# IM09

**INFORME MENSUAL**

NÚMERO 426 | SETEMBRE 2018

## ENTORN ECONÒMIC I FINANCER

MERCATS FINANCERS
*Podem pronosticar els repunts de volatilitat i les seves conseqüències?*

ECONOMIA INTERNACIONAL
*Consell Europeu: molt soroll per no res*

ECONOMIA ESPANYOLA
*Espanya torna a importar tant?*

ECONOMIA PORTUGUESA
*Portugal: avaluant el país mitjançant el turisme*

## DOSSIER: LA GLOBALITZACIÓ A LA CRUÏLLA

*La globalització en una cruïlla històrica: desglobalització o reglobalització?*

*Els beneficis i els costos de la globalització*

*L'escomesa de l'*America first *a la globalització: amenaça o oportunitat?*

*Els reptes de la globalització financera*

CaixaBank Research

**INFORME MENSUAL**
**Setembre 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:
31 d'agost de 2018

# ÍNDEX

**1 EDITORIAL**

**3 RESUM EXECUTIU**

**4 PREVISIONS**

**7 MERCATS FINANCERS**

9 *Podem pronosticar els repunts de volatilitat i les seves conseqüències?*

11 *Controla la Fed els tipus d'interès?*

**14 ECONOMIA INTERNACIONAL**

17 *Consell Europeu: molt soroll per no res*

**20 ECONOMIA ESPANYOLA**

22 *Espanya torna a importar tant?*

24 *El crèdit al consum: excés o normalització?*

**26 ECONOMIA PORTUGUESA**

28 *Portugal: avaluant el país mitjançant el turisme*

29 *Portugal: un mercat immobiliari en ebullició*

**31 DOSSIER: LA GLOBALITZACIÓ A LA CRUÏLLA**

31 *La globalització en una cruïlla històrica: desglobalització o reglobalització?*
Javier Garcia-Arenas

33 *Els beneficis i els costos de la globalització*
Clàudia Canals

35 *L'escomesa de l'*America first *a la globalització: amenaça o oportunitat?*
Àlex Ruiz

38 *Els reptes de la globalització financera*
Roser Ferrer

# Lliçons de Grècia

A l'octubre del 2009, el Govern de George Papandreou va anunciar que el dèficit públic de Grècia superaria el 12% del PIB, el doble del que s'havia estimat amb anterioritat. En realitat, el dèficit va acabar superant el 15% del PIB. Es tractava del pròleg d'una veritable tragèdia grega.

Després de nou anys, de tres programes de rescat –l'últim dels quals va acabar a l'agost– i de la major reestructuració de deute de la història, Grècia ha aconseguit estabilitzar l'economia i comença a créixer. El cost d'aquest llarg procés d'ajust, però, ha estat enorme: el PIB ha caigut el 25%, la taxa d'atur supera encara el 20% i el deute públic se situa per damunt del 180% del PIB.

De l'experiència de Grècia podem extreure, com a mínim, cinc lliçons:

i) La importància cabdal de la transparència i de la qualitat de la informació que proporcionen els governs (una màxima que també aplica, lògicament, a les empreses). La revisió del dèficit del 2010 va ser un cop mortal per a la credibilitat de les institucions gregues i va comportar la pèrdua immediata d'accés als mercats. La mala qualitat de la informació (perquè no es recopilava de forma correcta o, directament, perquè es falsejava) també va impedir detectar amb més antelació els desequilibris que s'estaven acumulant en els comptes públics.

ii) Els costos associats a una pèrdua sostinguda de competitivitat dins la unió monetària poden ser considerables. Abans de la crisi, el dèficit per compte corrent de Grècia superava el 15% del PIB. Atesa la impossibilitat de recórrer a un ajust del tipus de canvi, tancar aquest *gap* ha exigit una enorme i costosa devaluació interna per recuperar la competitivitat perduda. De fet, el procés no ha finalitzat: sembla increïble, però, malgrat l'ajust de la demanda interna, Grècia encara importa més del que exporta.

iii) Els dubtes sobre la vocació de permanència dins la unió monetària es paguen molt cars. Quan s'han alimentat, el cost ha estat molt significatiu, amb caigudes addicionals de l'activitat econòmica o amb sortides de dipòsits. Més enllà de meres declaracions, el compromís amb l'euro es demostra mitjançant la voluntat i la capacitat de dur a terme una política econòmica que promogui la competitivitat, unes finances públiques sostenibles i, també, un repartiment equitatiu dels costos de la crisi (la qual cosa exigeix fermesa davant els grups d'interès que protegeixen els seus privilegis).

iv) La disciplina fiscal en els bons temps és clau per poder gestionar un període de desacceleració o de recessió econòmica. En els anys previs a la crisi, amb un creixement raonablement bo, Grècia va registrar dèficits fiscals al voltant del 6% del PIB mentre el deute públic se situava per damunt del 100% del PIB. La situació abans de l'arribada de la Gran Recessió, per tant, era d'una extrema vulnerabilitat. No es van aprofitar els anys bons per endreçar els comptes i per guanyar espai fiscal per dur a terme polítiques contracícliques quan fossin necessàries.

v) La Unió Econòmica i Monetària (UEM) necessita reforçar-se. Grècia ha patit molt més del necessari per la fragmentació financera existent dins la Unió, pel vincle entre risc sobirà i risc bancari i per l'absència d'una autoritat fiscal europea amb capacitat d'esmorteir els *shocks* asimètrics dins la UEM. La Unió Bancària (UB) i el Mecanisme Europeu d'Estabilitat (MEDE) supleixen aquestes deficiències, però ho fan de forma imperfecta, ja que la UB encara és incompleta i el MEDE no és un veritable Tresor europeu.

Pel que fa a la tragèdia grega, encara no en coneixem el final. La UE va ampliar fa poc els venciments del deute grec per 10 anys, la qual cosa atorga un respir substancial al Govern hel·lè i garanteix una obra de llarga durada. Falta veure si el final podrà ser feliç.

**Enric Fernández**
Economista en cap
31 d'agost de 2018

# Cronologia

## AGOST 2018

**20** Grècia surt del tercer rescat financer després de vuit anys de supervisió per part de la UE, del BCE i de l'FMI.
**23** Entra en vigor la segona fase de pujades aranzelàries entre els EUA i la Xina (sobre 16.000 milions de dòlars en importacions, del total de 50.000 milions).
**27** Els EUA i Mèxic anuncien un acord comercial preliminar per reemplaçar el Tractat de Lliure Comerç d'Amèrica del Nord (NAFTA).

## 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.

## JULIOL 2018

**6** Entra en vigor la primera fase de pujades aranzelàries entre els EUA i la Xina (sobre 34.000 milions de dòlars en importacions, del total de 50.000 milions).

## 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%.

# Agenda

## SETEMBRE 2018

**4** Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (agost).
**12** Portugal: IPC (agost).
**13** Consell de Govern del Banc Central Europeu.
**18** Espanya: enquesta trimestral de cost laboral (2T).
**20** Portugal: crèdits i dipòsits (juliol).
**24** Espanya: balança de pagaments (2T).
Espanya: posició d'inversió internacional neta (2T).
**25** Portugal: execució pressupostària de l'Estat (agost).
**25-26** Comitè de Mercat Obert de la Fed.
**27** Consell Europeu.
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (setembre).
Espanya: taxa d'estalvi de les llars (2T).
**28** Espanya: desglossament del PIB (2T).
Espanya: avanç de l'IPC (setembre).
Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (juliol i 2T).
Portugal: ocupació i atur (agost).

## OCTUBRE 2018

**2** Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (setembre).
**11** Portugal: IPC (setembre).
**15** Espanya: comptes financers (2T).
**18** Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (agost).
**22** Portugal: crèdits i dipòsits (agost).
**25** Consell de Govern del Banc Central Europeu.
Espanya: enquesta de població activa (3T).
Portugal: execució pressupostària de l'Estat (setembre).
**26** EUA: PIB (3T).
**30** Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (octubre).
Zona de l'euro: PIB (3T).
Espanya: avanç de l'IPC (octubre).
Portugal: ocupació i atur (setembre).
**31** Espanya: avanç del PIB (3T).

# La incertesa global comença a passar factura

**Els mercats financers apunten a un escenari menys plàcid**. Des de fa mesos, els mercats financers han tancat l'etapa de molt baixa volatilitat dels últims anys, i, a l'estiu, aquesta nova tessitura es va fer més present: després d'una arrencada en què les borses alternaven la indecisió amb sessions de guanys, a l'agost, els mercats financers es van veure tensionats pels dubtes sobre la fermesa del creixement a la Xina, per la successió d'amenaces comercials amb els EUA i pel repunt de les turbulències financeres a Turquia. Aquests elements, emmarcats en un context d'enduriment global de la política monetària i de major aversió al risc, van penalitzar, en especial, les cotitzacions de les economies emergents, els índexs borsaris i les divises de les quals van patir pèrdues importants al llarg de l'agost. Per la seva banda, les economies avançades van capejar les turbulències de manera dispar. A Europa, les cotitzacions financeres es van mostrar erràtiques, no solament per les turbulències dels emergents, sinó també per un repunt de la incertesa sobre la política fiscal italiana. Als EUA, en canvi, la renda variable va continuar batent rècords i va assolir nous màxims històrics. Però, si deixem de banda la idiosincràsia nord-americana, l'evolució dels mercats suggereix que la incertesa cobra un peatge en el sentiment inversor. De fet, es tracta d'una situació que també es reflecteix en l'economia real.

