat del 2018, preveiem que el ritme de creixement del PIB se suavitzarà de forma molt gradual, a causa d'una menor embranzida dels vents de cua (per exemple, per la pujada del preu del petroli) i del menor recorregut que queda per tancar la bretxa de producció. De tota manera, l'avanç de l'economia continuarà sent robust i trobarà suports en vents de cua externs i en fortaleses internes. Entre els primers, destaquen el bon to del creixement global i unes condicions financeres acomodatícies i basades en la política monetària del BCE. D'altra banda, en el pla intern, l'economia es beneficiarà de la major intensitat de la creació d'ocupació en l'actual cicle expansiu (vegeu el Focus «Una recuperació intensiva en ocupació: factors explicatius», en aquest mateix Informe Mensual), així com dels guanys en competitivitat exterior i dels progressos en la correcció dels desequilibris macroeconòmics.

El desglossament del PIB del 1T mostra una forta contribució de la demanda interna. El consum privat, que pesa el 58% en el total de l'economia, va mantenir el bon to amb un avanç intertrimestral del 0,7% en el 1T i coincideix amb el que ja avançava l'indicador sintètic del consum. No obstant això, l'atenció en la publicació dels components del PIB es va centrar en la desacceleració de la inversió, que es va concretar en una reculada de la inversió en equipament (el –1,6% intertrimestral) per la caiguda de la inversió en material de transport, que va cedir el 6,6% intertrimestral. D'altra banda, el contrapunt positiu va ser la inversió en construcció, que es va accelerar fins a créixer el 2,4% intertrimestral. Així i tot, la moderació de la inversió en el 1T s'ha d'entendre com un factor puntual. Així, mentre que la inversió en equipament encara podria estar patint la ressaca del repunt anormalment fort del 3T de 2017, a la construcció li queda un camí alcista per recórrer, i, el que és més significatiu, els últims indicadors suggereixen que la inversió ha reprès la tracció en el 2T, ja que l'índex PMI compost del maig va pujar dels 55,4 als 55,9 punts, en zona clarament expansiva (per damunt de 50). Per la seva banda, el sector exterior va aportar menys del que s'esperava, ja que, tot i que les exportacions van conservar un bon to, les importacions es van incrementar més del previst, en especial en serveis.

El mercat laboral evoluciona molt positivament. Al maig, el nombre d'afiliats a la Seguretat Social va augmentar en 70.898 persones (en termes desestacionalitzats), la major dada observada el 2018 i netament superior als 50.935 del maig del 2017, de manera que la taxa de variació interanual es manté en el 3,1%. Per sectors, van destacar la recuperació de l'ocupació en construcció, que va guanyar tracció amb un avanç del 6,6%, i el bon comportament de l'ocupació en serveis, el component

Espanya: PIB

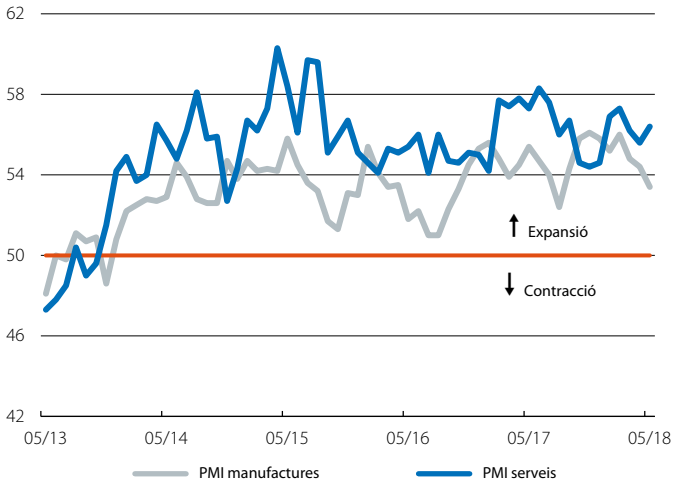
Variació intertrimestral (%)

	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018
PIB	0,8	0,7	0,6	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
Transport	–1,3	5,2	–1,2	–6,6
Resta	0,8	1,9	1,9	0,6
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: indicadors d'activitat

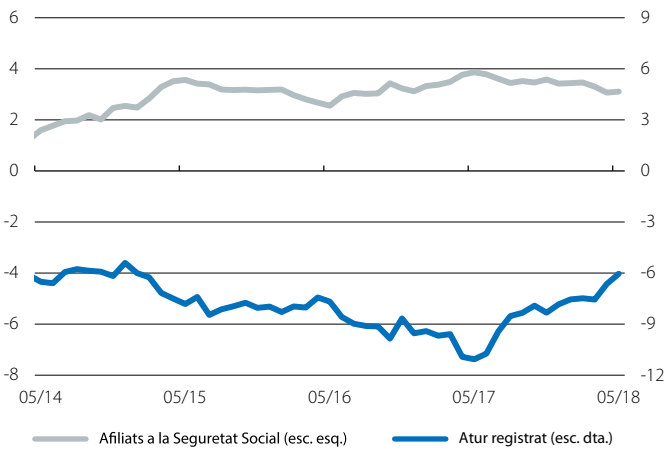
Nivell



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

Espanya: afiliats a la Seguretat Social i atur registrat

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



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

amb més pes en el total, que es va accelerar 1 dècima i va créixer el 3,2% interanual. Aquest bon comportament de l'ocupació es va traduir en un descens de l'atur registrat al maig de 84.000 persones, una bona dada, tot i que una mica inferior a la previsió de CaixaBank Research.

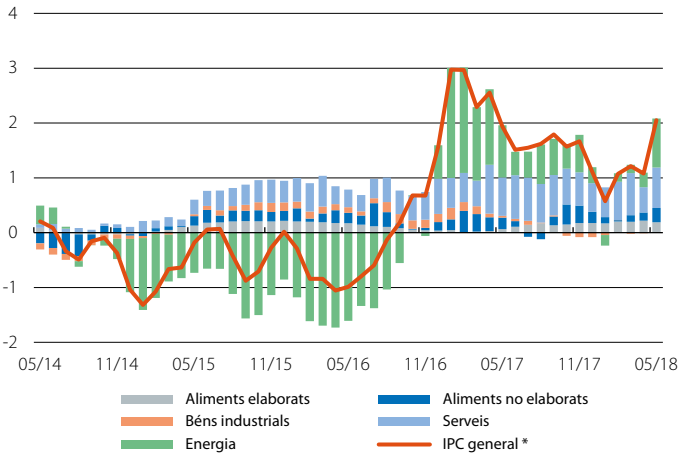
El dinamisme del mercat laboral alimenta el vigor del consum privat. Tot i que les vendes al detall es van desaccelerar a l'abril (el 0,5% interanual), per l'efecte de la Setmana Santa, altres indicadors, com la confiança del consumidor, que, al maig, es va recuperar dels descensos del març i de l'abril i l'indicador sintètic del consum (que inclou les vendes en grans empreses, les matriculacions d'automòbils, les vendes al detall deflactades, el turisme i la remuneració dels assalariats), apunten a una continuïtat de la fortalesa del consum privat en el 2T.

La inflació repunta pels preus energètics. La inflació general va pujar 1 p. p. al maig, fins al 2,1%, i va avançar fins al 2,3% al juny. Els indicadors suggereixen que l'augment va ser degut, especialment, a l'increment dels preus energètics, tot i que encara no es coneix el detall per components del juny. Per la seva banda, la inflació subjacent es va incrementar en 3 dècimes al maig, fins a l'1,1%, per l'encariment dels paquets turístics. De cara als propers mesos, l'evolució del preu del petroli continuarà pressionant els preus a l'alça, malgrat que esperem una certa moderació en l'últim terç del 2018. Així mateix, cal destacar que la inflació subjacent, que és la que marca les tendències a mitjà i a llarg termini, continua inscrita en registres moderats. La previsió d'inflació de CaixaBank Research per a la mitjana del 2018 puja de l'1,6% a l'1,8%, sobretot per l'augment de la repercussió de l'electricitat, dels aliments no elaborats i dels paquets turístics.

Prossegueixen les bones dades al mercat immobiliari. Les compravendes d'habitatges de l'acumulat de l'any fins a l'abril van créixer el 16,0% interanual i confirmen la tendència alcista del sector. A més a més, aquest impuls en les compravendes incideix en el preu de transacció de l'habitatge, que va augmentar el 6,2% en termes interanuals en el 1T 2018 (l'1,4% en termes intertrimestrals), una dada robusta que, malgrat tot, va quedar 3 dècimes per sota de la nostra previsió. De cara als propers anys, la construcció, però, continuarà contribuint positivament al creixement de l'economia i a la creació d'ocupació, ja que, malgrat la intensitat dels últims avanços, el punt de partida és baix. Per exemple, els visats d'obra nova van créixer el 25,4% interanual al febrer (acumulat de 12 mesos).

Espanya: contribució a la inflació per components

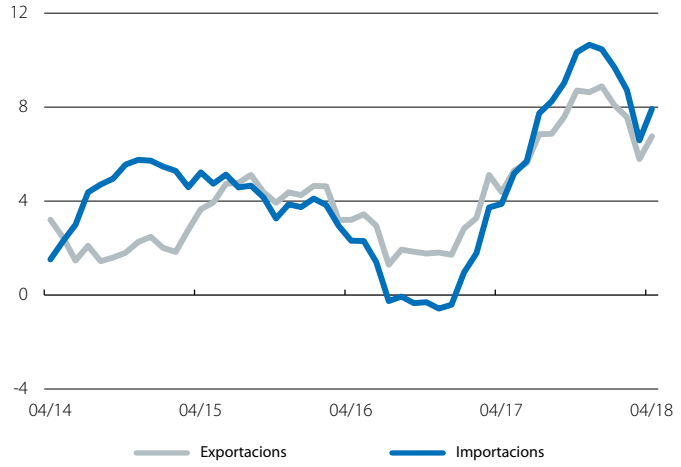
(p. p.)



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

*Espanya: comerç exterior de béns **

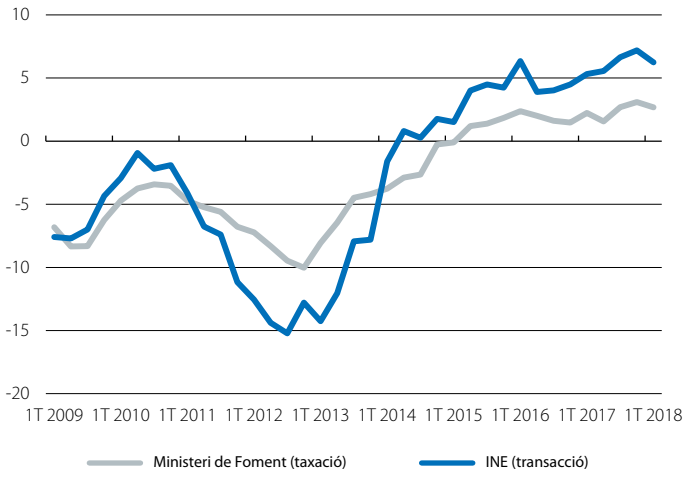
Variació interanual de l'acumulat de 12 mesos (%)



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

Espanya: preu de l'habitatge

Variació interanual (%)



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

Una recuperació intensiva en ocupació: factors explicatius

Una de les principals característiques de la recuperació de l'economia espanyola és la seva forta creació d'ocupació. En el trienni 2015-2017, el nombre de llocs de treball equivalents a temps complet (ETC) va augmentar en una mica més de 500.000 a l'any,[1] un creixement anual mitjà del 3,0%.[2] Atès el sòlid funcionament del mercat laboral, tot seguit analitzem els factors que expliquen l'elevada intensitat en la creació d'ocupació al llarg de la recuperació.

La relació entre el PIB i l'ocupació abans i després de la crisi

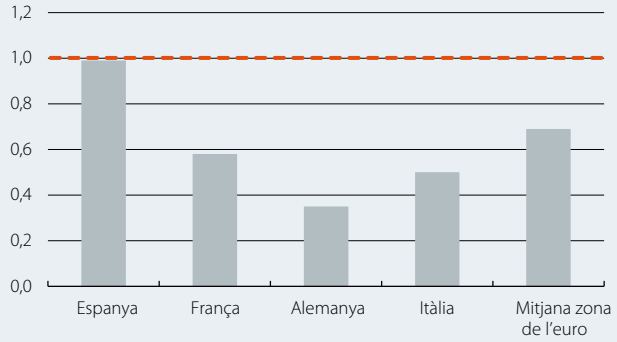
Entre el 1T 2015 i el 1T 2018, l'ocupació ETC va créixer el 8,9% i el PIB va avançar el 9,8%, la qual cosa ens dona una ràtio de 0,91 llocs de treball creats per cada nova unitat de PIB, una xifra molt elevada i substancialment superior a la de la resta de països de la zona de l'euro. A més a més, aquesta xifra contrasta amb l'experiència passada de l'economia espanyola. Per exemple, el BCE estima que, fins al 2008, a Espanya, l'augment de l'ocupació per cada punt percentual de creixement del PIB era de 0,6 p. p.[3] No obstant això, l'anàlisi del BCE mostra que, en els últims anys, aquesta relació entre ocupació i PIB s'ha reduït de forma sostinguda, fins al punt que Espanya se situa, avui dia, al capdavant de la zona de l'euro, amb gairebé 1 p. p. de creixement de l'ocupació per cada punt percentual de creixement del PIB (vegeu el primer gràfic).