**El creixement emergent i, en conseqüència, el mundial seran inferiors a les previsions**. Els indicadors econòmics coneguts en els mesos d'estiu confirmen que el ritme d'avanç de l'activitat mundial es reequilibra: mentre creix l'evidència que la persistent incertesa econòmica cobra ja un peatge en el creixement d'alguns emergents, també es constata que els avançats es mouen en altres coordenades. Així, els EUA van accelerar de forma notable el ritme d'avanç en el 2T i mantenen un ímpetu cíclic que, malgrat tot, hauria de perdre força el 2019 (entre altres factors, per l'esvaïment de l'impuls fiscal), mentre que, per la seva banda, la zona de l'euro modera només lleugerament el ritme d'activitat. En conjunt, l'escenari de CaixaBank Research s'ha ajustat a aquest afebliment gradual amb una revisió a la baixa de les xifres de creixement emergent i, en conseqüència mundial, previst per a enguany i per a l'any vinent. Malgrat la moderació de perspectives acabada de presentar, el balanç de riscos continua apuntant a un possible afebliment econòmic en el futur. En concret, el gir proteccionista dels EUA i les seves possibles implicacions globals continuen tenint un protagonisme destacat, que, desafortunadament, s'ha mantingut actiu al llarg de l'estiu. Així, la bona notícia que els EUA i Mèxic havien tancat un principi d'acord comercial bilateral ha estat enfosquida per la intensificació de les amenaces aranzelàries entre els EUA i la Xina.

**L'economia espanyola suavitza el ritme de creixement, i la portuguesa podria seguir una senda similar**. D'acord amb l'escenari de CaixaBank Research, l'economia espanyola entra en una fase més madura del cicle econòmic, i, en el 2T 2018, el creixement del PIB es va desaccelerar de forma moderada fins al 0,6% intertrimestral (el 2,7% interanual), 1 dècima per sota del registre del 1T. Així i tot, aquesta nova etapa no representarà un canvi abrupte del ritme d'activitat, ja que, després de créixer el 3,1% en el 2017, esperem que el PIB creixi un sòlid 2,7% enguany i el 2,3% el 2019 (en els dos anys, 1 dècima menys del que s'havia previst anteriorment). A més a més, aquest canvi no entela el fet que la majoria de tendències macroeconòmiques dels últims mesos continuen vigents. Així, el mercat laboral es continua mostrant molt dinàmic (en el 2T, es van crear 469.000 llocs de treball, el major augment intertrimestral de tota la sèrie), la inflació continua estable i la concessió de crèdit creix a bon ritme (amb els nous crèdits per a consum i per a habitatge creixent, en l'acumulat del gener al juliol, el 22% i el 16%, respectivament, en relació amb el mateix període de l'any anterior). A Portugal, per la seva banda, el creixement intertrimestral va ser del 0,5% en el 2T, 1 dècima per damunt del trimestre anterior. En termes interanuals, l'acceleració va ser del 2,1% al 2,3%. El puntal de la bona senda de creixement continua sent la demanda interna, que té el suport del dinamisme del mercat laboral (en el 2T, l'ocupació va créixer el 2,4% interanual i la taxa d'atur es va situar en el 6,7%, mínim de la sèrie històrica). Malgrat aquest avanç recent, diferents indicadors suggereixen que l'evolució futura de les demandes interna i externa serà menys dinàmica que en el passat, i, en conseqüència, aconsellen revisar a la baixa el creixement del 2018 i del 2019 fins al 2,1% i l'1,9%, respectivament (2 dècimes menys que en l'escenari anterior de CaixaBank).

## *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 | 2,90 | 3,42 | 3,30 |
| Deute públic 10 anys | 4,70 | 2,70 | 2,49 | 2,41 | 3,10 | 3,65 | 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 | 0,65 | 1,26 | 1,96 |
| **Espanya** | | | | | | | |
| Deute públic 3 anys | 3,62 | 2,59 | –0,13 | –0,04 | 0,06 | 0,68 | 1,35 |
| Deute públic 5 anys | 3,91 | 3,16 | 0,30 | 0,31 | 0,48 | 1,11 | 1,77 |
| Deute públic 10 anys | 4,42 | 4,13 | 1,43 | 1,46 | 1,50 | 2,06 | 2,66 |
| Prima de risc | 11 | 192 | 114 | 110 | 85 | 80 | 70 |
| **Portugal** | | | | | | | |
| Deute públic 3 anys | 3,68 | 4,85 | 0,76 | –0,05 | 0,08 | 0,85 | 1,68 |
| Deute públic 5 anys | 3,96 | 5,42 | 2,05 | 0,46 | 0,72 | 1,44 | 2,20 |
| Deute públic 10 anys | 4,49 | 5,90 | 3,75 | 1,84 | 1,95 | 2,51 | 3,11 |
| Prima de risc | 19 | 369 | 346 | 149 | 130 | 125 | 115 |
| **TIPUS DE CANVI** | | | | | | | |
| 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 | 0,89 | 0,88 | 0,87 |
| USD/GBP | 0,59 | 0,62 | 0,80 | 0,75 | 0,74 | 0,71 | 0,70 |
| **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** | **3,7** | **3,8** | **3,7** | **3,6** |
| ***Països desenvolupats*** | ***2,6*** | ***1,1*** | ***1,7*** | ***2,4*** | ***2,3*** | ***2,1*** | ***1,8*** |
| Estats Units | 2,7 | 1,4 | 1,6 | 2,2 | 2,8 | 2,3 | 1,9 |
| Zona de l'euro | 2,3 | 0,2 | 1,8 | 2,5 | 2,1 | 1,9 | 1,7 |
| Alemanya | 1,7 | 0,9 | 1,9 | 2,5 | 2,1 | 2,0 | 1,8 |
| França | 2,0 | 0,5 | 1,1 | 2,3 | 1,7 | 1,9 | 1,6 |
| Itàlia | 1,5 | –1,0 | 1,0 | 1,6 | 1,1 | 1,0 | 1,0 |
| Portugal | 1,5 | –0,6 | 1,6 | 2,7 | 2,1 | 1,9 | 1,9 |
| Espanya | 3,8 | –0,4 | 3,3 | 3,1 | 2,7 | 2,3 | 2,2 |
| Japó | 1,5 | 0,3 | 1,0 | 1,7 | 0,9 | 1,1 | 0,6 |
| Regne Unit | 2,8 | 1,0 | 1,8 | 1,7 | 1,3 | 1,7 | 1,9 |
| ***Països emergents*** | ***6,6*** | ***5,2*** | ***4,4*** | ***4,7*** | ***4,9*** | ***4,8*** | ***4,7*** |
| Xina | 11,7 | 8,6 | 6,7 | 6,9 | 6,5 | 6,2 | 6,0 |
| Índia | 9,7 | 6,7 | 7,9 | 6,2 | 7,4 | 6,9 | 6,2 |
| Indonèsia | 5,5 | 5,8 | 5,0 | 5,1 | 5,1 | 4,9 | 4,8 |
| Brasil | 3,6 | 2,3 | –3,5 | 1,0 | 1,5 | 2,1 | 2,0 |
| Mèxic | 2,4 | 2,0 | 2,9 | 2,0 | 2,1 | 2,3 | 2,3 |
| Xile | 5,0 | 3,4 | 1,3 | 1,5 | 3,7 | 3,0 | 2,7 |
| Rússia | 7,2 | 1,1 | –0,2 | 1,5 | 1,7 | 2,0 | 2,0 |
| Turquia | 5,4 | 5,0 | 3,2 | 7,3 | 4,0 | 2,5 | 3,3 |
| Polònia | 4,0 | 3,2 | 3,0 | 4,7 | 4,7 | 3,0 | 2,7 |
| Sud-àfrica | 4,4 | 2,0 | 0,7 | 1,3 | 1,1 | 1,3 | 1,6 |
| **INFLACIÓ** | | | | | | | |
| **Mundial** | **4,1** | **3,9** | **2,8** | **3,0** | **3,4** | **3,3** | **3,2** |
| ***Països desenvolupats*** | ***2,1*** | ***1,6*** | ***0,8*** | ***1,7*** | ***2,1*** | ***2,0*** | ***1,9*** |
| Estats Units | 2,8 | 1,7 | 1,3 | 2,1 | 2,4 | 2,0 | 2,1 |
| Zona de l'euro | 2,1 | 1,5 | 0,2 | 1,5 | 1,7 | 1,7 | 1,8 |
| Alemanya | 1,7 | 1,4 | 0,4 | 1,7 | 1,8 | 1,8 | 1,9 |
| França | 1,8 | 1,3 | 0,3 | 1,2 | 2,1 | 1,7 | 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 | 1,4 | 1,5 | 1,8 |
| Espanya | 3,2 | 1,5 | –0,2 | 2,0 | 1,7 | 1,8 | 2,0 |
| Japó | –0,3 | 0,4 | –0,1 | 0,5 | 0,7 | 0,8 | 1,2 |
| Regne Unit | 1,9 | 2,6 | 0,7 | 2,7 | 2,5 | 2,1 | 2,1 |
| ***Països emergents*** | ***6,7*** | ***6,0*** | ***4,3*** | ***4,0*** | ***4,4*** | ***4,5*** | ***4,0*** |
| Xina | 2,6 | 2,7 | 2,0 | 1,6 | 2,0 | 2,4 | 2,4 |
| Índia | 4,5 | 8,0 | 4,9 | 3,3 | 4,8 | 4,9 | 4,6 |
| Indonèsia | 8,7 | 6,0 | 3,5 | 3,8 | 3,4 | 3,5 | 2,7 |
| Brasil | 7,3 | 6,2 | 8,8 | 3,5 | 3,6 | 4,1 | 4,1 |
| Mèxic | 5,2 | 4,1 | 2,8 | 6,0 | 4,5 | 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 | 13,4 | 12,0 | 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 | 5,0 | 5,5 | 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 | 2,2 | 1,9 | 1,9 |
| Consum de les AP | 5,0 | 0,8 | 0,8 | 1,6 | 1,9 | 0,9 | 0,7 |
| Formació bruta de capital fix | 6,0 | –4,2 | 3,3 | 5,0 | 4,8 | 3,4 | 2,7 |
| Béns d'equipament | 5,4 | –0,3 | 4,9 | 6,1 | 5,1 | 3,8 | 2,4 |
| Construcció | 6,2 | –7,0 | 2,4 | 4,6 | 5,0 | 3,2 | 2,9 |
| Demanda nacional (contr. Δ PIB) | 4,6 | –1,6 | 2,5 | 2,8 | 2,7 | 2,0 | 1,8 |
| Exportació de béns i serveis | 4,8 | 2,4 | 4,8 | 5,0 | 2,2 | 3,6 | 3,9 |
| Importació de béns i serveis | 7,1 | –1,4 | 2,7 | 4,7 | 2,3 | 2,9 | 2,9 |
| **Producte interior brut** | **3,8** | **–0,4** | **3,3** | **3,1** | **2,7** | **2,3** | **2,2** |
| **Altres variables** | | | | | | | |
| Ocupació | 3,4 | –1,9 | 3,0 | 2,8 | 2,5 | 2,0 | 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 | 1,7 | 1,8 | 2,0 |
| Costos laborals unitaris | 3,3 | 0,4 | –0,6 | –0,1 | 0,7 | 1,9 | 2,4 |
| Saldo op. corrents (acum., % PIB) [1] | –6,0 | –2,1 | 1,9 | 1,9 | 1,3 | 1,3 | 1,2 |
| Cap. o nec. financ. resta món (acum., % PIB) [1] | –5,3 | –1,7 | 2,2 | 2,1 | 1,5 | 1,5 | 1,4 |
| Saldo públic (acum., % PIB) [2] | 0,4 | –7,3 | –4,3 | –3,1 | –2,7 | –2,0 | –1,4 |

***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 | 2,3 | 2,0 | 1,9 |
| 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 | 5,7 | 4,9 | 4,5 |
| Béns d'equipament | 1,3 | –1,0 | 5,2 | 13,8 | 7,5 | 6,5 | 5,5 |
| Construcció | –1,6 | –7,0 | –0,3 | 9,2 | 5,6 | 6,2 | 5,5 |
| Demanda nacional (contr. Δ PIB) | 1,5 | –1,4 | 1,7 | 2,9 | 2,6 | 2,3 | 2,1 |
| Exportació de béns i serveis | 5,2 | 3,4 | 4,4 | 7,9 | 6,2 | 5,2 | 4,4 |
| Importació de béns i serveis | 3,6 | 1,2 | 4,2 | 7,9 | 6,7 | 5,6 | 4,5 |
| **Producte interior brut** | **1,5** | **–0,6** | **1,6** | **2,7** | **2,1** | **1,9** | **1,9** |
| **Altres variables** | | | | | | | |
| Ocupació | 0,4 | –1,4 | 1,2 | 3,3 | 2,5 | 0,8 | 0,6 |
| Taxa d'atur (% pobl. activa) | 6,1 | 12,3 | 11,1 | 8,9 | 7,0 | 6,6 | 6,3 |
| Índex de preus de consum | 3,0 | 1,3 | 0,6 | 1,6 | 1,4 | 1,5 | 1,8 |
| Saldo op. corrents (acum., % PIB) [1] | –9,4 | –4,8 | 0,6 | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| Cap. o nec. financ. resta món (acum., % PIB) [1] | –7,9 | –3,4 | 1,6 | 1,4 | 1,2 | 1,2 | 1,2 |
| Saldo públic (acum., % PIB) [2] | –4,4 | –6,8 | –2,0 | –3,0 | –0,9 | –1,0 | –0,9 |

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

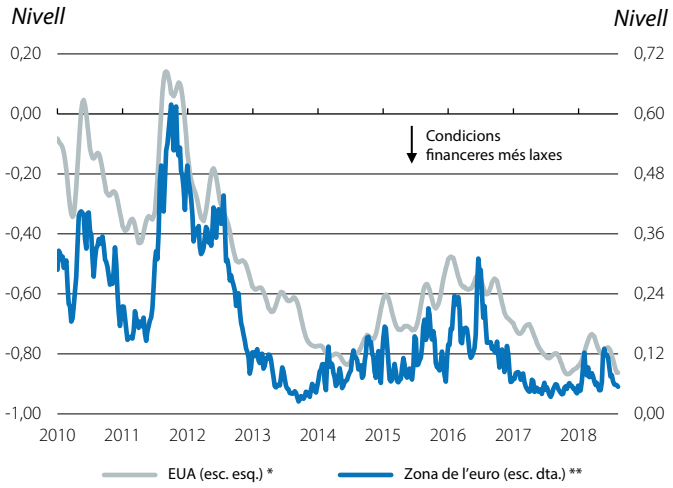
Previsions

# La volatilitat i els mercats financers divergeixen a l'estiu

**L'estiu també deixa enrere l'entorn de molt baixa volatilitat.** Els mercats financers abandonen el règim de molt baixa volatilitat dels últims anys, amb un funcionament erràtic de les borses, amb primes de risc i tipus d'interès més alts i amb feblesa de les divises internacionals enfront del dòlar (en especial entre les economies emergents). Aquest canvi de panorama va ser palpable, també, al llarg dels mesos de juliol i d'agost. En concret, després d'un inici d'estiu en què les borses alternaven la indecisió amb sessions de guanys, a l'agost, els mercats financers es van veure tensionats pels dubtes sobre la fortalesa del creixement a la Xina, per la successió d'amenaces comercials amb els EUA i per un repunt de les turbulències financeres a Turquia (de magnitud severa a Turquia i amb un contagi moderat a la resta de cotitzacions financeres). Aquests elements, emmarcats en un context d'enduriment global de la política monetària i de més aversió al risc (alimentada per les tensions geopolítiques), van penalitzar en especial les cotitzacions de les economies emergents, els índexs borsaris i les divises de les quals van patir pèrdues importants al llarg de l'agost i on, segons les dades més recents (malgrat que encara preliminars), s'haurien tornat a patir sortides netes de capital. Per la seva banda, les economies avançades van encaixar les turbulències de manera dispar. A Europa, es van sumar a un repunt de la incertesa al voltant d'Itàlia i de la seva política fiscal, i tant les principals borses com els tipus d'interès i les primes de risc es van mostrar inestables. Als EUA, en canvi, les borses van continuar batent rècords i van assolir nous màxims històrics, tot i que alguns indicadors continuen evidenciant els dubtes sobre la sostenibilitat d'aquestes elevades valoracions, en especial en un entorn de tipus d'interès més alts.

**Les borses emergents pateixen, les europees dubten i les nord-americanes baten rècords.** Les principals borses internacionals van exhibir un comportament dispar al llarg d'un estiu marcat per les turbulències patides a l'agost. En particular, els dubtes sobre la solidesa del creixement de l'economia xinesa i els temors a un augment del proteccionisme a nivell global van penalitzar de manera generalitzada les borses de les economies emergents. A més a més, a aquests dos elements s'ha d'afegir un repunt de les turbulències financeres a Turquia (arran dels elevats i creixents desequilibris macroeconòmics), que, malgrat que va tenir un contagi moderat, va veure com la borsa d'Istanbul arribava a acumular una correcció del –10% (que es va mitigar al final d'agost). Així, en el conjunt de juliol i d'agost, l'índex borsari MSCI per al conjunt dels emergents va tancar en negatiu (–1,3%), arrossegat tant pels índexs asiàtics (on la borsa de Shangai va patir especialment, amb una reculada del 4,3%) com pels llatinoamericans. Per la seva banda, a les economies avançades, les borses de la zona de l'euro van tenir un comportament mixt, amb avanços lleugers a les economies del nucli (DAX alemany, +0,5%, i CAC francès, +1,6%) i pèrdues una mica més marcades a la perifèria (Ibex 35, –2,3%; PSI 20, –1,9%, i MIB italià, –6,3%). En canvi, la borsa nord-americana va

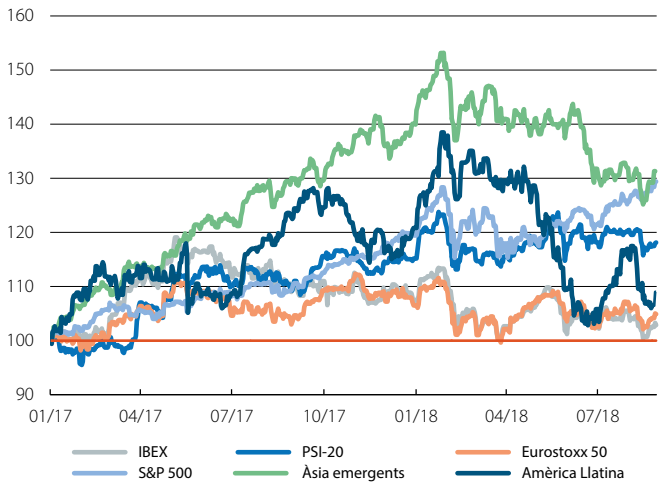
### *Indicadors de condicions financeres*




***Notes:*** ** 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.*

### *Principals borses internacionals*

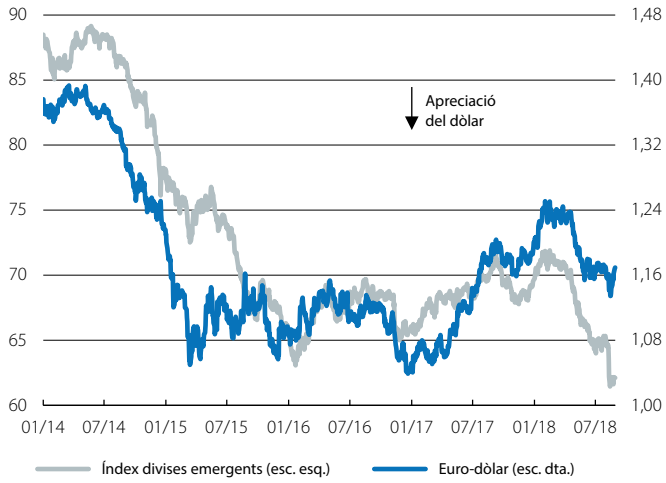
*Índex (100 = gener 2017)*




***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.*

avançar amb força (índex S&P 500, +6,7%), fins a superar els registres previs a les correccions del final de gener i assolir nous màxims històrics.