En part, aquesta millora del dinamisme del mercat laboral deriva del fet que l'economia espanyola és capaç de començar a crear ocupació a partir de taxes de creixement del PIB més baixes. En efecte, tal com es pot observar al segon gràfic, la corba que associa el creixement de l'ocupació al sector privat amb el del PIB (l'anomenada corba d'Okun) s'ha desplaçat a l'esquerra des de l'any 2012, de manera que, actualment, l'economia comença a crear ocupació a partir d'un creixement del PIB del 0,5% interanual (un llindar sensiblement inferior a l'1,5% del període 2006-2011). En la mesura que aquest moviment coincideix en el temps amb la reforma laboral del 2012, aquesta reforma , tal com s'ha analitzat en diversos estudis,[4] podria ser un dels canvis estructurals que explicaria el major dinamisme del mercat laboral.

1. Segons les dades de la Comptabilitat Nacional.
2. Aquest increment ha estat lleugerament inferior al del PIB, del 3,3% de mitjana, la qual cosa implica que la forta creació d'ocupació ha estat compatible amb continuar guanyant productivitat (entesa com a productivitat laboral aparent del treball, és a dir, PIB entre treballadors equivalents a temps complet).
3. Vegeu l'article «La relació entre l'ocupació i el PIB des de la crisi», al Butlletí Econòmic 6/2016 del Banc Central Europeu.
4. Vegeu Izquierdo, M., Lacuesta, A. i Puente, S., «La reforma laboral del 2012: una primera anàlisi d'alguns dels seus efectes sobre el mercat de treball», Butlletí Econòmic, Banc d'Espanya, setembre de 2013.

*Espanya: relació entre el creixement de l'ocupació i el PIB **

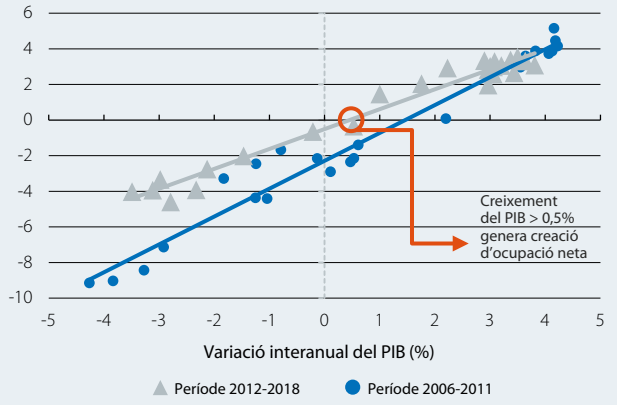
Variació de l'ocupació (p. p.) en resposta a 1 p. p. addicional de creixement del PIB



Nota: ** Estimacions del BCE, mitjana per al període del 1999 al 2016.*
Font: *CaixaBank Research, a partir d'estimacions del BCE.*

Espanya: creixement del PIB i de l'ocupació al sector privat

Variació interanual de l'ocupació (%)



Nota: *Cada punt al gràfic correspon a un trimestre.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

No obstant això, la forta creació d'ocupació també respon a un component cíclic gens menyspreable. En concret, la destrucció d'ocupació que va implicar la passada crisi econòmica va ser tan forta que, al llarg de la recuperació, és necessari tornar a crear una gran quantitat de llocs de treball. I és que, durant el període 2008-2013, es va destruir ocupació d'una forma molt elevada a conseqüència d'un mercat de treball rígid i dual. D'una banda, la insuficient presència de mecanismes per reduir el nombre d'hores treballades per empleat (és a dir, el marge intensiu) va promoure que l'ajust es realitzés en el marge extensiu (és a dir, amb reduccions de plantilla). Així, tal com es pot observar al tercer gràfic, entre el 2008 i el 2013, la caiguda en l'ocupació va ser molt més intensa que la del PIB, fins al punt que la ràtio entre la reducció de l'ocupació i la del PIB va ser de 2,2. De l'altra, el nombre d'hores treballades va experimentar una caiguda relati-

vament menor que l'ocupació i, en conseqüència, el nombre d'hores treballades per cada empleat va augmentar en els primers anys de la crisi. A més a més, la menor protecció dels treballadors temporals (en relació amb els indefinits) i una taxa de temporalitat molt elevada (del 30% en el 1T 2008) van fomentar que aquesta reducció del nombre de treballadors es dugués a terme mitjançant la no renovació dels contractes temporals (vegeu el quart gràfic).

La composició sectorial també importa

Un altre factor que explica la reducció de la relació entre PIB i ocupació és el canvi en el pes dels diferents sectors econòmics. En el període recessiu (2008-2013), els sectors de la construcció i la indústria van patir més que el sector serveis i, en conseqüència, el pes del valor afegit brut[5] del sector serveis va augmentar del 70% del 2008 al 76% del 2013. Atès que els serveis tendeixen a mostrar un menor creixement de la productivitat (és a dir, la ràtio del PIB sectorial dels serveis per treballador creix relativament menys), un augment del pes dels serveis contribueix a reduir la bretxa entre el creixement del PIB i el de l'ocupació en el conjunt de l'economia. De fet, en aquest punt, la comparació amb la indústria és especialment il·lustrativa. El creixement acumulat de l'ocupació entre el 1T 2014 i el 1T 2018 ha estat similar als dos sectors (l'11,6% a la indústria i l'11,5% als serveis), però l'evolució respectiva del seu valor afegit brut ha estat molt diferent: en el mateix període (i en termes acumulats), mentre que el sector serveis ha crescut el 10,6%, el sector industrial ho ha fet el 16,2%.

No obstant això, la indústria i la construcció també contribueixen a la intensificació de la creació de llocs de treball. En concret, la forta destrucció d'ocupació que es va produir als dos sectors al llarg de la recessió (per exemple, entre el 2008 i el 2013, van desaparèixer dos de cada tres llocs de treball a la construcció i gairebé un de cada tres a la indústria) fa que avui exhibeixin fortes taxes de creixement per recuperar una part de l'ocupació perduda. Així, en el 1T 2018, es va observar un creixement de l'ocupació del 2,9% al sector industrial i del 7,2% al sector de la construcció, mentre que, entre els anys 2000 i 2008, aquest creixement va ser nul al primer i del 6,5% al segon.

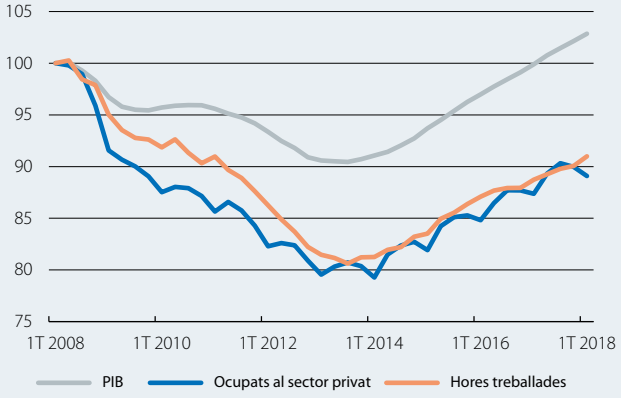
Com serà la relació entre ocupació i PIB en el futur?

Més enllà de l'embranzida que ofereix la recuperació de l'ocupació a la indústria i a la construcció, la terciarització de l'economia (caracteritzada per la tendència, generalitzada entre les principals economies, a un major pes dels serveis) i un mercat laboral menys rígid suggereixen que la reducció de la relació entre el creixement del PIB i l'ocupació que s'ha produït a Espanya en els últims anys pot tenir un caràcter durador. Així, com hem vist al segon gràfic, la corba d'Okun d'Espanya s'ha desplaçat cap a l'esquerra i ens indica que, avui dia, l'economia és capaç de crear ocupació amb taxes de creixement del PIB més baixes. D'altra banda, el menor pendent de la corba d'Okun, que també s'observa al segon gràfic, suggereix que cada empleat addicional té la capacitat de produir més (és a dir, cada augment d'1 p. p. de l'ocupació està associat a un major increment en el creixement del PIB) i que, a més a més, en cas de recessió, la destrucció d'ocupació seria menor.

No obstant això, és important recordar que, malgrat aquestes millores, el mercat laboral espanyol continua tenint molts reptes, com el de l'alta taxa de temporalitat (particularment rellevant al sector serveis), els quals són una font de feblesa per al mercat laboral davant una eventual futura recessió.

Espanya: evolució del PIB, de l'ocupació i de les hores treballades totals

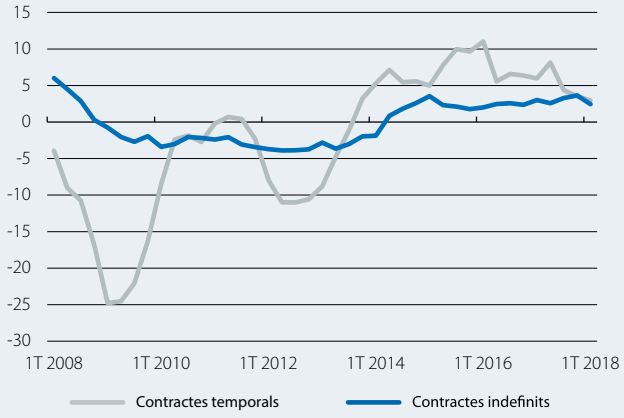
Índex (100 = 1T 2008)



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

Espanya: ocupació per tipus de contracte

Variació interanual (%)



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

5. En relació amb el conjunt del sector indústria, construcció i serveis.

Indicadors d'activitat i ocupació

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	1T 2018	04/18	05/18	06/18
Indústria									
Índex de producció industrial	1,9	3,2	2,8	2,8	5,2	2,7	1,2	...	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	–2,3	1,0	–0,5	–0,1	4,3	2,8	3,3	0,8	–0,5
PMI de manufactures *(valor)*	53,2	54,8	54,9	53,6	55,9	55,3	54,4	53,4	53,4
Construcció									
Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)*	43,7	22,9	18,4	23,5	25,1	25,1	28,5	...	...
Compravenda d'habitatges *(acum. de 12 mesos)*	13,1	13,8	12,2	13,3	14,5	15,1	16,9	...	...
Preu de l'habitatge	1,9	2,4	1,6	2,7	3,1	2,7	–	...	–
Serveis									
Turistes estrangers *(acum. de 12 mesos)*	8,2	9,9	10,3	10,3	9,1	8,1	6,3	5,4	...
PMI de serveis *(valor)*	55,0	56,4	57,8	56,8	54,5	56,8	55,6	56,4	...
Consum									
Vendes comerç al detall	3,8	0,9	2,0	0,8	0,4	1,9	0,3	–0,3	...
Matriculacions d'automòbils	11,4	7,9	6,3	6,7	10,8	11,8	12,3	7,2	...
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–3,8	–0,7	1,5	0,2	–1,5	–0,6	–0,7	0,5	1,8
Mercat de treball									
Població ocupada [1]	2,7	2,6	2,8	2,8	2,6	2,4	–	...	–
Taxa d'atur (% de la població activa)	19,6	17,2	17,2	16,4	16,5	16,7	–	...	–
Afiliats a la Seguretat Social [2]	3,0	3,6	3,8	3,5	3,5	3,4	3,1	3,1	...
PIB	**3,3**	**3,1**	**3,1**	**3,1**	**3,1**	**3,0**	**–**	**...**	**–**

Preus

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	1T 2018	04/18	05/18	06/18
General	–0,2	2,0	2,0	1,7	1,4	1,0	1,1	2,0	2,3
Subjacent	0,8	1,1	1,1	1,3	0,8	1,0	0,8	1,1	...

Sector exterior

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

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	04/18
Comerç de béns							
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	1,7	8,9	5,6	7,6	8,9	5,8	6,8
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	–0,4	10,5	5,7	9,0	10,5	6,6	7,9
Saldo corrent	**21,5**	**21,9**	**22,0**	**21,0**	**21,9**	**21,1**	**18,5**
Béns i serveis	33,7	33,4	33,4	32,7	33,4	33,3	31,2
Rendes primàries i secundàries	–12,2	–11,5	–11,5	–11,7	–11,5	–12,2	–12,7
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**24,2**	**24,6**	**24,3**	**23,5**	**24,6**	**24,0**	**21,3**

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers [3]

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	1T 2018	04/18	05/18
Dipòsits								
Dipòsits de llars i empreses	2,5	2,8	2,5	2,3	3,2	2,4	2,2	2,6
A la vista i estalvi	16,0	17,6	18,8	17,2	15,9	12,2	10,6	10,3
A termini i preavís	–16,0	–24,2	–24,9	–25,1	–24,6	–23,1	–22,0	–21,0
Dipòsits d'AP	–14,2	–8,7	–26,7	6,8	13,1	16,7	17,3	14,7
TOTAL	**1,2**	**1,9**	**0,5**	**2,6**	**3,7**	**3,1**	**3,0**	**3,2**
Saldo viu de crèdit								
Sector privat	–3,6	–2,2	–2,1	–2,3	–1,9	–2,2	–3,3	–3,1
Empreses no financeres	–5,3	–3,6	–3,0	–3,9	–3,3	–4,3	–6,9	–7,6
Llars - habitatges	–3,7	–2,8	–2,8	–2,7	–2,6	–2,4	–2,2	–1,9
Llars - altres finalitats	2,0	3,7	3,2	3,3	4,5	4,9	4,0	6,1
Administracions públiques	–2,9	–9,7	–12,6	–11,6	–11,4	–12,5	–10,5	–9,0
TOTAL	**–3,6**	**–2,8**	**–2,9**	**–3,0**	**–2,5**	**–2,9**	**–3,7**	**–3,5**
Taxa de morositat *(%)* [4]	**9,1**	**7,8**	**8,4**	**8,3**	**7,8**	**6,8**	**6,8**	**...**

Notes: *1. Estimació de l'EPA. 2. Dades mitjanes mensuals. 3. Dades agregades del sector bancari espanyol i residents a Espanya. 4. Dada fi del període.*

Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri d'Economia, el Ministeri de Foment, el Ministeri d'Ocupació i Seguretat Social, l'Institut Nacional d'Estadística, el Servei Públic d'Ocupació Estatal, Markit, la Comissió Europea, el Departament de Duanes i Impostos Especials i el Banc d'Espanya.*

Portugal: es consolida el bon moment

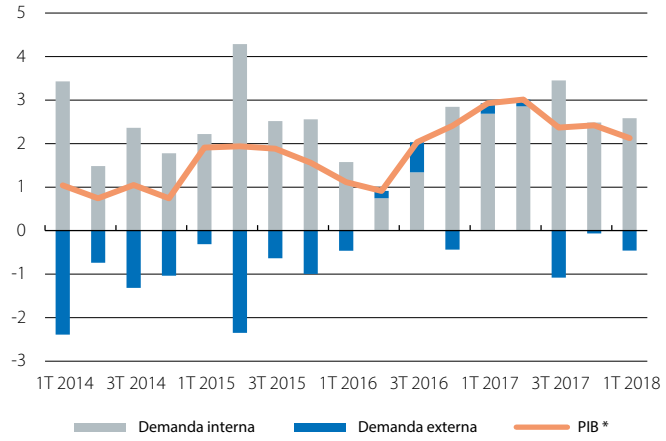
La fermesa de l'escenari macroeconòmic es consolida. L'estimació final del PIB del 1T 2018 va confirmar un creixement del 0,4% intertrimestral i del 2,1% interanual, de manera que l'economia portuguesa va encadenar set trimestres avançant per damunt del 2,0%. Aquesta dinàmica positiva es basa en el bon to de la demanda interna i de les exportacions, que, en el 1T, van contribuir, respectivament, en 2,3 i 2,2 p. p. al creixement del PIB (mentre que el creixement de les importacions va restar 2,6 p. p. i l'acumulació d'existències va contribuir-hi amb +0,3 p. p.). A més a més, els dos factors continuaran empenyent amb fermesa l'activitat en els propers trimestres. Pel costat de les exportacions, es continuaran beneficiant d'un entorn exterior favorable i, a més a més, es veuran potenciades per la represa de l'activitat en el refinatge de combustibles i per l'augment de les exportacions d'automòbils (després que un dels principals productors de vehicles anunciés un augment de la producció a partir del setembre). Pel costat de la demanda domèstica, s'espera que la sòlida dinàmica del consum privat (el 0,8% intertrimestral i el 2,1% interanual en el 1T) tingui continuïtat, gràcies a la recuperació del mercat laboral i a la millora de la confiança i de la situació financera de les famílies (la riquesa familiar neta va assolir un nou màxim el 2017, en situar-se en el 445% de la renda disponible, mentre que el deute va disminuir fins al 72,6% del PIB en el 1T 2018). Pel que fa a la inversió, diferents factors suggereixen que la lleugera desacceleració del 1T 2018 (el 4,7% interanual, després del 5,9% del 4T 2017) serà temporal. D'una banda, va ser deguda, principalment, a la desacceleració de la inversió en construcció (afectada per factors meteorològics desfavorables al març), mentre que la resta de components van accelerar l'avanç (maquinària i equipament, +9,2% interanual, i transport, +11,7%). A més a més, els diferents indicadors del 2T, com, per exemple, les peticions de llicències per a noves construccions al sector residencial, suggereixen una nova acceleració de la inversió. D'aquesta manera, en els propers trimestres, tot fa pensar que Portugal mantindrà un ritme d'avanç sòlid i, segons les nostres previsions, moderadament per damunt del 2,0%.

El mercat laboral evoluciona de forma favorable. Des de l'inici d'enguany, l'ocupació ha crescut a un ritme mitjà del 2,9% interanual (el 2,1% interanual a l'abril, última dada disponible), mentre que el nombre de treballadors registrats a la Seguretat Social va augmentar, a l'abril, en 134.618 (en relació amb el mateix mes de l'any anterior). Per la seva banda, la taxa d'ocupació es va situar en el 61,3%, prop del màxim precrisi. Finalment, és important destacar que la taxa d'atur va disminuir fins al 7,4% a l'abril (–2,1 p. p. en relació amb l'abril del 2017), el nivell més baix des del començament del 2004.

Al maig, la inflació va mostrar més fermesa. Segons l'índex de preus al consum harmonitzat (IPCH), la inflació general es va situar en l'1,4% al maig. D'aquesta manera, es va accelerar de forma considerable en relació amb el 0,3% d'abril, esperonada per un creixement del 5,7% i del 2,6% en els preus de l'energia

Portugal: PIB

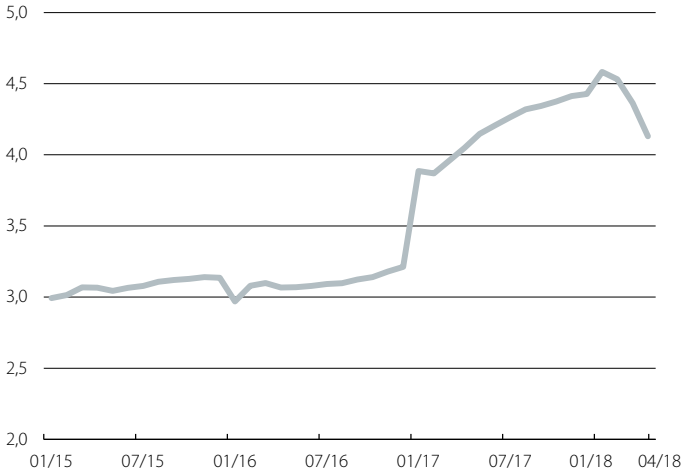
Contribució al creixement interanual (p. p.)



Nota: ** Variació interanual (%).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Thomson Reuters Datastream.*

Portugal: afiliats a la Seguretat Social

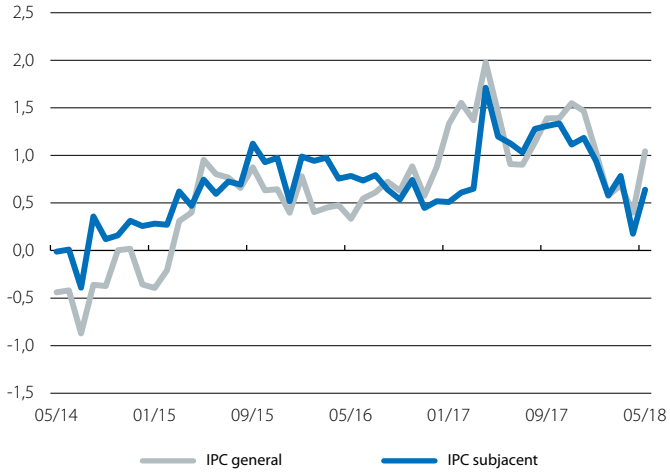
Variació interanual (%)



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

Portugal: IPC harmonitzat

Variació interanual (%)



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

i dels serveis, respectivament. Per la seva banda, la inflació subjacent també va augmentar de forma considerable i es va situar en l'1,1%, 1 p. p. per damunt del registre de l'abril. Com s'analitza al Focus «Què explica la baixa inflació portuguesa?», en aquest mateix *Informe Mensual*, en els últims mesos, la inflació s'ha desaccelerat arran de l'increment relativament més moderat del preu del petroli i de l'impacte de l'apreciació de l'euro. No obstant això, en els propers trimestres, a mesura que s'esvaeixin aquests efectes de base, els components subjacents arrossegaran la inflació a l'alça, gràcies al dinamisme de l'activitat i a la recuperació del mercat laboral.

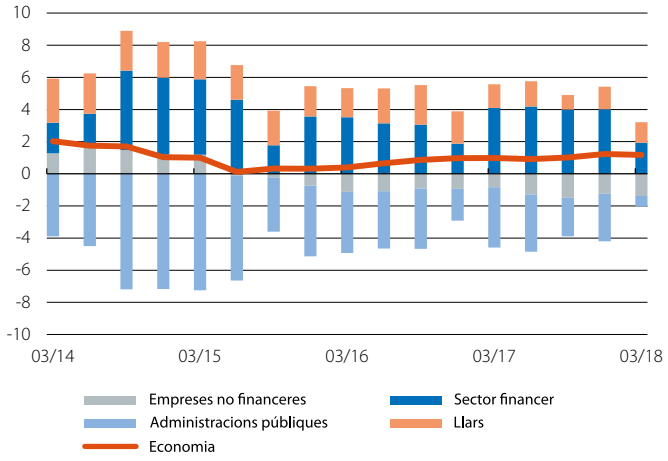
El superàvit exterior continua contribuint a la millora dels desequilibris macroeconòmics. En el 1T 2018, l'economia va mantenir una capacitat de finançament positiva enfront de l'exterior, en l'1,2% del PIB. Va destacar la millora en la necessitat de finançament del sector públic, que va disminuir de forma substancial: el 0,7% en el 1T 2018, enfront del 3,8% del 1T 2017. Així i tot, aquesta millora va ser deguda, en bona part, a l'efecte negatiu que l'operació de recapitalització de Caixa Geral de Depósitos (CGD) va comportar en el 2017. Per la seva banda, la capacitat de finançament de les llars i la necessitat de finançament de les societats no financeres es van deteriorar molt lleugerament. En aquest context, la taxa d'estalvi de les llars es va situar en el 5,1% de la renda disponible, 0,2 p. p. per sota del registre del 4T 2017, davant una expansió més forta del consum que de la renda disponible.

Els comptes públics evolucionen de forma positiva, malgrat alguns llastos temporals. Les dades de comptabilitat nacional mostren una millora del saldo de les Administracions Públiques, del –2,0% del PIB en el 1T 2017 al –0,9% en el 1T 2018 (exclosa la recapitalització de CGD). A més a més, el contrast amb les dades de comptabilitat de caixa (que reflecteixen un deteriorament del dèficit pressupostari fins al maig) és degut al fet que aquesta variable s'ha vist distorsionada per factors temporals, com la devolució més primerenca dels impostos en el marc de la declaració de la renda de les persones físiques i un ajornament en la recepció dels ingressos procedents de l'impost de societats. Així, les perspectives per al conjunt de l'any continuen sent positives, en especial gràcies a la conjuntura econòmica favorable i al seu efecte particularment positiu sobre els impostos indirectes i sobre les contribucions socials (que, fins al maig, van créixer, conjuntament, el 5% interanual).