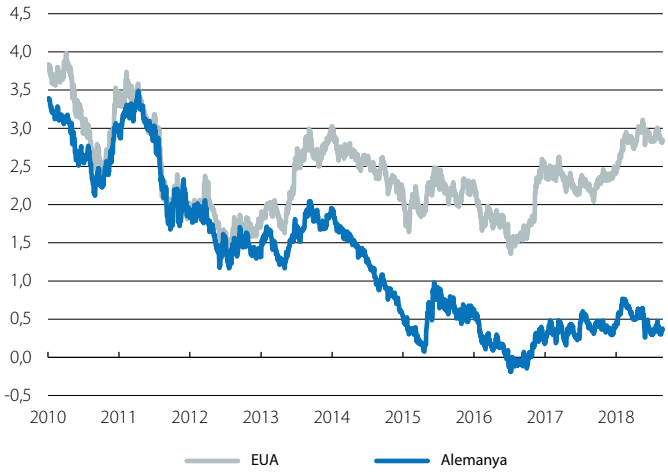
**Depreciació generalitzada de les divises emergents**. Al llarg de l'estiu, el mercat de divises va ser un termòmetre clar de les turbulències financeres patides per les economies emergents. Tot i que les divises que ja es trobaven sota la lupa dels inversors internacionals (com el peso argentí i la lira turca, des del començament de l'any, acumulen depreciacions superiors al 100% i al 70%, respectivament) van ser les que més van patir al llarg de l'estiu (amb depreciacions a l'Argentina i a Turquia al voltant del 30% i del 40%, respectivament), l'afebliment enfront del dòlar nord-americà va afectar gairebé totes les divises emergents (l'índex de divises emergents de JP Morgan va perdre al voltant del 5%). El peso mexicà, amb una apreciació propera al 4%, va ser l'excepció destacada, beneficiat pels avanços en les negociacions comercials entre els EUA i Mèxic, que van culminar, al final d'agost, amb un preacord bilateral per reemplaçar el NAFTA.

**Els bancs centrals avançats reiteren una visió positiva de l'escenari**. A l'estiu, la Fed i el BCE van oferir poques novetats i van enviar missatges positius i de continuïtat per als respectius escenaris macroeconòmics. Així, als EUA, la Fed va mantenir els tipus d'interès de referència en l'interval 1,75%-2,00% en la reunió del final de juliol, però va reiterar que la solidesa de l'activitat i la major fermesa de la inflació donen suport a una dinàmica d'increments graduals dels tipus en els propers trimestres. Per la seva banda, el BCE no va oferir novetats destacables en la reunió del juliol, en la qual es va concentrar a reforçar les decisions preses en la reunió del juny (acabar les compres netes d'actius al desembre vinent i intenció de no modificar els tipus d'interès abans del setembre del 2019). En aquest context, els tipus d'interès sobirans dels EUA van fluctuar sense una tendència clara, mentre que, a la zona de l'euro, el repunt de la prima de risc italiana (fins al voltant dels 280 p. b., prop dels màxims de l'any), per la incertesa sobre la política fiscal, va arrossegar lleugerament la resta de primes de la perifèria. En conjunt, i malgrat les turbulències viscudes a l'estiu, l'escenari macroeconòmic dels EUA i de la zona de l'euro és positiu, i, per aquest motiu, en les reunions del setembre, la Fed i el BCE haurien de mantenir les seves estratègies. Així, tant els inversors com la majoria d'analistes, inclòs CaixaBank Research, esperen que la Fed torni a incrementar els tipus d'interès i que el BCE reforci el compromís amb els anuncis fets al juny.

**El petroli es va mantenir relativament estable**. Malgrat la volatilitat patida pels mercats financers de les economies emergents al llarg de l'estiu, el preu del cru es va mostrar relativament estable i va fluctuar entre els 70 i els 75 dòlars per barril de Brent. Malgrat que l'acord de retallada de la producció de l'OPEP (i el relaxament recent de les quotes anunciada al juny) va donar suport a aquesta estabilitat del petroli, altres primeres matèries es van veure significativament afectades per les turbulències financeres i per la successió d'amenaces comercials entre els EUA i la Xina, entre les quals va destacar, en especial, el coure, el preu del qual va registrar una caiguda acumulada propera al 10% entre el juliol i l'agost.

### *Rendibilitat del deute públic a 10 anys*

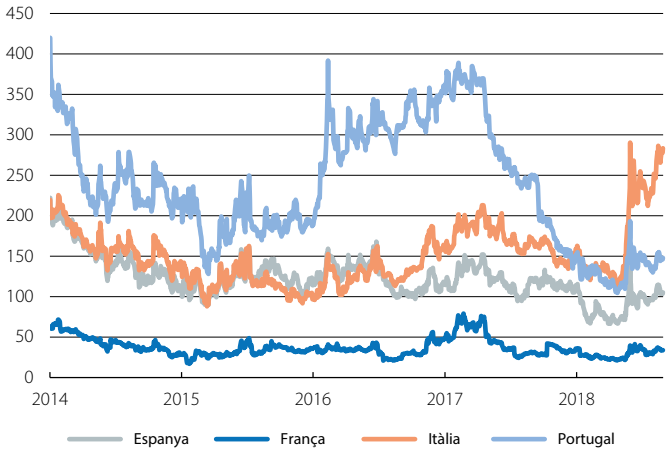
*(%)*




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

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

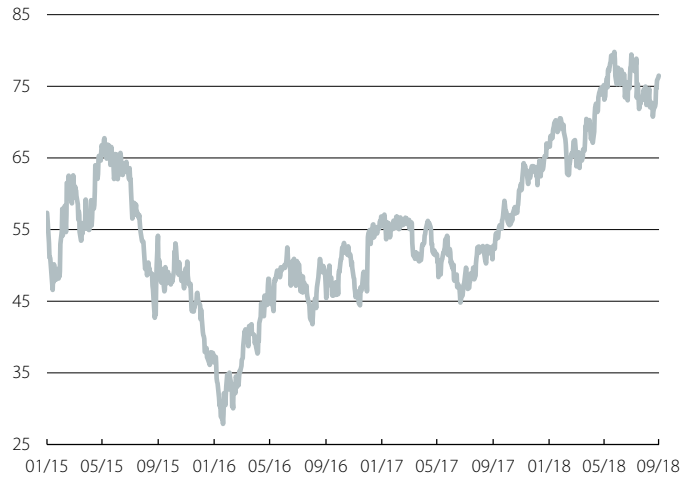
*(p. b.)*




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

### *Preu del petroli Brent*

*(Dòlars per barril)*




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

# Podem pronosticar els repunts de volatilitat i les seves conseqüències?

Després d'un any 2017 amb nivells de volatilitat financera extraordinàriament baixos, el 2018 els mercats s'han orientat cap a un entorn més variable. No obstant això, la coexistència durant diversos anys i amb comptades interrupcions d'una volatilitat relativament baixa i unes condicions financeres molt acomodatícies genera interrogants sobre l'acumulació de riscos per a l'estabilitat financera, en especial davant el temor que la situació tingui paral·lelismes amb la dels anys 2003-2007, que va generar l'última crisi financera. La volatilitat baixa pot engendrar episodis d'inestabilitat en el futur? Quines conseqüències pot tenir per al creixement econòmic? Ho analitzem tot seguit.

## Lliçons recents

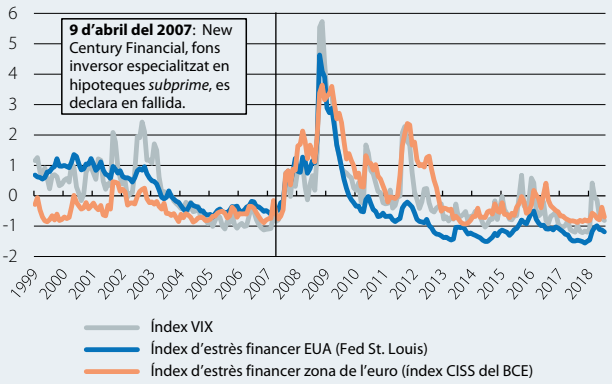
Les crisis financeres i econòmiques acostumen a arribar precedides d'una volatilitat elevada. Per exemple, una volatilitat elevada pot ser el símptoma d'una incertesa alta que deprimeix la inversió, l'ocupació i, en general, el creixement econòmic. No obstant això, el senyal que envia un repunt de la volatilitat pot arribar massa tard. Com s'observa al primer gràfic, en l'última crisi financera, tant els indicadors de volatilitat borsària, exemplificats per l'índex VIX, com els indicadors d'estrès financer elaborats pels principals bancs centrals es van mantenir en nivells molt baixos i no van assenyalar la proximitat d'una crisi financera gairebé fins que s'estava produint.[1] De fet, va ser, precisament, al llarg del període de volatilitat baixa (2003-2007) quan es van acumular els desequilibris que acabarien desembocant en la crisi del 2007-2008.

## La paradoxa de la volatilitat: «l'estabilitat és desestabilitzadora»

L'experiència del 2007-2008 va revifar l'interès per les teories de l'economista nord-americà Hyman Minsky (1919-1996), que argumentava que la prolongació d'un entorn de volatilitat baixa serveix d'adob per a l'acumulació de desequilibris que poden generar una crisi.[2] En particular, segons aquesta visió, un entorn de volatilitat baixa genera un excés d'optimisme[3] que alimenta un fort creixement del crèdit, el palanquejament i, en definitiva, un excés de presa de riscos.[4] Per exemple, l'optimisme sobre les perspectives de l'economia incrementa la valoració dels actius, la qual cosa estimula la inversió i l'endeutament. A més a més, en infraestimar els riscos, els agents econòmics acaben invertint en operacions de menys qualitat o amb més probabilitat de fallida. Eventualment, l'augment dels projectes fallits i les pèrdues conseqüents deixen al descobert la mala presa de decisions del passat i provoquen un repunt de la volatilitat i, potencialment, una crisi financera.