El sector immobiliari guanya dinamisme. En el 1T 2018, el preu de l'habitatge va augmentar el 12,2% interanual, la qual cosa representa una acceleració d'1,7 p. p. en relació amb el 4T 2017, mentre que el nombre d'habitatges venuts es va incrementar el 15,7%. Per segments, les compravendes continuen dominades pel parc d'habitatge de segona mà, que representa, aproximadament, el 86% de totes les operacions. Per regions, les dades indiquen que el dinamisme del mercat immobiliari s'observa a gairebé tot el país, malgrat que és més intens a les regions metropolitanes de Lisboa i de Porto i a l'Algarve. De cara als propers trimestres, l'entorn de condicions financeres acomodatícies i la important demanda d'habitatge per part dels no residents continuaran donant suport a la fortalesa del mercat immobiliari.

Portugal: capacitat/necessitat de finançament exterior

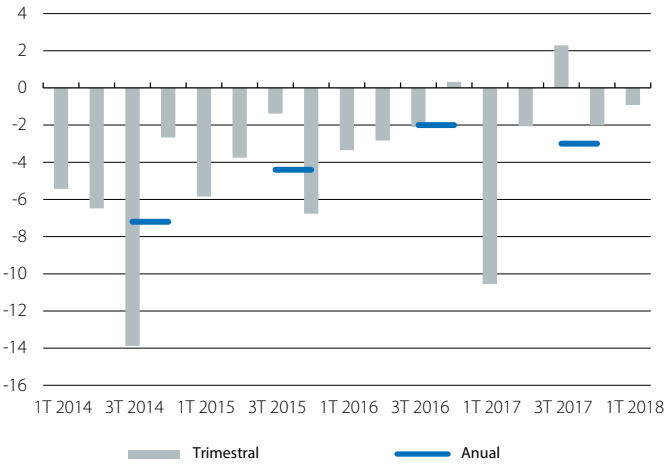
(% del PIB)



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

Portugal: dèficit públic

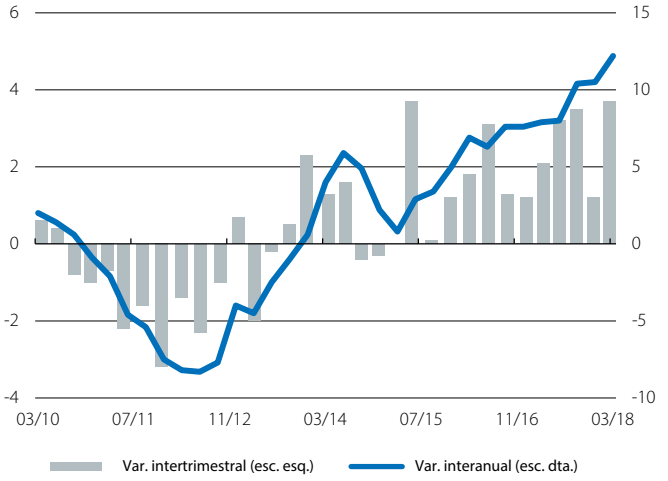
(% del PIB)



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

Portugal: preu de l'habitatge

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



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

Què explica la baixa inflació portuguesa?

En la primera meitat de 2018, la inflació ha registrat valors clarament inferiors als de la primera meitat del 2017: per exemple, la taxa mitjana entre el gener i el maig va ser del 0,9% el 2018, 0,8 p. p. inferior al registre del mateix període del 2017 (l'1,7%). Què explica aquesta desacceleració, especialment sorprenent quan l'economia guanya dinamisme?

Una part de l'explicació és deguda a l'evolució del preu del petroli, que va créixer amb força entre els inicis del 2016 i del 2017 (al voltant del 50% entre el gener del 2016 i el gener del 2017) i, de llavors ençà, malgrat que ha continuat pujant, ho ha fet a un ritme inferior (al voltant del 20% entre el gener del 2017 i el gener del 2018). D'aquesta manera, dins la cistella de l'índex de preus al consum (IPC), els preus de l'energia van avançar el 5,3% interanual, de mitjana, del gener al maig del 2017, enfront del 2,7% en el mateix període del 2018.

No obstant això, l'evolució de l'euro des de mitjan 2017 també ha jugat un paper clau. L'apreciació de l'euro redueix el cost de les importacions estrangeres i es transmet a la inflació per dos canals. D'una banda, incideix directament en l'IPC per l'abaratiment dels béns importats destinats al consum final. De l'altra, l'apreciació també redueix els preus dels béns intermedis, de manera que disminueixen els costos de producció i així, indirectament, acaba repercutint sobre l'IPC.

Segons les estimacions de la Comissió Europea,[1] a Portugal, l'impacte d'una apreciació de l'1% en el tipus de canvi nominal efectiu provoca una reducció de 0,1 p. p. en l'IPC general i de 0,09 p. p. en l'IPC subjacent. De fet, de tots els països analitzats, Portugal és el que presenta impactes estimats més elevats. Atès que, al maig, el tipus de canvi nominal efectiu referent als 61 principals socis comercials s'havia apreciat el 3,2%,[2] això explicaria una desacceleració de la inflació de 0,32 p. p.

L'evolució dels diferents components de l'IPC corrobora que l'apreciació de l'euro ha exercit un paper important en la dinàmica recent de la inflació, ja que s'ha observat una major desacceleració de la inflació en els components volàtils (aliments no processats i energia) que en els subjacents. En primer lloc, el contingut importador dels aliments no processats és més elevat a Portugal que al conjunt de la zona de l'euro, la qual cosa ajuda a explicar per què l'impacte de l'apreciació de l'euro s'ha notat més a Portugal.[3] En segon lloc, la transmissió de l'apreciació de l'euro és més forta en els preus de l'energia, ja que es determinen, en gran part, als mercats internacionals i es denominen en dòlars (cal tenir en compte que l'apreciació bilateral enfront del dòlar ha estat del 15% des del començament del 2017, molt més intensa que en el tipus de canvi efectiu).[4]

Per la seva banda, la inflació subjacent s'ha vist menys afectada pel fet que una part important dels seus components, com, per exemple, els serveis, que representen més del 50% de l'índex, no es poden importar, mentre que, pel que fa als aliments processats, en el cas de Portugal, les importacions procedents de fora de la zona de l'euro són poc rellevants. No obstant això, l'índex subjacent també inclou béns industrials no energètics, el contingut importador dels quals és considerable. En efecte, en els últims mesos, aquests béns han contribuït a la reducció de la inflació. A més a més, aquest component també és influït per forces estructurals que han exercit una contenció sobre les pressions inflacionistes a nivell global, com la globalització i els avanços tecnològics, que han permès reduir els costos de producció.[5]

En definitiva, la forta apreciació de l'euro en la segona meitat del 2017 explica una part important de la desacceleració de la inflació portuguesa en els últims mesos,en especial pel seu impacte en els components volàtils. No obstant això, en els propers trimestres, a mesura que s'esvaeixi aquest efecte base, els components subjacents arrossegaran la inflació a l'alça gràcies al dinamisme de l'activitat i a la recuperació del mercat laboral.

Portugal: evolució recent de la inflació

		Variació interanual (%) Mitjana gener-maig			Contribució a l'evolució de l'IPCH (p. p.)	
	Ponderacions (%)	2017	2018	Variació (p. p.)	2017	2018
IPCH	**100,0**	**1,7**	**0,9**	**–0,8**		
Aliments no processats	10,3	3,4	0,2	–3,2	0,3	0,0
Energia	8,3	5,1	2,5	–2,7	0,4	0,2
IPCH subjacent	**81,4**	**1,1**	**0,8**	**–0,3**	**0,9**	**0,6**
Aliments processats i begudes	13,1	0,1	1,3	1,2	0,0	0,2
Béns industrials no energètics	26,0	–0,7	–1,2	–0,5	–0,2	–0,3
Serveis	42,3	2,1	1,8	–0,3	0,9	0,8

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

1. Comissió Europea (2014), «Quarterly Report on the Euro Area», vol. 13, núm. 3.
2. Pel que fa al juliol del 2017.
3. En concret, a Portugal, les importacions d'aliments no processats representen el 0,8% del PIB (el 0,6% a la zona de l'euro), i el 21% d'aquestes importacions procedeixen de països de fora de la UE.
4. El 78% de les importacions de béns energètics (petroli i gas natural) tenen l'origen fora de la UE i representen el 3% del PIB (el 65% i el 2,2% a la zona de l'euro).
5. Butlletí Econòmic del Banc de Portugal, juny del 2018.

La bona evolució del sector exterior portuguès el 2018

El 2017, la balança per compte corrent de Portugal va registrar un superàvit del 0,5% del PIB i va encadenar cinc anys en positiu. Per components, mentre que les balances de béns i de rendes es van mantenir en una situació deficitària, les exportacions de serveis van superar les expectatives més optimistes, gràcies, en especial, a la forta embranzida del turisme, de manera que l'elevat superàvit de la balança de serveis va permetre compensar els registres menys positius de la resta dels components.

Dinàmiques recents del sector exterior

Pel que fa al 2018, les dades disponibles fins a l'abril mostren una evolució molt positiva de les exportacions, tant de béns com de serveis, així com de les remeses procedents dels emigrants.

En primer lloc, dins la balança de béns, s'ha observat un augment del dèficit comercial a causa del fort creixement de les importacions (el 10,5% interanual). Aquest dinamisme de les importacions és fruit de l'encariment del petroli (que ha provocat un deteriorament del dèficit comercial energètic), però també de la fermesa de la demanda domèstica i de la major importació de béns d'inversió. A més a més, les exportacions han avançat amb força (el 8,0%), resultat especialment destacable si es té en compte la important apreciació de l'euro al llarg del 2017. En aquest sentit, destaquen en positiu el gran augment de la venda d'automòbils i dels seus components i la bona marxa de les indústries tradicionals (oli, vi i begudes, plàstics i suro).

Per la seva banda, el superàvit de la balança de serveis ha continuat batent rècords. En particular, a l'abril del 2018, el superàvit havia augmentat en 2.300 milions d'euros (acumulat de 12 mesos) en relació amb el mateix període del 2017, xifra que intensifica la seva tendència a l'alça, amb el suport d'una evolució molt positiva del sector del transport i del turisme. Precisament, el turisme, amb un pes del 70% en el superàvit de la balança de serveis, mereix un esment especial. Els serveis turístics han guanyat importància en l'economia nacional de manera sostinguda (s'espera que assoleixin un pes del 7,8% en el PIB del 2018), i, a l'abril del 2018, els ingressos del sector van representar el 18,0% del total de les exportacions (acumulat de 12 mesos).

Finalment, en la balança de rendes, ha empitjorat el saldo de la balança de les rendes primàries (interessos, dividends i beneficis), tant per una disminució dels ingressos procedents de la inversió directa realitzada a l'exterior com per una reducció de les rendes procedents de les inversions de cartera. Per la seva banda, l'evolució recent de la balança de rendes secundàries confirma la dinàmica positiva de les remeses dels emigrants (l'1,5% del PIB).

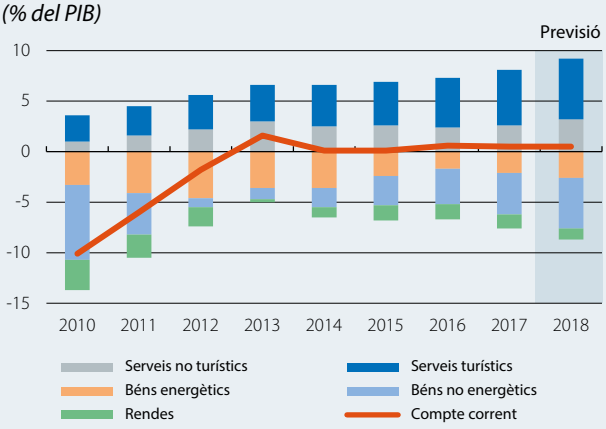
Perspectives per al 2018

En un entorn exterior favorable, esperem que, tant a escala global com a la zona de l'euro, les exportacions de béns i de serveis continuïn exhibint una dinàmica robusta. En aquest sentit, el 2018, molt probablement l'entrada de turistes torni a assolir noves xifres rècord, la qual cosa reforçarà el superàvit de la balança per compte corrent.

Així i tot, l'escenari no està lliure de riscos. En positiu, es podrien produir millors registres de l'esperat en les remeses dels emigrants o en les transferències de la UE. En negatiu, destaquen el possible empitjorament del sentiment inversor internacional, en un entorn de tensions geopolítiques i comercials; l'evolució i la volatilitat del preu del petroli, i, finalment, la possibilitat de repunts sobtats en els tipus d'interès (que es podrien produir tant per temors a un augment del proteccionisme a nivell global com per la reacció a la retirada de l'estímul monetari dels principals bancs centrals). A més a més, també cal considerar que la proporció de deute públic en possessió dels no residents ha augmentat, la qual cosa generarà una certa pressió sobre la balança de rendes.

Portugal: composició del saldo per compte corrent

(% del PIB)



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

Indicadors d'activitat i ocupació

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	01/18	02/18	03/18	04/18	05/18
Índex coincident d'activitat	1,5	2,7	2,8	3,0	2,8	2,5	2,3	2,2	2,1	2,0
Indústria										
Índex de producció industrial	2,4	4,0	2,8	6,8	2,5	2,5	1,8	2,1	3,8	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	–0,7	2,3	2,7	1,8	3,5	2,9	1,6	1,7	0,1	–0,5
Construcció										
Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)*	7,1	20,7	21,9	21,5	17,4	...	...	9,5	...	...
Compravenda d'habitatges	18,8	20,5	16,1	23,0	23,6	...	...	15,7	...	...
Preu de l'habitatge *(euro/m² - taxació)*	3,8	5,0	4,4	5,5	4,5	...	...	5,4	...	...
Serveis										
Turistes estrangers (*acum. 12 mesos*)	10,9	12,1	12,6	12,1	11,8	10,9	10,6	11,1	8,4	...
Indicador de confiança als serveis *(valor)*	7,3	13,8	13,7	15,6	14,8	15,1	13,2	11,2	10,5	13,7
Consum										
Vendes comerç al detall	2,7	4,1	5,8	3,9	4,1	5,7	4,4	7,7	–1,6	...
Matriculacions d'automòbils	1,7	2,4	2,4	2,6	2,5	2,4	2,3	2,2	2,2	2,0
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–11,1	0,5	1,7	1,5	2,3	1,7	1,6	2,8	3,0	4,1
Mercat de treball										
Població ocupada [1]	1,2	3,3	3,4	3,0	3,5	3,6	3,2	2,7	2,1	...
Taxa d'atur (% de la població activa)	11,1	8,9	8,8	8,5	8,1	7,9	7,6	7,5	7,4	...
PIB	**1,6**	**2,7**	**3,0**	**2,4**	**2,4**	**...**	**...**	**2,1**	**...**	**...**

Preus

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	01/18	02/18	03/18	04/18	05/18
General	0,6	1,6	1,7	1,3	1,8	1,1	0,7	0,8	0,3	1,4
Subjacent	0,8	1,3	1,7	1,4	1,6	1,0	0,7	0,9	0,1	1,1

Sector exterior

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

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18	03/18	04/18	05/18
Comerç de béns										
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	0,8	10,1	7,8	9,3	10,1	9,5	9,2	6,5	8,0	...
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	1,5	12,6	9,3	11,8	12,6	11,8	11,7	10,3	10,5	...
Saldo corrent	**1,1**	**0,9**	**0,7**	**0,8**	**0,9**	**0,6**	**0,6**	**0,9**	**0,4**	**...**
Béns i serveis	3,8	3,5	3,4	3,4	3,5	3,3	3,4	3,2	3,2	...
Rendes primàries i secundàries	–2,7	–2,6	–2,7	–2,6	–2,6	–2,7	–2,8	–2,3	–2,8	...
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**3,0**	**2,7**	**2,7**	**2,6**	**2,7**	**2,4**	**2,4**	**2,7**	**2,1**	**...**

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers [2]

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	01/18	02/18	03/18	04/18	05/18
Dipòsits										
Dipòsits de llars i empreses	3,7	1,7	1,6	0,4	2,1	2,7	2,8	2,3	3,5	...
A la vista i estalvi	19,5	15,7	1,6	0,4	2,1	14,0	14,3	12,6	14,2	...
A termini i preavís	–3,2	–5,8	–6,6	–7,1	–4,4	–4,0	–4,3	–4,1	–3,3	...
Dipòsits d'AP	–17,9	1,3	–0,4	8,3	12,1	1,4	5,2	–0,8	–5,5	...
TOTAL	**2,3**	**1,6**	**1,5**	**0,8**	**2,6**	**2,7**	**2,9**	**2,2**	**3,1**	**...**
Saldo viu de crèdit										
Sector privat	–3,9	–4,0	–4,2	–4,1	–3,4	–1,8	–1,9	–1,8	–1,9	...
Empreses no financeres	–5,6	–6,6	–6,8	–6,5	–5,9	–2,7	–3,1	–3,0	–3,5	...
Llars - habitatges	–3,3	–3,1	–3,4	–3,2	–2,1	–2,0	–1,9	–1,7	–1,7	...
Llars - altres finalitats	–0,4	1,1	2,0	1,0	–0,1	2,3	2,5	2,6	2,8	...
Administracions públiques	–9,4	9,3	–4,1	21,6	22,9	21,5	19,4	16,0	16,3	...
TOTAL	**–4,2**	**–3,5**	**–4,2**	**–3,1**	**–2,4**	**–0,9**	**–1,1**	**–1,1**	**–1,2**	**...**
Taxa de morositat *(%)* [3]	**17,2**	**13,3**	**15,5**	**14,6**	**13,3**	**...**	**...**	**...**	**...**	**...**

Notes: *1. Estimació de l'INE. 2. Dades agregades del sector bancari portugués i residents a Portugal. 3. Dada fi del període.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE, Banc de Portugal, Comissió Europea i Associació Europea de Productors d'Automòbils.*

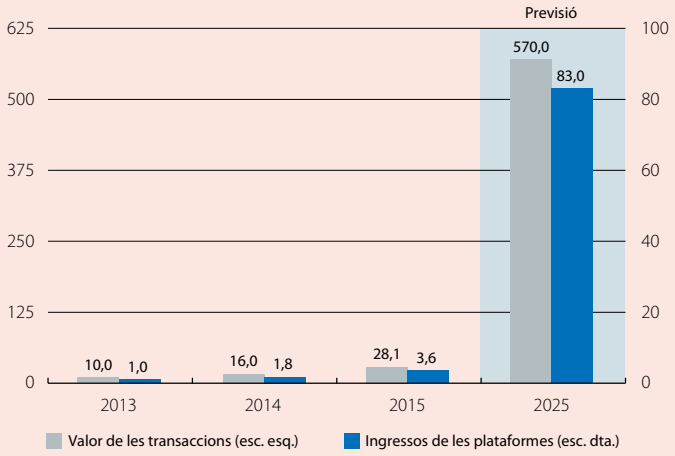
L'economia del *sharing*: de fenomen emergent a peça clau de la revolució digital

Què li suggereixen expressions com *sharing economy, on demand economy* o *gig economy*? Probablement, no gaire res. Fins i tot els nord-americans, habitants del país en què el fenomen està més desenvolupat, demostren poc coneixement: preguntats pel Pew Research Center el 2016, dos terços dels enquestats no havien sentit a parlar mai de la *sharing economy*, i del terç que sí, el 40% emfatitzava l'element de col·laboració desinteressada entre persones, el 25% afirmava que, malgrat haver sentit l'expressió, no sabien què era i el 16% apuntava molt millor i deia que eren negocis o individus compartint béns i serveis en una relació de durada breu.

Per què diem que aquests últims encertaven més el tir? Perquè, quan revisem alguns dels centenars d'articles, d'estudis i de propostes polítiques sobre la qüestió, constatem que, més enllà de la denominació, quatre elements es repeteixen en la majoria de les definicions. El primer és que els serveis de la *sharing economy* comparteixen el fet d'estar instrumentats mitjançant plataformes *online* i que, en la majoria dels casos, l'accés a aquestes plataformes es realitza amb una aplicació de mòbil o de tauleta tàctil. Un segon aspecte definitori és que s'estableixen relacions entre iguals (*peer-to-peer*), que poden ser individus o empreses. Un tercer element característic és que les relacions entre els actors tenen un caràcter temporal. Finalment, el quart ingredient de la definició és l'intercanvi d'actius, de recursos, de temps o d'habilitats, de forma molt flexible i dinàmica. Així, doncs, si es donen aquests quatre aspectes combinats (perquè, de forma individual, els mateixos elements es troben en altres formes de fer negocis: per exemple, el caràcter temporal de la relació o l'ús de plataformes digitals no són privatius de la *sharing economy*), és probable que estiguem en presència d'un fenomen nou que anomenarem *sharing economy* (o economia del *sharing*).

***Ingressos i valor de les transaccions relacionades amb la* sharing economy**

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



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

Que es tracta d'un fenomen incipient ho denota la dificultat per disposar d'aproximacions quantitatives fiables mitjançant les estadístiques convencionals. D'entrada, una part de les transaccions de la *sharing economy* queda directament fora de les mesures habituals, ja que són activitats de no mercat. Però, per a les transaccions que impliquen pagaments monetaris, la quantificació és possible. En general, se segueix un dels dos enfocaments següents: es monitoritza la dimensió del consum o la de l'oferta.

Des del primer punt de vista, i malgrat que l'evidència és limitada, la principal conclusió a la qual s'arriba és que els consumidors utilitzen de forma encara minoritària l'economia del *sharing*. Segons els informes més fiables, entre el 20% i el 30% dels consumidors dels països desenvolupats han utilitzat algunes de les plataformes digitals que sustenten aquests serveis o han compartit alguns dels actius, tangibles o intangibles, que s'hi intercanvien. Un altre aspecte que, de vegades, s'analitza és si les llars reben alguna renda provinent d'aquest àmbit. Als EUA, segons el Pew Research Center, el 2016, aproximadament el 25% dels nord-americans havien rebut algun ingrés de la *sharing economy*, malgrat que, si s'elimina la venda de béns de segona mà, les xifres es redueixen a menys de la meitat.

Considerant el segon enfocament, i seguint el que potser és l'informe més referenciat en la qüestió,[1] és usual identificar cinc grans sectors principals que operen sota models de negoci de *sharing economy*: allotjament entre iguals o usuaris, transport entre usuaris, serveis a les llars a demanda, serveis professionals a demanda i finances col·laboratives. Segons aquest informe, a Europa i el 2015, aquests cinc sectors van acumular transaccions per un total de 28.000 milions d'euros, que van generar ingressos per a les plataformes digitals relacionades de 4.000 milions d'euros. Malgrat que els nivells, per si mateixos, no semblen excessius, el ritme de creixement en els últims anys sí que és significatiu, ja que les transaccions es van triplicar entre el 2013 i el 2015, mentre que els ingressos es van quadruplicar.

1. Vegeu Vaughan, R. i Daverio, R. (2016), «Assessing the size and presence of the collaborative economy in Europe», PwC. Aquest estudi va ser encarregat per la Comissió Europea per monitoritzar el fenomen de la *sharing economy*.

Atesa la velocitat del canvi al qual estem assistint, la pregunta que cal plantejar-se és quines són les perspectives futures de l'economia del *sharing*. Respondre aquesta qüestió requereix una reflexió prèvia sobre quins són els factors fonamentals que expliquen l'expansió del fenomen. De forma general, l'eclosió de la *sharing economy*, i la seva difusió futura, és el resultat de la confluència dels canvis en dos àmbits diferents, el pròpiament tecnològic i el de les expectatives dels consumidors. Pel que fa al primer, la digitalització i les plataformes ofereixen als proveïdors la possibilitat d'adaptar la seva oferta a condicions canviants amb una flexibilitat elevada. Aquesta flexibilitat deriva tant de la forma com s'ofereix el servei (per exemple, amb escasses restriccions horàries) com de la possibilitat d'explotar la informació dels usuaris (mitjançant tecnologies *big data*, probablement). Aquesta provisió de serveis es realitza moltes vegades a un cost més baix, derivat, per exemple, de l'eliminació d'intermediaris convencionals o de l'explotació d'actius infrautilitzats (podem pensar en l'ús escassament intensiu que es fa de béns com cases o vehicles, però també d'actius intangibles, com certs coneixements).

Els canvis en les expectatives dels consumidors, i en les seves demandes, són també molt substancials. En termes generals, els beneficis que obtenen els consumidors de la *sharing economy* són fruit d'una combinació de factors econòmics tradicionals (millors preus, menor temps dedicat a la recerca o millor aparellament d'oferta i demanda, per esmentar els principals) i d'altres de caràcter social o mediambiental, com la utilitat derivada de la satisfacció de dur a terme pràctiques de consum més sostenibles i favorables al medi ambient, la major transparència en les transaccions, les raons purament altruistes o la sensació de cocrear, o almenys d'orientar, el servei (mitjançant les propostes i/o la valoració de l'experiència, per exemple).