### *Indicadors d'estrès financer i volatilitat*

*Índex (0 = mitjana històrica) **




***Nota:*** ** Els tres indicadors han estat normalitzats amb una mitjana igual a 0 i amb una desviació estàndard igual a 1.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

No obstant això, quan s'observa aquest repunt de la volatilitat, ja és massa tard per adoptar mesures que evitin o mitiguin una crisi. Per aquest motiu, aquesta visió qüestiona tant la idea d'esperar a observar una volatilitat elevada per prendre mesures davant una possible crisi com la validesa d'utilitzar instruments com els índexs d'estrès financer presentats al primer gràfic per predir una crisi amb prou antelació.[5] Al contrari, la prescripció de la «paradoxa de la volatilitat» és que és, precisament, en els períodes de baixa volatilitat quan cal intentar detectar la generació de desequilibris.

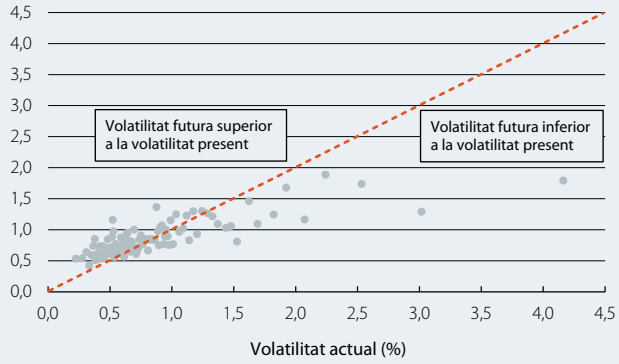
## Evidència empírica

Al segon gràfic presentem una primera aproximació empírica a la relació entre la volatilitat present i la futura.[6] S'hi mostra que els períodes de volatilitat molt baixa van seguits, generalment, de períodes de volatilitat modera-

1. Als mercats financers, el primer senyal clar va aparèixer a l'abril del 2007, quan es va declarar en fallida New Century Financial, un fons nord-americà especialitzat en hipoteques de baixa qualitat. Les tensions es van intensificar amb rapidesa a l'agost del 2007, quan BNP Paribas va ser el primer gran banc que va congelar productes d'inversió i va reconèixer problemes per valorar els actius subjacents vinculats a hipoteques de mala qualitat.
2. Vegeu, per exemple, Minsky, H. (1992), «The Financial Instability Hypothesis», Working Paper, núm. 74.
3. Per exemple, perquè, davant la impossibilitat de conèixer el risc veritable d'una inversió, els agents ho infereixen a partir de la volatilitat observada en el passat.
4. Hi ha estudis importants que documenten el vincle entre un fort creixement del crèdit i l'ocurrència i la severitat de les crisis financeres. Vegeu, per exemple, Jordà, Ò., Schularick, M. i Taylor, A. (2016), «Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts», NBER Macroeconomics Annual, i altres referències que es troben en el Dossier «Bombolles i estabilitat financera», de l'IM11/2017.
5. Les anàlisis de la crisi financera del 2007-2008 també conclouen que aquests indicadors no haurien estat capaços d'anticipar-la amb prou antelació. Vegeu Rose i Spiegel (2009), «Could an early warning system have predicted the crisis?», columna de voxeu.org, i Giglio, S. *et al.* (2016), «Systemic Risk and the Macroeconomy: An Empirical Evaluation», NBER Working Paper.
6. Dades sobre la volatilitat observada en els retorns borsaris per als EUA en el període 1926-2018.

### *Volatilitat: persistència i retorn a la mitjana*

*Volatilitat mitjana a 12 mesos vista (%) **




***Nota:*** ** Volatilitat realitzada mensual dels retorns diaris d'una cartera que inclou totes les empreses cotitzades a NYSE, AMEX i NASDAQ amb codi CSRP igual a 10 o 11.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades entre 1926-2018 de la pàgina web de Kenneth R. French.*

dament més elevada, mentre que els períodes de molta volatilitat tendeixen a esvair-se per donar lloc a un entorn de volatilitat més baixa. Malgrat que aquesta relació històrica suggereix que és raonable que la volatilitat extraordinàriament baixa del 2017 desemboqui en un entorn financer una mica més inestable el 2018, no se'n desprèn que un entorn de volatilitat molt baixa provoqui fortes turbulències en el futur.

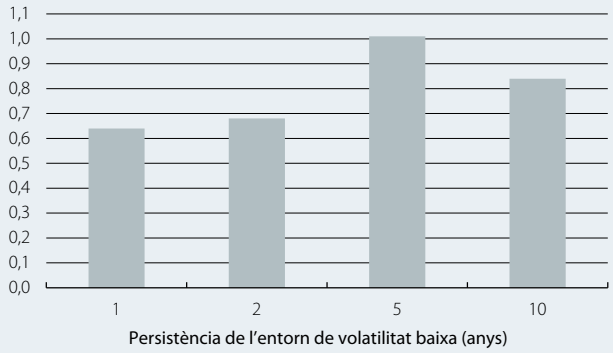
No obstant això, la hipòtesi de la «paradoxa de la volatilitat» troba suport empíric en una anàlisi més refinada de les dades. Segons l'estudi recent de Danielsson *et al.*,[7] que analitza un llarg període de temps amb un ampli ventall de països (disposen d'informació per a 60 països i 211 anys d'història, amb una mitjana de 62 anys per país), una disminució persistent de la volatilitat ha predit, al llarg de la història, episodis d'inestabilitat financera. En concret, malgrat que observen que, en si mateix, el nivell de volatilitat no prediu un repunt de les tensions financeres, sí que troben que les reduccions persistents de la volatilitat per sota de la seva tendència recent anticipen futures tensions financeres. En particular, com es mostra al tercer gràfic, en què recollim els principals resultats de l'estudi, l'efecte varia en funció de la persistència de l'entorn de volatilitat baixa: per exemple, quan la volatilitat se situa l'1% per sota de la seva tendència durant cinc anys, la probabilitat que això desemboqui en una crisi financera augmenta l'1,0%. A més a més, els autors troben evidència que els llargs períodes de volatilitat baixa comporten un excés de creixement del crèdit i un increment del palanquejament.

### Conseqüències sobre el creixement

La relació entre la persistència d'un entorn de volatilitat baixa i futures crisis financeres té una certa analogia amb l'impacte d'un entorn financer acomodatici sobre el creixement econòmic futur: la prevalença d'unes condicions financeres molt laxes, tot i que siguin favorables per al creixement a curt termini, pot tenir conseqüències negatives sobre l'activitat econòmica a mitjà i a llarg termini. En aquest sentit, al quart gràfic recollim els resultats d'un estudi recent d'Adrian *et al.*[8] en què s'analitzen les conseqüències d'un relaxament de les condicions financeres sobre el creixement futur de l'economia. L'anàlisi de les dades indica que, a curt termini, un relaxament de les condicions financeres redueix la severitat d'un escenari de risc. No obstant això, les dades també suggereixen que això pot tenir un cost a mitjà i a llarg termini: segons els resultats d'Adrian *et al.*, el relaxament de les condicions financeres presents fa que, si es produeix un escenari advers a mitjà termini, sigui més sever i afecti més negativament el creixement. Això explica la importància d'evitar caure en la complaença en un entorn financer acomodatici i, en especial en la conjuntura actual, de mantenir-se alerta davant els riscos associats al procés de normalització de la política monetària i a les tensions geopolítiques i comercials.

### *Volatilitat baixa i inestabilitat financera*

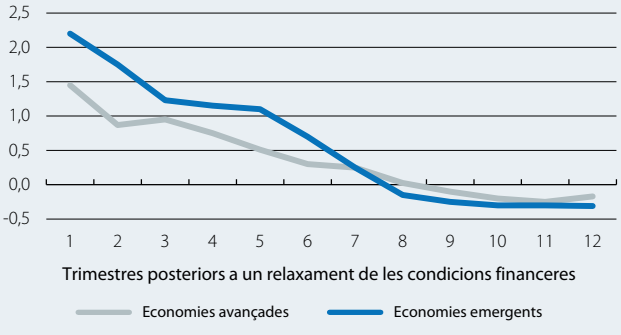
*Augment de la probabilitat de crisi bancària després d'un període de volatilitat baixa (%) **




***Nota:*** ** Efecte d'una reducció de la volatilitat de l'1% per sota del nivell tendencial.*
***Font:*** *CaixaBank Research, amb els càlculs i les estimacions de Danielsson, J.* et al. *(2018), «Learning from History: Volatility and Financial Crises», The Review of Financial Studies.*

### *Impacte sobre el creixement d'un relaxament de les condicions financeres **

*(p. p.)*




***Nota:*** ** Impacte sobre el creixement del PIB en un escenari advers amb una probabilitat d'ocurrència del 5%. Els valors positius indiquen que un relaxament avui de les condicions financeres augmenta el creixement del PIB pronosticat en l'escenari advers. Els valors negatius indiquen que disminueix el creixement pronosticat en l'escenari advers.*
***Font:*** *CaixaBank Research, amb els càlculs i les estimacions d'Adrian, T.* et al. *(2018), «The Term Structure of Growth-at-Risk», IMF Working Paper.*

7. Danielsson, J. *et al.* (2018), «Learning from History: Volatility and Financial Crises», The Review of Financial Studies.

8. Adrian, T. *et al.* (2018), «The Term Structure of Growth-at-Risk», IMF Working Paper.

# Controla la Fed els tipus d'interès?

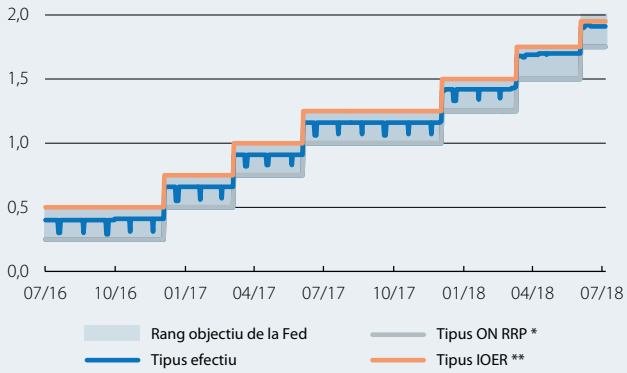
En els últims mesos, el tipus d'interès que la Fed dels EUA utilitza com a referència s'ha acostat al límit superior del seu rang objectiu i ha reduït la diferència entre els dos valors a mínims no vistos des del 2009. És això una anomalia tècnica a la qual no hem de prestar més atenció? O, en canvi, és un signe que les eines utilitzades per la Fed actualment per regular la política monetària estan quedant obsoletes? Aquestes preguntes, que analitzem tot seguit, clarifiquen el futur de la política monetària nordamericana.