Atès que aquests són els factors subjacents a l'expansió de la *sharing economy*, cal plantejar-se com interactuen amb els diferents models de negoci. Com succeeix amb altres canvis vinculats amb la innovació i amb els *shocks* tecnològics, en termes generals, cal distingir tres situacions possibles. La primera seria la dels models de negoci que es creen de zero a partir de les plataformes digitals i de l'enfocament col·laboratiu i que han estat capaços de satisfer les noves demandes del consumidor de forma favorable. A aquests models de negoci els anomenarem «purs». Cronològicament, els models de negoci «purs» han estat els primers a materialitzar-se i s'associen de forma més clara amb el fenomen de l'economia del *sharing*. Un segon grup de models de negoci és el dels «revolucionats». Són els que veuen substancialment alterada la seva forma tradicional de competir per l'emergència de l'economia del *sharing* i que, en el futur, probablement, hauran d'hibridar elements col·laboratius digitals amb altres aspectes del seu *core business* tradicional. Finalment, també existiran empreses en què el model de negoci no es veurà afectat, o solament de forma marginal, per la *sharing economy* i que etiquetem com a «tradicionals».

Els exercicis prospectius disponibles se centren, en la majoria dels casos, en la identificació dels sectors, de les activitats i dels models de negoci «purs» (on els factors que empenyen l'economia del *sharing* s'exploten de forma extensiva) i en la projecció futura de les seves tendències. És el que fa, per exemple, l'estudi esmentat més amunt, i que, com es pot apreciar al gràfic adjunt, projecta que els ingressos de les plataformes i el volum dels ingressos es multiplicaran per més de 20 fins al 2025 en els cinc sectors esmentats (allotjament entre iguals o usuaris, transport entre usuaris, serveis a les llars a demanda, serveis professionals a demanda i finances col·laboratives).

Sabem molt menys del que podria ser el principal àmbit d'expansió de la *sharing economy*, la seva extensió a altres models de negoci ja existents. Per exemple, podem pensar en sectors en què hi ha actius infrautilitzats, sensibilitat sobre sostenibilitat mediambiental creixent o pressió per participar en el procés de creació de l'experiència? Si la resposta és afirmativa, el sector podria ser susceptible de ser revolucionat per les plataformes digitals. Una forma de concretar el potencial del procés és determinar quins sectors, definits convencionalment, es veuen afectats pels models de negoci «purs» i veure quina importància tenen en l'economia. Segons Credit Suisse, les activitats «pures» de *sharing economy* interactuen amb sectors que, als països avançats, representen de l'ordre del 50% de l'economia. És poc probable que el nivell de penetració de l'economia del *sharing* arribi mai a ser tan gran, però aquesta xifra ens recorda que pocs sectors es poden considerar aliens als seus efectes disruptius i que moltes empreses hauran de concebre canvis en el model de negoci que reconverteixin relacions de competència amb el *sharing* a altres de cooperació.

La *sharing economy*, en conclusió, és un fenomen nou, com ho denota la forma borrosa amb què encara es defineix, però, més enllà del nom, el que sembla emergir és una nova forma de fer negocis. Si avui un nou Adam Smith es plantegés l'ambiciós exercici intel·lectual de conceptualitzar l'anomenada «economia digital», probablement ja no utilitzaria el famós exemple de la fàbrica d'agulles per il·luminar aspectes claus. Sospitem que li seria més instructiu explorar algunes plataformes digitals, en les quals, per cert, podria vendre als seus iguals, directament, el seu nou llibre (perdó, *ebook*), que aventurem que es podria titular alguna cosa així com «La riquesa (digital) dels individus».

Àlex Ruiz
CaixaBank Research

L'economia del *sharing* i el turisme

La irrupció de l'economia del *sharing* es veu reflectida en moltes àrees econòmiques, però té una incidència especial en el sector turístic. En particular, molts dels serveis oferts entre iguals (*peer-to-peer* o P2P) mitjançant les plataformes de *sharing* es presenten com una alternativa als serveis turístics professionals d'allotjament, d'oci i de transport. Atesa l'escala que moltes d'aquestes plataformes han assolit en els últims anys, no és estrany que una part de l'ecosistema turístic s'hagi vist alterat. En aquest article, analitzem l'impacte que té l'economia del *sharing* en el funcionament del mercat turístic.

La popularització del *sharing* modifica la provisió d'alguns serveis turístics i genera noves maneres de fer turisme (vegeu la figura adjunta). No obstant això, el nivell de penetració de les diferents plataformes al mercat turístic varia en funció de cada subsector. En concret, l'impacte és especialment elevat en la fase inicial del cicle de compra, on les plataformes que posen en contacte els qui lloguen propietats amb els clients potencials actuen *de facto* com a centrals de reserves d'allotjament turístic i complementen l'oferta tradicional. Així mateix, també trobem plataformes que ajuden els usuaris a crear el seu propi paquet turístic, ja que faciliten l'intercanvi d'informació (ressenyes, recomanacions, etc.) amb altres turistes i amb residents locals per planificar el viatge. De la mateixa manera, en les fases de viatge i de destinació, els serveis de transport terrestre de passatgers també s'han vist alterats per l'aparició del *sharing*. En aquest cas, el lloguer temporal de vehicles entre particulars és un altre dels exemples més prominents al sector turístic.

Impacte de l'economia del* sharing *en les fases del cicle de compra turístic

Previatge (reserva)	Viatge	Destinació	Postviatge
Allotjament	Transport terrestre de passatgers	Activitats esportives, recreatives i d'entreteniment	Plataformes de ressenyes
Tradicional	Compartir el cost de desplaçaments	Lloguer d'equips	Intercanvi d'opinions i recomanacions sobre la qualitat dels serveis turístics
Intercanvi de cases entre dos particulars	Serveis de taxi	*Tours* i activitats turístiques	
Housesitting (cura d'una propietat mentre el propietari està absent)		Cursets i classes	
Treball a canvi d'allotjament		Serveis de menjar i beguda	
Plataformes de revenda de reserves d'hotel entre particulars		Activitats gastronòmiques	
Plataformes de ressenyes		Lloguer de vehicles entre particulars (bicicletes, vaixells, cotxes, etc.)	
Intercanvi d'informació entre usuaris			

Font: *CaixaBank Research.*

També en la fase de destinació, caracteritzada per serveis intensius en mà d'obra, en especial al punt de contacte amb el client, s'han popularitzat plataformes de *sharing* que ofereixen serveis més personalitzats, com experiències gastronòmiques, en què els turistes comparteixen un sopar amb residents locals, i experiències de viatge, com *tours* turístics organitzats per locals, que es presenten com una alternativa més «autèntica» als serveis oferts per les agències de viatges majoristes tradicionals.

Hi ha diversos factors que expliquen aquesta popularització del *sharing* al sector turístic. En primer lloc, la digitalització i les noves tecnologies són indispensables per entendre l'auge de l'economia del *sharing*.[1] Malgrat que la provisió d'activitats turístiques entre particulars no és un fenomen nou –sempre han existit els intercanvis alternatius o no convencionals entre particulars–, aquesta interacció solia estar limitada a amics i a coneguts. Així, les plataformes digitals han permès estendre aquests petits intercanvis a la relació entre desconeguts a una escala sense precedents, ja que redueixen els costos d'accés al mercat per part d'usuaris oferents i els costos de transacció. En concret, les plataformes *peer-to-peer* permeten al consumidor comparar fàcilment preus entre diferents oferents, saber més del bé o del servei ofert, conèixer l'opinió d'altres usuaris abans de decidir-se i, en molts casos, comunicar-se directament amb el proveïdor del bé o del servei.

En segon lloc, els canvis culturals i econòmics dels últims anys han comportat que el consumidor sigui cada vegada més obert a l'hora de compartir recursos i d'accedir a béns de forma temporal en lloc de tenir-los en propietat. Entre aquests canvis, destaquen el major interès per l'element social i per la comunitat –el desig d'expandir el cercle social mitjançant noves connexions afins– i la major preocupació pel medi ambient.[2] De la mateixa manera, el turista d'avui dia sol posar més èmfasi en el cost i en la relació entre la qualitat i el preu dels serveis que contracta, en part per l'àmplia oferta que té al seu abast. En aquest context, el sector turístic és un candidat ideal per a l'expansió dels models de negoci associats al *sharing*, a causa de la naturalesa dels serveis que ofereix. Així, doncs, els béns que comporten un cost més elevat i dels quals es fa un ús més ocasional són els més propensos

1. Parlament Europeu (2017), «Tourism and the sharing economy», Briefing.
2. Botsman, R. i Rogers, R. (2010), «What's Mine Is Yours: The Rise of Collaborative Consumption», Nova York, Harper Collins.

a ser «compartits» amb tercers, de manera que no és estrany que els serveis d'allotjament i de transport siguin els més impactats pel sorgiment d'aquests nous models de consum.

En tercer lloc, perquè les expectatives actuals del turista han canviat. En concret, els consumidors turístics –en especial els joves– estan més oberts a organitzar-se ells mateixos els viatges i demanden cada vegada més poder gaudir d'experiències úniques i personalitzades.[3] Aquest desig creixent de gaudir d'experiències «autèntiques» ha propiciat l'aparició de noves vetes de mercat. En aquest context, l'economia del *sharing* ha guanyat popularitat, ja que ofereix la possibilitat de contractar aquest tipus d'experiències, més flexibles i menys estandarditzades,[4] com estades en allotjaments poc usuals o experiències gastronòmiques compartides amb residents locals.

A tot plegat se suma el fet que les activitats del *sharing* s'han desenvolupat en un moment de ràpid creixement del sector turístic[5] –el nombre de turistes internacionals ha augmentat el 38% des del 2010–,[6] de manera que l'augment d'aquest tipus d'activitats ha estat encara més visible.

Quins efectes té sobre el mercat turístic?

Des del punt de vista de les empreses turístiques (oferta), l'arribada del *sharing* transforma l'entorn en què es desenvolupen. Amb la irrupció d'aquestes plataformes digitals P2P, l'oferta turística, normalment composta per empreses tradicionals, s'ha ampliat de forma considerable, ja que s'han reduït de manera notable les barreres d'entrada al sector (es facilita que qualsevol particular es pugui convertir en un proveïdor de serveis turístics). En aquest context, les empreses establertes al mercat s'han vist empeses a respondre a aquests canvis per continuar sent competitives. Moltes d'aquestes empreses han concentrat els esforços per tractar de satisfer les expectatives del turista, sovint mitjançant una reducció de preus, una millora de la qualitat dels serveis oferts, la innovació o una ampliació dels serveis que s'ofereixen. Per exemple, els proveïdors tradicionals d'allotjament turístic han introduït programes de fidelització que ofereixen beneficis addicionals als seus clients i han començat a oferir activitats i esdeveniments que tracten de «connectar» hostes amb residents locals i amb la cultura local. No obstant això, atès que moltes de les activitats associades al *sharing* no estan recollides en la legislació actual, es poden produir, en molts casos, situacions de competència deslleial, ja que les empreses ja establertes, a diferència dels nous participants al mercat, estan subjectes a una normativa més estricta. Per tant, és important desenvolupar un marc normatiu que ofereixi seguretat jurídica i unes regles de joc equilibrades per a tots els competidors (per a més detalls, vegeu l'article «Els reptes de la regulació davant l'economia del *sharing*», en aquest mateix Dossier). D'altra banda, fins ara, l'economia del *sharing* ha tingut, sobretot, impacte en les transaccions entre iguals, on una de les parts és un consumidor final. No obstant això, a mitjà termini, hi ha un potencial elevat per a l'aparició de models de negoci associats al *sharing* en què les empreses del sector comparteixin recursos, amb la finalitat de reduir costos i de millorar l'eficiència amb què operen.

Per al consumidor (demanda), l'augment i la millora de l'oferta dels serveis turístics han estat molt positius, ja que li atorguen un major poder d'elecció i de decisió.[7] Avui dia, el turista té al seu abast cada vegada més opcions d'allotjament, d'oci i de desplaçament, la qual cosa possibilita que pugui escollir una opció que s'adapti millor als seus gustos, a les seves necessitats i a la seva disposició a pagar. A més a més, pot comparar fàcilment qualitats entre diferents oferents de tot el món i conèixer l'opinió d'altres turistes abans de decidir-se per un bé o per un servei. D'altra banda, l'economia del *sharing* també ha contribuït a generar una nova demanda al mercat turístic.[8] Així, atès que les plataformes P2P proveeixen una oferta de serveis turístics alternativa, atreuen perfils nous i diferents de turistes. Alguns d'aquests nous turistes se senten atrets per l'oferta d'experiències locals, mentre que, per a uns altres, en especial els més joves, l'atractiu és el preu més baix i l'accessibilitat digital del servei. En aquest sentit, aquesta «nova» oferta pot ajudar a crear noves vetes de mercat o atreure turistes a destinacions que no eren populars. No obstant això, per poder garantir un nivell adequat de protecció del consumidor i uns estàndards de qualitat mínims, és necessari que aquestes activitats siguin recollides per la legislació.

En definitiva, l'arribada del *sharing* i dels nous models de negoci associats ha tingut efectes disruptius sobre la indústria turística i ha canviat la manera com els consumidors veuen i usen els serveis turístics tradicionals. L'economia del *sharing* pot contribuir a millorar la competitivitat del sector i a complementar l'oferta tradicional. No obstant això, el ràpid creixement que ha experimentat en els últims anys exigeix un important desafiament regulador, ja que moltes d'aquestes activitats no estan recollides en la legislació actual. Adaptar el marc legal per donar resposta a aquesta nova realitat és, doncs, una assignatura pendent.[9]

Roser Ferrer
CaixaBank Research

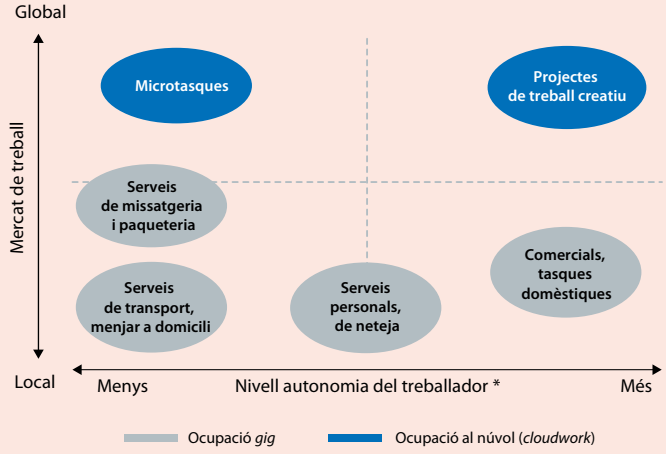
3. Amadeus Research Study (2013), «Trending with NextGen Travelers».
4. OCDE (2016), «Tourism Trends and Policies 2016», OECD Publishing.
5. Parlament Europeu (2017).
6. Dades de l'Organització Mundial del Turisme (UNWTO).
7. Stephany, A. (2015), «The Business of sharing: Making it in the New Sharing Economy», Palgrave Macmillan.
8. OCDE (2016).
9. Comissió Europea (2016), «A European agenda for the collaborative economy - supporting analysis», Commission Staff Working Document.

L'economia del *sharing* i el mercat de treball

La majoria dels nostres pares i avis van treballar tota la vida a la empresa en què van iniciar la carrera professional, una perspectiva impensable per als joves d'avui dia que s'incorporen al mercat laboral. En l'actualitat, les relacions laborals no estàndards[1] són cada vegada més comunes i, en part, expliquen l'elevada taxa d'ocupats a temps parcial, amb un contracte temporal o com a autònoms (del 19,4%, del 12,2% i del 13,7%, respectivament, el 2017). A més a més, l'auge de l'economia col·laborativa ha comportat la creació d'un altre nou tipus d'ocupació no estàndard, l'«ocupació sota demanda» (*on-demand employment*). Les plataformes digitals afavoreixen aquest tipus d'ocupació, ja que redueixen els costos de transacció i permeten un *matching* d'oferta i demanda d'ocupació a temps real. Si féssim un símil amb les relacions humanes, el treball estàndard seria com un matrimoni, un projecte familiar a llarg termini, i el treball en l'economia del *sharing*, un seguit de cites mitjançant una aplicació per lligar.

En concret, l'anomenada ocupació sota demanda es pot agrupar en dues grans categories: l'ocupació *gig* i l'ocupació al núvol. L'ocupació *gig* es caracteritza perquè els individus utilitzen plataformes digitals per buscar clients, als quals ofereixen serveis, alguns més intensius en treball (com el servei de lliurament a domicili) i d'altres més intensius en capital (com pot ser el lloguer d'un habitatge). En canvi, en l'ocupació al núvol (*cloud work*), són les empreses les que demanden via web les tasques o els serveis que necessiten que es duguin a terme. Als mercats d'ocupació al núvol, com Amazon Mechanical Turk, Freelancer o Upwork, es demanden serveis molt diversos (de programació informàtica, de disseny, de traducció, de tasques administratives o de comptabilitat, etc.), molts dels quals fins ara no era tan fàcils d'externalitzar. Sovint, aquests serveis consisteixen en microtasques simples que es poden dur a terme en un període curt de temps, com completar una enquesta, i altres vegades són treballs més complexos, com el disseny complet d'una web.

Tipologia de l'ocupació a la sharing economy



Nota: ** El nivell d'autonomia del treballador és menor quan la plataforma exerceix més control sobre els preus i sobre les condicions de prestació de servei i és major quan el treballador decideix de manera més independent.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de la Comissió Europea (2017), «The Social Protection of Workers in the Platform Economy».*

Malgrat la visibilitat d'algunes ocupacions que s'han generat mitjançant la *sharing economy* (pensi, només, en les bicicletes de repartiment de menjar a domicili que han aparegut a la majoria de ciutats), és difícil estimar amb precisió quanta gent treballa al sector. Ara com ara, les estadístiques oficials, com l'enquesta de població activa (EPA), no inclouen detalls sobre aquestes ocupacions,[2] i les plataformes digitals no proporcionen dades detallades sobre quants treballadors les usen. No obstant això, hi ha estudis que tracten de comptabilitzar-ho a través d'un algorisme de *big data*. Harris i Krueger (2015) van estimar que al voltant del 0,5% de la força laboral nord-americana estava ocupada en l'economia col·laborativa. Segons De Groen i Maselli (2016), l'equivalent europeu se situaria al voltant del 0,05% (uns 100.000 treballadors actius). Altres estimacions mitjançant enquestes, dades d'impostos o moviments bancaris apunten a percentatges més alts, tot i que amb mesuraments no directament comparables. Així, al voltant del 22% de la població als EUA ha ofert serveis en algun moment a través d'aplicacions *online*[3] i, a la UE, entre l'1 i el 5%.[4] L'ocupació en l'economia del *sharing* representa, doncs, un petit percentatge de la força laboral, però creix a gran velocitat.[5]

L'ocupació en l'economia col·laborativa ofereix clars avantatges en termes de flexibilitat. Els individus decideixen quan i on treballen, la qual cosa permet que puguin treballar persones que d'una altra manera no ho haurien fet per problemes de mobilitat o per altres restriccions. A més a més, el baix cost d'entrada facilita l'accés al mercat de treball a individus que abans n'estarien fàcilment exclosos. Per exemple, segons Uber, el 25% dels seus conductors a París estaven aturats abans de començar a treballar

1. Segons l'Organització Internacional del Treball, es consideren treball no estàndard les següents categories: el treball a temps parcial, amb contracte temporal i com a autònom.
2. De moment, Canadà és l'únic país que ha inclòs a l'EPA preguntes sobre l'economia col·laborativa i que ha obtingut que al voltant del 0,5% de la força laboral hi treballava el 2016 (Statcan, 2017).
3. Vegeu Burson-Marsteller, Aspen Institute i TIME (2015), «The collaborative economy survey».
4. Parlament Europeu (2017), «The Social Protection of Workers in the Platform Economy».
5. Vegeu Farrell i Creig (2016), «The Online Platform Economy: What is the growth trajectory?», JP Morgan Chase Insights.

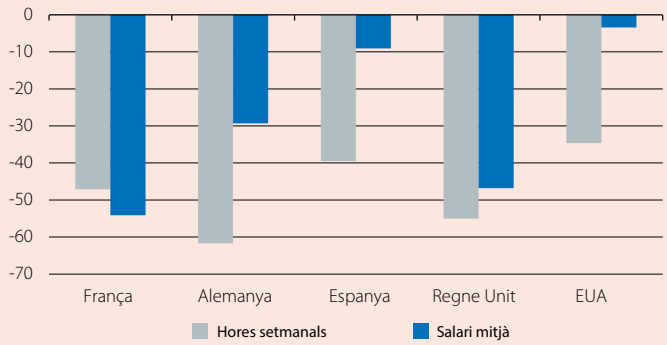
i molts residien en *banlieues* desfavorides amb un alt nivell d'atur. Així, utilitzant aplicacions de la *sharing economy*, van obtenir feina i ingressos en moments de necessitat.

No obstant això, no tot són avantatges: les condicions laborals dels treballs sota demanda solen ser pitjors que en altres tipus d'ocupació. En particular, el salari mitjà d'aquests treballs és molt inferior al salari mínim i el nombre d'hores setmanals treballades és la meitat que el de la resta de treballadors (vegeu el segon gràfic). De fet, per a molts d'ells, és una forma tan complementària i intermitent d'ocupació que, sovint, ni consideren que estiguin treballant. Pel que fa a la pluriocupació, la realització d'una multitud de tasques en treballs diferents dificulta l'especialització i el desenvolupament de la carrera professional. Així mateix, la major inseguretat laboral pot tenir costos de salut en termes d'ansietat, d'estrès, etc.

Una qüestió que genera controvèrsia és l'estatus laboral dels individus que treballen sota demanda. En l'actualitat, el treball de la *sharing economy* està legalment considerat com el d'un autònom, ja que té molts elements característics d'aquest règim. L'individu escull quan treballa i quantes hores ho fa, proveeix els mitjans per realitzar el servei, com un vehicle de la seva propietat, i cobra només per cada servei realitzat. No obstant això, alguns elements del seu treball són més propis d'un empleat, en particular pel que fa a la fixació dels preus i de les condicions del servei, sovint decidida per les aplicacions. Així mateix, aquestes empreses utilitzen la reputació *online* mitjançant ràtings i dissenyen algorismes que afecten la probabilitat que un individu ofereixi un servei i que poden arribar a excloure'l de la plataforma. Quan ho fan, les plataformes exerceixen mecanismes de control sobre els prestadors de serveis més propis d'empleats, que estan obligats a seguir-los per prestar el servei.

Comparació de l'ocupació en l'economia col·laborativa i en l'economia tradicional *

Percentatge



Nota: ** Comparativa d'hores setmanals treballades en l'economia col·laborativa en relació amb la mitjana d'hores a cada país i d'ingressos mitjans en l'economia col·laborativa en relació amb el salari mínim al país.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de la Comissió Europea (2017), «The Social Protection of Workers in the Platform Economy».*

Pel que fa als drets laborals, els treballadors de la *sharing economy* no acostumen a tenir el dret a la negociació col·lectiva, el dret d'associació per negociar amb les plataformes les condicions de prestació del servei ni estan coberts per altres drets fonamentals dels treballadors, com la no discriminació. Així mateix, la idiosincràsia del treball realitzat, amb multitud de serveis, de clients, etc., limita la cobertura social i l'acumulació de drets d'aquests treballadors.

Totes aquestes qüestions han propiciat un debat sobre si és necessari un estatut específic per a aquests treballadors. Diversos proponents, com Harris i Krueger,[6] defensen un estatus d'«empleat autònom», que inclouria drets com la sindicació, però no d'altres, com el salari mínim o l'assegurança d'atur. De fet, algunes plataformes comencen a oferir una assegurança d'accident laboral als seus «treballadors» o el dret d'associació. Alguns països, però, ja disposen de relacions laborals per a «autònoms dependents», una nova figura creada abans de l'arribada de l'economia del *sharing*, però que hi podria encaixar.[7]

Tot i que el debat continua obert, i segurament dependrà de cada sector i de cada plataforma concreta, és important assenyalar que moltes característiques del treball a la *sharing economy* són similars a les d'altres ocupacions no estàndards i poden ser considerades de manera conjunta.[8] Per exemple, la dificultat d'acumular drets a les prestacions socials en les ocupacions no estàndards ha fet guanyar suports a la proposta de vincular els drets als individus i no als llocs de treball.[9] D'aquesta manera, els drets es podrien acumular i es podrien traslladar d'una feina a una altra, de manera que no es perdrien, i, al mateix temps, es facilitaria la flexibilitat del mercat de treball. En definitiva, la necessitat d'adaptar la protecció social no es limita, només, a l'ocupació en l'economia col·laborativa, sinó a totes les ocupacions «no estàndards», que cada vegada són més corrents a les economies del segle XXI, en les quals la globalització i els canvis tecnològics canvien la manera de produir... i de treballar.

Josep Mestres Domènech
CaixaBank Research

6. Vegeu Harris, D. i Krueger, A. B. (2015), «A Proposal for Modernizing Labor Laws for the Twenty-First-Century Work: The "Independent Worker"», The Hamilton Project, DP 2015-10.
7. A Espanya, el treballador autònom econòmicament dependent (TRADE) és el que factura més del 75% de les seves vendes a un únic client.
8. Vegeu De Estefano, V. (2016), «The rise of the "just-in-time workforce": On-demand work, crowdwork and labour protection in the "gig-economy"», ILO.
9. OCDE (2018), «Opportunities for All: OECD Framework for Policy Action on Inclusive Growth».