Per respondre aquestes qüestions, cal conèixer com ha implementat la Fed la política monetària en els últims anys i explorar si, davant el context actual de reducció del balanç del banc central, els instruments que ha utilitzat fins avui continuen sent eficaços. En els anys previs a la crisi, la Fed establia el tipus d'interès desitjat ajustant el volum de reserves que els bancs mantenien a la Fed mitjançant l'adquisició o la venda d'actius al mercat secundari. Per exemple, si la Fed volia disminuir el tipus d'interès, havia d'augmentar l'oferta de reserves: adquiria valors al mercat secundari, de manera que incrementava la liquiditat al mercat i exercia pressió a la baixa sobre el tipus d'interès. Aquest mecanisme era eficaç en els temps en què la quantitat de reserves que mantenien els bancs a la Fed era relativament petita, de manera que lleugers ajustos per part de la Fed afectaven l'equilibri entre l'oferta i la demanda al mercat de fons federals a molt curt termini (on les institucions financeres es presten reserves) i influenciaven el tipus d'interès (l'*effective federal funds rate*, EFFR) fins al seu objectiu.

No obstant això, la irrupció de les mesures de política monetària no convencionals després de l'esclat de la crisi financera, en concret la compra massiva d'actius per part de la Fed,[1] va provocar un augment mai vist de la liquiditat i, per tant, del nivell de reserves bancàries i va restar efectivitat a la implementació tradicional de la política monetària. Per aquest motiu, la Fed va haver de trobar noves formes de fixar el tipus d'interès desitjat. En concret, els instruments amb els quals la Fed va passar a regular la política monetària van ser l'*interest on excess reserves* (IOER), el tipus d'interès amb el qual la Fed remunera els bancs per mantenir les seves reserves al banc central, i el tipus d'interès de l'*overnight reverse repurchase agreement* (ON RRP), un acord entre la Fed i les entitats financeres no bancàries pel qual aquestes últimes reben una compensació per prestar a un dia els seus fons a la Fed.[2] Aquests dos tipus d'interès limiten el rang objectiu de la Fed al mercat de fons federals, on els bancs financen les reserves. D'una banda, els agents que poden accedir a les facilitats de l'ON RRP no tenen incentius per prestar a un tipus d'interès EFFR inferior al qual la Fed retribueix els seus fons (ON RRP). De l'altra, els bancs amb excés de reserves a la Fed no tenen incentiu per prendre prestat a un tipus EFFR superior al que la Fed els remunera (IOER), tot i que sí que desitjarien finançar-se a un tipus inferior, ja sigui per assolir el mínim de liquiditat que exigeix el banc central o per finançar un excés de reserves amb el qual obtindran un rendiment superior al cost de finançament a través de l'IOER.[3] Així, al mercat de fons federals, els primers (amb accés a l'ON RRP però no a l'IOER) actuen com a oferents, i els segons (amb accés a l'IOER però no a l'ON RRP), com a demandants. Al primer gràfic podem veure com, efectivament, l'EFFR s'ha mantingut, històricament, en l'interval objectiu de la Fed. No obstant això, des del final del 2017, l'EFFR s'ha acostat amb fermesa al límit superior. Significa això que han començat a sorgir desajustaments en la implementació de la política monetària de la Fed?

***EUA: tipus d'interès oficials***

*(%)*




***Notes:*** ** ON RRP: acord de compres reverses a un dia.*
*** IOER: tipus d'interès sobre l'excés de reserves.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

1. A l'agost del 2008, la dimensió del balanç de la Fed era inferior als 0,9 bilions de dòlars, mentre que, al punt màxim, va superar els 4,5 bilions de dòlars.

2. Exemples d'entitats financeres no bancàries són els *hedge funds*, fons d'inversió del mercat monetari o agències hipotecàries públiques. Aquestes entitats tenen accés a les facilitats de l'ON RRP, però no poden mantenir les reserves a la Fed i beneficiar-se de l'IOER, mentre que el contrari els succeeix a les entitats bancàries. Per a una descripció més detallada d'aquestes eines, vegeu el Focus «Normalització monetària als EUA: la nova caixa d'eines de la Fed», a l'IM07/2015.

3. Pel que fa a aquesta oportunitat d'arbitratge, l'expresident de la Fed, Ben Bernanke, argumenta, al seu article «The Fed's interest payment on banks», que, atesos els diversos costos de transacció associats a aquestes operacions, la magnitud és molt petita.

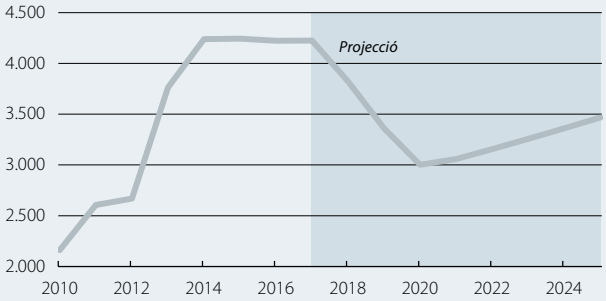
L'EFFR es determina, com gairebé tots els béns i serveis, per l'oferta i la demanda. Així, doncs, si el tipus d'interès d'aquest mercat s'ha incrementat, pot ser per un augment de la demanda d'aquest finançament o per una reducció de l'oferta de fons. Existeixen arguments sòlids[4] per pensar que la causant d'aquest acostament de l'EFFR al límit superior de l'interval objectiu de la Fed és una disminució de l'oferta. L'apropament entre l'EFFR i l'IOER es produeix en un context en què l'emissió de deute sobirà nord-americà (*treasuries*) augmenta arran de l'expansió fiscal duta a terme per part de l'Administració dels EUA. Aquest fet, juntament amb la disminució de *treasuries* en mans de la Fed (per la reducció del seu balanç), ha provocat que la rendibilitat d'aquests bons s'hagi incrementat i que, atesa la rellevància que té aquest actiu en el sistema financer, s'hagi transmès a la resta de tipus d'interès de l'economia.

Així mateix, hi ha indicis que ens fan pensar que, des del costat de la demanda, també s'exerceix (i s'exercirà encara més) pressió a l'alça sobre l'EFFR. La Fed està posant fi a les mesures no convencionals de política monetària mitjançant la no renovació dels actius en el seu venciment, la qual cosa implica una disminució de les reserves que els bancs mantenen a la Fed. Davant d'aquesta situació, els bancs amb menys excedent de reserves tindran més dificultats per complir els requeriments de liquiditat mínims que exigeix la Fed i intentaran finançar-se al mercat de fons federals, de manera que augmentaran la demanda i, per tant, l'EFFR. Com es pot veure al segon gràfic, la reducció del balanç per part de la Fed ha estat testimonial fins avui, però s'espera que, en els propers trimestres, s'intensifiqui. Així, malgrat que, en l'actual context d'excés de liquiditat, els bancs no s'han hagut de preocupar pels requeriments mínims de reserves, a mesura que la disminució del balanç de la Fed dreni l'excés de liquiditat i les reserves disminueixin, els bancs amb menys excés de reserves acudiran al mercat de fons federals per finançar els requeriments mínims, augmentaran la demanda de fons federals i pressionaran l'EFFR a l'alça. De fet, segons les estimacions d'economistes de la Fed de Nova York,[5] al llarg d'aquest procés, el tipus d'interès de referència fins i tot es podria arribar a situar per damunt de l'IOER, fet insòlit des de la introducció d'aquestes eines.

Ara com ara, la Fed ha reaccionat a aquesta circumstància situant, des del juny, l'IOER 5 p. b. per sota del límit superior del seu objectiu i ha aconseguit, així, acostar l'EFFR al centre de l'interval desitjat. No obstant això, com hem vist, la retirada de l'excés de liquiditat continuarà pressionant a l'alça l'EFFR. Així, arran de la interacció entre els diferents instruments de política monetària que hem analitzat, la retirada de les mesures no convencionals obre la porta a la possibilitat que, en el futur, l'autoritat monetària nord-americana revisi, de nou, les eines amb què implementa la política monetària. A més a més, de nou, la comunicació serà clau per evitar que aquest reajustament de les eines pugui generar una certa sensació de descontrol sobre els tipus d'interès de la Fed.

***EUA: expectatives sobre la dimensió del balanç de la Fed***

*(Milers de milions de dòlars)*




***Nota:*** *Fins al 2017, mostrem dades històriques al final de l'any. Des del 2018, es mostren els resultats de l'enquesta que la Fed de Nova York va realitzar a diverses institucions financeres sobre la dimensió que estimen que tindrà la Fed en els propers anys. Es mostra el valor mitjà de les respostes.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal de Nova York.*

4. En les actes de la reunió del juny de la Fed, el sotsdirector del sistema de mercat obert de la Fed, Lorie K. Logan, va afirmar que el repunt dels tipus d'interès *repo* associats als *treasuries* explicava el repunt de l'EFFR.
5. Afonso, G., Armenter, R. i Lester, B. (2018) «Size is not all: Distribution of Bank Reserves and Fed Funds Dynamics», Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics.