Els reptes de la regulació davant l'economia del *sharing*

El creixement de l'economia del *sharing* ofereix als seus usuaris la possibilitat de gaudir dels avantatges associats a aquesta nova forma de fer negocis, des de preus més baixos a una major flexibilitat, passant per un ús més eficient d'actius infrautilitzats.[1] No obstant això, no és or tot el que lluu: els models de negoci relacionats amb l'economia col·laborativa també plantegen nous i apassionants reptes a nivell regulador. Això no ens hauria de sorprendre si tenim en compte que la regulació vigent encara no s'ha adaptat plenament a aquests models de negoci, els quals no existien en el moment en què es va dissenyar el marc regulador en molts dels seus vessants, com, per exemple, les normes de protecció del consumidor o el marc tributari.

Així, doncs, el desafiament per a les administracions és majúscul. De fet, ja s'ha obert el debat sobre la possibilitat de crear un marc regulador específic que reculli les noves realitats específiques de la *sharing economy*. En aquest article classifiquem els reptes als quals s'enfronten els organismes reguladors en tres categories: reptes relacionats amb els consumidors, amb les empreses i amb el marc competitiu que determina les relacions entre els consumidors i les empreses.

Comencem per l'enfocament de la regulació de l'economia del *sharing* en tots els aspectes relacionats amb els consumidors. Per trobar algunes respostes, ens pot ajudar el fet que ja hi ha algunes dades que serveixen per calibrar com perceben els consumidors la magnitud d'aquest fenomen. Així, les dades d'una enquesta realitzada per la Comissió Europea revelen que, el 2016, més de la meitat dels enquestats coneixien l'existència de l'economia col·laborativa, però que només el 17% havia utilitzat, com a mínim, una vegada les plataformes digitals que vehiculen aquestes activitats.[2] En aquest mateix sondeig, preguntava als individus coneixedors de la *sharing economy* quins aspectes d'aquests nous models de negoci els semblaven més insatisfactoris. Dos de cada cinc coincidien que un dels principals inconvenients com a consumidors era el desconeixement sobre qui s'ha de fer responsable dels problemes que puguin sorgir a l'hora de realitzar la transacció.

Aquesta resposta exemplifica a la perfecció l'existència d'alguns buits que fan que molts consumidors tinguin una certa sensació d'incertesa a l'hora d'accedir als béns i als serveis proveïts per la *sharing economy*. En les transaccions de l'economia tradicional, els consumidors estan protegits per diversos drets que els ofereix el marc regulador i que delimiten de forma nítida com s'han de vehicular les transaccions amb les empreses. No obstant això, en l'economia col·laborativa, normalment, en la majoria de casos no estan ben definides les responsabilitats de les parts que participen en les transaccions. Per aquest motiu, es poden produir situacions en què el consumidor no pugui reclamar una devolució d'un producte, no tingui tota la informació sobre les característiques del bé o del servei que espera rebre o que no compleixi uns mínims de seguretat i de protecció de la salut. Aquest últim exemple es podria donar en les plataformes que permeten compartir menjars elaborats a casa d'individus, però els reptes de la regulació no són gens fàcils: és convenient que les cuines particulars d'aquests afeccionats als fogons passin pels mateixos controls d'higiene que els restaurants? No necessàriament, atès que aquesta regulació podria ser una barrera d'entrada molt elevada que desincentivaria l'ús d'aquestes activitats. En aquest sentit, un argument utilitzat per evitar una sobrerregulació de la *sharing economy* és que es pot «autorregular» mitjançant els diferents models de reputació i de certificats, a través dels quals els usuaris es poden valorar els uns als altres i garantir, així, uns mínims de qualitat i de seguretat necessaris de forma descentralitzada i informal. No obstant això, hi ha limitacions a aquests mètodes, ja que no sempre és possible contrastar la veracitat d'aquestes valoracions. Aquest exemple mostra la necessitat (i la dificultat) de definir un marc regulador que protegeixi els consumidors sense que això desincentivi la innovació i el desenvolupament d'aquests models de negoci.

Passem ara a la regulació de la *sharing economy* relacionada amb les empreses. Un element que cal tenir en compte és que les empreses d'economia col·laborativa operen en un entorn amb un marc regulador no dissenyat expressament per a elles. Això afavoreix l'existència de certes llacunes normatives que poden dificultar a les agències tributàries la traçabilitat de les transaccions, la qual cosa afavoreix un augment de l'economia submergida. Així, la regulació hauria de ser capaç de distingir de forma correcta entre les relacions en què les parts que participen en la transacció no estan professionalitzades i les empreses que utilitzen les plataformes per vendre els béns o els serveis amb una càrrega tributària menor. En aquesta línia, les recomanacions no vinculants de la Comissió Europea consideren una bona pràctica que els estats membres estableixin llindars mínims, a partir dels quals els agents proveïdors deixin de ser considerats com no professionalitzats per ser tractats com a empreses pel que fa a la normativa i a la tributació. No obstant això, aquesta proposta no s'ha concretat gaire, ja que no es determinen quins han de ser aquests límits ni, fins i tot, les mètriques que haurien de mesurar els llindars, que es deixen a l'elecció de cada estat membre (o, fins i tot, d'autoritats regionals i locals).

1. Vegeu l'article «L'economia del *sharing*: de fenomen emergent a peça clau de la revolució digital», en aquest mateix Dossier.
2. Vegeu Comissió Europea (2016), «European agenda for the collaborative economy - supporting analysis», Commission Staff Working Document.

A nivell tributari, cal impulsar l'harmonització en l'àmbit europeu. D'una banda, és ben sabut que la falta de coordinació entre els estats membres de la UE facilita que algunes empreses es beneficiïn dels règims fiscals que els són més favorables. De l'altra, la segmentació reguladora entre països dificulta la internacionalització de moltes empreses vinculades a la *sharing economy*. L'escalabilitat d'aquestes plataformes és un factor clau en el seu desenvolupament, i adaptar-se a les idiosincràsies reguladores de cada estat membre la limita, la qual cosa provoca que, a Europa, la capitalització i la dimensió de les plataformes *online* siguin menors que als EUA.[3]

Finalment, pel que fa al marc competitiu, la irrupció d'aquestes noves empreses pot millorar la situació de diversos agents que participen en la *sharing economy*. La seva entrada al mercat ha incrementat la competència a cada sector, la qual cosa beneficia directament el consumidor, que pot triar entre una major varietat de proveïdors i gaudir, sovint, de preus més ajustats. Així mateix, els competidors tradicionals també es poden veure beneficiats per l'entrada d'aquests nous agents si són capaços d'incorporar totalment o parcialment la tecnologia disruptiva i millorar, així, la productivitat o d'arribar a un nombre major de consumidors.

No obstant això, els nous models de negoci plantegen, com a mínim, dos reptes per mantenir un marc competitiu adequat. El primer és la falta de competència entre empreses que es pot produir als sectors en què emergeixen les plataformes vinculades a la *sharing economy*. El motiu de fons és que aquestes plataformes es basen en la interacció entre diferents usuaris i generen el que es coneix com externalitat de xarxa: la utilitat de consumir un bé o un servei augmenta amb el nombre d'agents que consumeixen el mateix bé o servei,[4] de manera que aquests mercats poden acabar sent dominats per un nombre relativament petit d'empreses. En aquest sentit, és essencial que el marc regulador tingui en compte les idiosincràsies d'aquestes activitats i vetlli per disposar d'un marc competitiu sa que eviti las situacions de monopoli, amb el perjudici per a la innovació que comportarien.

El segon repte derivat de l'emergència dels nous models de negoci relacionats amb l'economia col·laborativa és definir un marc competitiu que sigui igual de rigorós per a totes les empreses, amb la finalitat d'evitar situacions de competència deslleial. Com hem comentat, algunes plataformes associades a la *sharing economy* han trobat llacunes en l'entorn regulador vigent que els han permès obtenir certs avantatges competitius (com una menor càrrega tributària o administrativa). El repte per al regulador és configurar un marc flexible i àgil que estimuli la innovació i el bon desenvolupament de les activitats de l'economia del *sharing* sense afectar la seguretat jurídica, la qual és indispensable perquè tots els agents estiguin en igualtat de condicions. Clarament, es tracta d'una tasca complexa: el regulador haurà de filar molt prim per trobar la forma de conjugar la necessitat d'una major flexibilitat, d'una banda, amb la protecció de la seguretat jurídica, de l'altra.

A la complexitat de tots els reptes descrits en aquest article, cal afegir una altra característica: la gran agilitat en el ritme d'innovació d'aquestes plataformes, superior a la capacitat d'adaptació de les autoritats reguladores. Això provoca que, fins ara, la regulació hagi anat a remolc dels canvis en els models de negoci. Per això, el nou marc regulador hauria de ser capaç de contenir els problemes esmentats més amunt i, al mateix temps, intentar ser vigent davant els futurs reptes que les innovacions plantejaran.

En suma, la *sharing economy* ha comportat moltes oportunitats per als consumidors i per a les empreses, però també ha generat incertesa per als consumidors, per a les empreses i per a l'entorn competitiu de l'economia. El que és segur és que ha vingut per quedar-se, i, per això, les autoritats hauran d'adaptar la regulació a aquesta realitat de forma justa, ràpida i responsable.

Ricard Murillo Gili
CaixaBank Research

3. Vegeu Petropoulos, G. (2017), «An economic review of the collaborative economy», Bruegel.
4. Com a exemple extrem d'externalitat en xarxa, quan es va inventar el telèfon, el consumidor que va comprar el primer aparell no se'n va poder beneficiar. No obstant això, a mesura que altres consumidors van comprar-ne, la utilitat del primer consumidor va augmentar, ja que va poder trucar a altres persones.

DADES RELLEVANTS

GRUP CAIXABANK
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

BPI
31 de març de 2018

	MILIONS €
Recursos de clients	32.708
Crèdit a la clientela, brut	22.697
Resultat atribuït al Grup, acumulat en l'any	210
Resultat atribuït d'activitats a Portugal, acumulat en l'any	118
Clients (milions)	1,9
Empleats	4.896
Oficines	503
Nombre de caixers	1.350

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** *

* Dels quals 10 són destinats a Portugal.

PUBLICACIONS

Mitjançant les seves publicacions, CaixaBank Research estimula el debat i l'intercanvi d'experiències entre tots els sectors de la societat i afavoreix la divulgació dels grans temes de l'entorn socioeconòmic del nostre temps.
Totes les publicacions estan disponibles a: **www.caixabankresearch.com**

IM INFORME MENSUAL

Anàlisi de la conjuntura econòmica espanyola, portuguesa, europea i internacional i de l'evolució dels mercats financers, amb articles especialitzats sobre temes clau de l'actualitat.

POLS ECONÒMIC

Informe que analitza i interpreta els indicadors econòmics més rellevants publicats durant els set últims dies.

DOCUMENTS DE TREBALL

Col·lecció que reuneix la recerca científica en curs a càrrec dels economistes de CaixaBank Research.

DOCUMENTS D'ECONOMIA

Monografies que analitzen a fons aspectes específics de l'economia i del sector financer.

ECONOMIC PAPERS

Monografies sobre aspectes rellevants de l'economia mundial, per estimular la discussió i propiciar l'intercanvi d'experiències entre els diferents agents econòmics.

COL·LECCIÓ COMUNITATS AUTÒNOMES

Diagnòstic estratègic que pretén contribuir a un millor coneixement de la complexa realitat econòmico-territorial d'Espanya.

CÁTEDRA "LA CAIXA" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

Classes magistrals i conferències per promoure la reflexió i el debat sobre els principals reptes econòmics i socials.

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

© CaixaBank, S.A., 2018
© Banco BPI, 2018

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

TEMES CLAU

Consulta a la nostra web els nous articles sobre temes clau de l'actualitat econòmica i financera

Aquest mes destaquem:

Baixos tipus d'interès: fins quan?

- L'impacte de les condicions i de les vulnerabilitats financeres sobre el creixement
- La resistència de les condicions financeres a l'enduriment de la política monetària

Expansió econòmica als emergents: avantsala d'una etapa de bonança duradora?

- Emergents fràgils: Argentina i Turquia, ni casos excepcionals ni els primers de molts altres
- Creixement als emergents i condicions financeres globals: una relació compromesa

Les polítiques socials de la Unió Europea a la cruïlla

- La formació professional dual, una fórmula que cal potenciar
- El salari mínim a la UE, més enllà de la polèmica

L'auge del sector exterior espanyol i els seus *spillovers*

- Les exportacions i la qualitat de l'ocupació
- El compte corrent espanyol segueix una trajectòria favorable

CaixaBank Research

ELEMENTAL CHLORINE FREE GUARANTEED

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