## *Tipus d'interès (%)*

| | 31-ago | 29-jun | 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 | 1,0 | 1,0 |
| Euríbor 12 mesos | –0,17 | –0,18 | 1 | 1,6 | –0,9 |
| Deute públic a 1 any (Alemanya) | –0,62 | –0,64 | 2 | 1,8 | 11,1 |
| Deute públic a 2 anys (Alemanya) | –0,61 | –0,67 | 6 | 1,7 | 11,7 |
| Deute públic a 10 anys (Alemanya) | 0,33 | 0,30 | 3 | –9,7 | –3,1 |
| Deute públic a 10 anys (Espanya) | 1,47 | 1,32 | 15 | –9,7 | –9,2 |
| Deute públic a 10 anys (Portugal) | 1,92 | 1,79 | 13 | –2,3 | –91,2 |
| **EUA** | | | | | |
| Fed funds (límit superior) | 2,00 | 2,00 | 0 | 50,0 | 75,0 |
| Líbor 3 mesos | 2,32 | 2,34 | –2 | 62,6 | 100,2 |
| Líbor 12 mesos | 2,84 | 2,76 | 8 | 73,3 | 112,7 |
| Deute públic a 1 any | 2,45 | 2,31 | 14 | 71,8 | 123,3 |
| Deute públic a 2 anys | 2,63 | 2,53 | 10 | 74,7 | 130,5 |
| Deute públic a 10 anys | 2,86 | 2,86 | 0 | 45,5 | 74,3 |

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

| | 31-ago | 29-jun | Variació mensual (p. b.) | Variació acum. el 2018 (p. b.) | Variació interanual (p. b.) |
|---|---|---|---|---|---|
| Itraxx Corporatiu | 68 | 74 | –6 | 23,5 | 12,8 |
| Itraxx Financer Sènior | 85 | 90 | –5 | 41,4 | 32,0 |
| Itraxx Financer Subordinat | 177 | 180 | –3 | 72,9 | 54,1 |

## *Tipus de canvi*

| | 31-ago | 29-jun | Variació mensual (%) | Variació acum. el 2018 (%) | Variació interanual (%) |
|---|---|---|---|---|---|
| EUR/USD | 1,160 | 1,168 | –0,7 | –3,4 | –2,6 |
| EUR/JPY | 128,840 | 129,360 | –0,4 | –4,8 | –1,6 |
| EUR/GBP | 0,896 | 0,885 | 1,2 | 0,8 | –2,8 |
| USD/JPY | 111,030 | 110,760 | 0,2 | –1,5 | 1,0 |

## *Primeres matèries*

| | 31-ago | 29-jun | Variació mensual (%) | Variació acum. el 2018 (%) | Variació interanual (%) |
|---|---|---|---|---|---|
| Índex CRB de primeres matèries | 411,4 | 439,1 | –6,3 | –4,8 | –5,6 |
| Brent ($/barril) | 77,4 | 79,4 | –2,5 | 15,8 | 47,8 |
| Or ($/unça) | 1.201,4 | 1.253,2 | –4,1 | –7,8 | –9,1 |

## *Renda variable*

| | 31-ago | 29-jun | Variació mensual (%) | Variació acum. el 2018 (%) | Variació interanual (%) |
|---|---|---|---|---|---|
| S&P 500 (EUA) | 2.901,5 | 2.718,4 | 6,7 | 8,5 | 17,4 |
| Eurostoxx 50 (zona de l'euro) | 3.392,9 | 3.395,6 | –0,1 | –3,2 | –0,8 |
| Ibex 35 (Espanya) | 9.399,1 | 9.622,7 | –2,3 | –6,4 | –8,7 |
| PSI 20 (Portugal) | 5.422,6 | 5.528,5 | –1,9 | 0,6 | 5,2 |
| Nikkei 225 (Japó) | 22.865,2 | 22.201,8 | 3,0 | 0,4 | 16,4 |
| MSCI emergents | 1.056,0 | 1.069,5 | –1,3 | –8,8 | –2,9 |

# Els emergents pateixen mentre els EUA acceleren el pas

**Els indicadors econòmics coneguts en els mesos d'estiu confirmen que el ritme d'avanç de l'activitat mundial es reequilibra**: mentre creix l'evidència que la persistent incertesa econòmica cobra ja un peatge en el creixement d'alguns emergents, també es constata que els avançats es mouen en altres coordenades. Així, els EUA acceleren notablement el ritme d'avanç, gràcies a l'impuls fiscal, mentre que la zona de l'euro modera només lleugerament el ritme d'activitat. En conjunt, l'escenari de CaixaBank Research s'ha ajustat a aquest afebliment gradual amb una revisió a la baixa de les xifres de creixement emergent previst per a enguany i per l'any vinent, que serà del 4,9% i del 4,8%, respectivament (1 dècima menys en relació amb la previsió anterior). En conseqüència, el creixement mundial esperat també serà una mica menor el 2018 i el 2019.

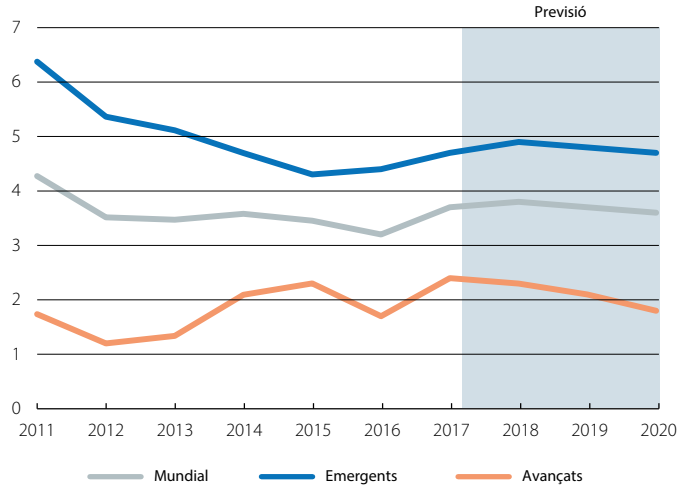
**Els riscos a la baixa continuen sent substancials**. Malgrat la moderació de les perspectives acabada de presentar, el balanç de riscos continua apuntant a un possible afebliment econòmic en el futur. En aquest balanç, el gir proteccionista dels EUA i les seves possibles implicacions globals continuen tenint un protagonisme destacat. En les últimes setmanes, s'han combinat notícies negatives i encoratjadores en aquest àmbit. Així, els EUA han completat l'aplicació del que faltava del paquet d'augment aranzelari sobre productes xinesos per valor de 50.000 milions de dòlars anunciat mesos enrere. En contrast, i de forma una mica inesperada, els EUA i Mèxic han tancat un principi d'acord comercial bilateral que, un cop aprovat pel legislatiu dels dos països, substituirà el NAFTA (esperant que s'hi afegeixi el Canadà). Els termes d'aquest futur acord han permès equilibrar tant les demandes que perseguien el EUA (amb un enduriment de les regles d'origen i amb un increment implícit dels salaris mínims del sector automotriu) com les que importaven a Mèxic (amb períodes dilatats d'adequació, de permanència i de revisió de l'acord, la defensa *de facto* contra la competència asiàtica i sense afectar negativament el sector primari). Més enllà dels continguts, el fet que, després de mesos de complicades negociacions i de retòrica exaltada, s'hagi assolit un acord obre l'esperança a la possibilitat que, a mitjà termini, el pragmatisme vagi impregnant la resolució de les tensions comercials.

## ESTATS UNITS

**L'economia nord-americana defuig la tessitura de menor creixement d'altres economies**. Les dades de creixement del 2T 2018 (l'1,0% intertrimestral, el 2,9% interanual) confirmen que l'economia s'ha accelerat, gràcies al suport de factors temporals i cíclics (com l'estímul fiscal i un mercat laboral que supera la plena ocupació). En concret, el detall per components de demanda del PIB confirma que el gros del dinamisme continua provenint de la demanda interna, que deixa enrere l'ensopegada relativa del 1T gràcies al redoblat vigor del consum privat. Així mateix, cal destacar que la contribució de la demanda externa

### *PIB mundial*

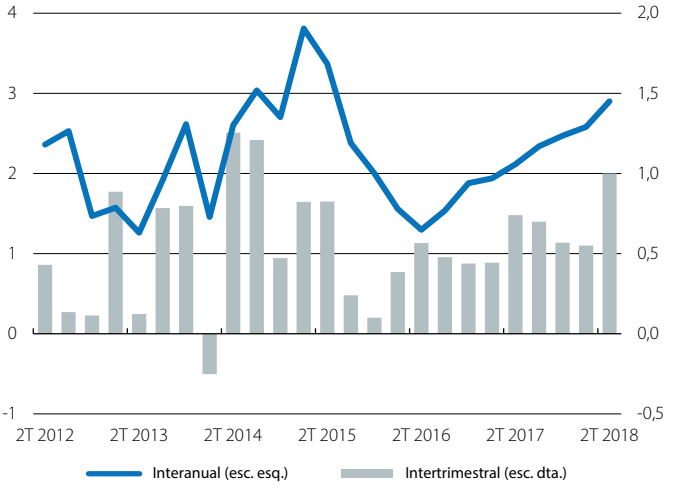
*Variació interanual (%)*




***Font:*** *CaixaBank Research.*

### *EUA: PIB*

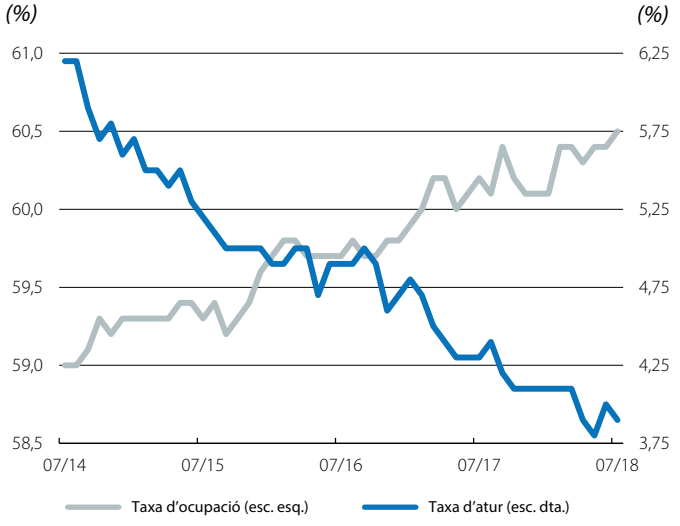
*Variació interanual (%)* *Variació intertrimestral (%)*




***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Economic Analysis*

### *EUA: mercat laboral*

*(%)* *(%)*




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

també ha acompanyat l'acceleració econòmica, gràcies al fet que el robust comportament exportador s'ha combinat amb un descens de les importacions, inesperat i fins a un cert punt sorprenent, atesa la potència de la demanda interna.

**El mercat de treball continua sent un puntal sòlid**. La fermesa de la demanda interna és deguda, en gran part, al fet que el mercat laboral manté una tònica positiva. Així, al juliol, es van crear gairebé 160.000 llocs de treball (una xifra una mica inferior a la dels mesos anteriors, però encara elevada si es pren en consideració que els registres precedents s'han revisat a l'alça) i la taxa d'atur es va situar en un baix 3,9%. Els salaris, per la seva banda, van avançar el 2,7% en termes interanuals.

**La inflació es manté a l'alça i la Fed tornarà a moure fitxa aviat**. En els últims mesos, la inflació ha anat recorrent un camí d'augment gradual, que l'ha situat, al juliol, en el 2,9% (índex general) i en el 2,4% (índex subjacent, és a dir, sense incloure els elements més volàtils d'energia i alimentació). Es tracta d'un altre senyal que l'economia nord-americana circula per les fases madures del cicle econòmic. En aquest context, esperem que la Fed mantingui la senda d'augment del tipus de referència (amb dues pujades més abans que acabi l'any, fins al 2,5%). Més enllà, l'escenari macroeconòmic i, en conseqüència, el de política monetària es tornen més incerts, ja que la forta inèrcia del ritme de l'activitat actual hauria de ser més continguda el 2019, quan l'efecte de la política fiscal es redueixi.

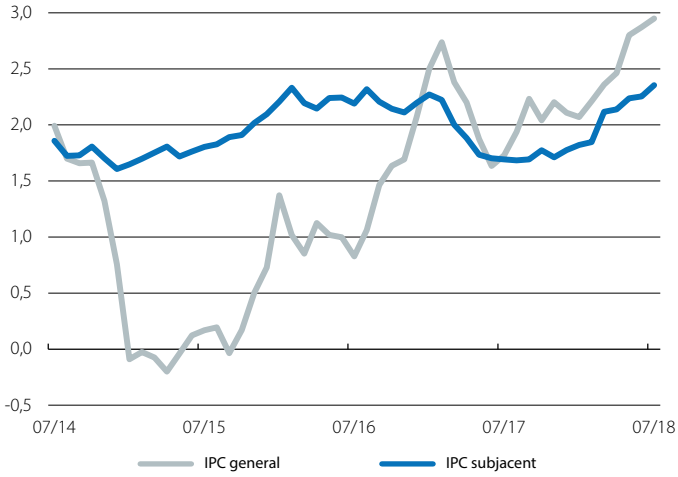
## EUROPA

**Desacceleració del creixement a la zona de l'euro**. El PIB de la zona de l'euro va avançar en el 2T el 2,2% interanual (el 0,4% intertrimestral), un registre semblant al 2,5% del trimestre anterior però inferior als observats al final del 2017. Per països, cal destacar que Alemanya va mantenir un ritme d'increment semblant al del trimestre precedent (el 0,5% en termes intertrimestrals; l'1,9% interanual), clarament superior al de països com França (que va sorprendre a la baixa amb un augment intertrimestral de només el 0,2%) i Itàlia (també va créixer el 0,2%, però, en aquest cas, el baix avanç era esperable i continuista amb el passat). Fora de la zona de l'euro, Polònia va mantenir un increment molt dinàmic i el Regne Unit va recuperar una mica de dinamisme després d'un inici d'any una mica vacil·lant.

**Creixement a la zona de l'euro: senyal d'alarma o simplement una ensopegada en el camí?** La relativa decepció del 2T va encendre alguns senyals d'alerta entre els analistes, però, segons el parer de CaixaBank Research, no cal fer-ne una lectura alarmista, tot i que tampoc cal pensar que es tracta d'una dada aïllada. Així, la pràctica estabilitat de l'indicador PMI de l'agost de la zona de l'euro (dels 54,3 punts del juliol als 54,4), juntament amb la suau disminució d'altres indicadors de sentiment econòmic, suggereix que el creixement es manté en cotes similars a les del 2T. En conjunt, cal interpretar que, malgrat que es manté un grau d'utilització de la capacitat productiva encara relativament baixa, el fort repunt cíclic que va experimentar la zona de l'euro el 2017 s'ha moderat una mica més de pressa del que s'esperava. Per aquest motiu, és previsible que el ritme

### *EUA: IPC*

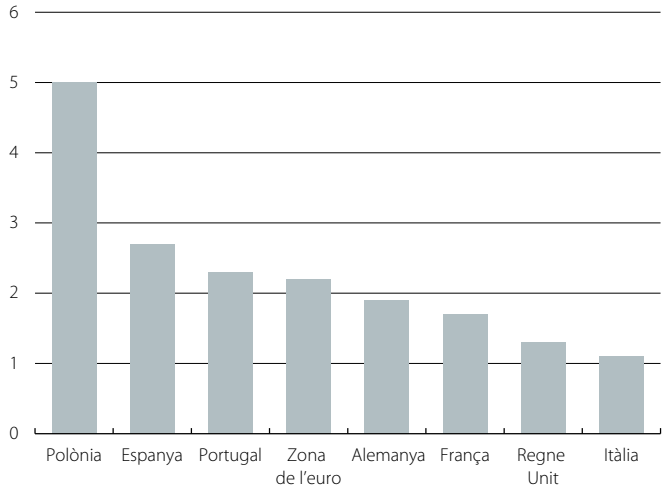
*Variació interanual (%)*




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

### *Unió Europea: PIB del 2T 2018*

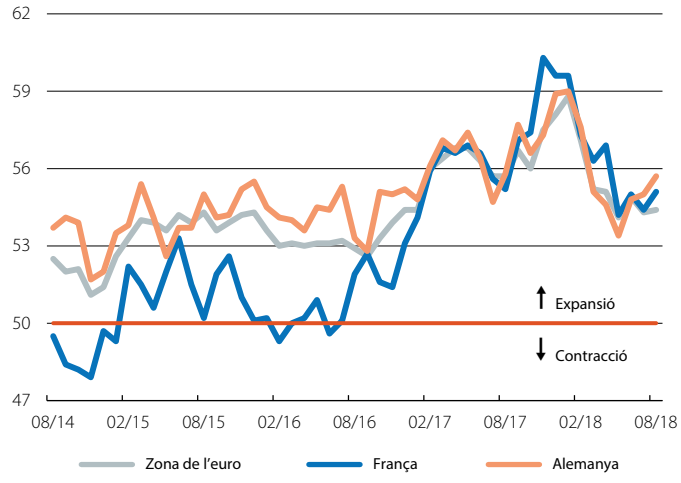
*Variació interanual (%)*




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

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

*Nivell*




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

d'activitat del primer semestre sigui representatiu del creixement en els propers trimestres. Finalment, la inflació ha mantingut la mateixa tònica dels mesos anteriors, amb pressions modestes en preus més enllà de l'evolució volàtil de l'energia. Així, a l'agost, la inflació de la zona de l'euro va ser del 2,0%, amb prou feines 1 dècima menys que al juliol.

## EMERGENTS

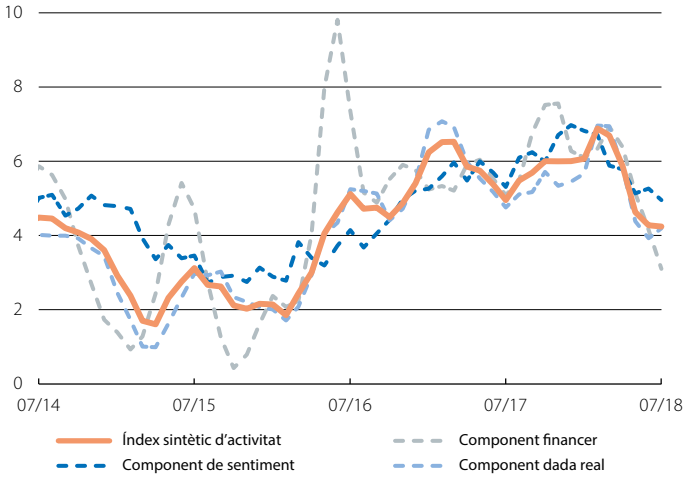
**Les economies emergents comencen a patir els efectes d'un context advers.** En les últimes setmanes, ha destacat un augment apreciable de la volatilitat financera en els actius emergents, que s'ha saldat amb depreciacions importants de certes divises, amb repunts dels tipus d'interès a llarg termini i amb ajustos significatius en les cotitzacions borsàries. Més enllà del protagonisme de països com Turquia en aquest procés, hi ha aspectes no idiosincràtics que creiem que llasten el sentiment inversor i que, de fet, afecten ja els indicadors d'activitat econòmica. Així, com és conegut, el context de fons deriva de l'enduriment gradual de les condicions financeres globals, una dinàmica que respon, en gran part, al procés de tensionament monetari dels EUA. A aquesta tendència, que afecta molts emergents que, en el seu moment, van aprofitar les laxes condicions financeres per acumular deute en dòlars i en altres divises fortes, s'ha sumat l'augment de la incertesa propiciat per l'escalada proteccionista dels EUA (tot i que el preacord amb Mèxic és una novetat positiva) i pels dubtes sobre l'abast de la desacceleració xinesa. Com a conseqüència, indicadors que tracten de capturar el creixement contemporani emergent, com l'indicador sintètic d'activitat de l'Institute of International Finance, acumulen ja descensos notables des del final del 1T.

**El PIB de la Xina es desaccelera, i les dades d'activitat suggereixen més desacceleració en el futur.** L'augment del PIB en el 2T va ser del 6,7% interanual, després de tres trimestres creixent al 6,8%. A més a més, els indicadors d'activitat (com la producció industrial) i de sentiment del 3T apunten a un alentiment de l'activitat una mica més intens del que indiquen les dades oficials de PIB. Esperem que, en la segona meitat de l'any, el creixement del país es continuï desaccelerant de forma gradual, tot i que, com s'ha esmentat més amunt, és un procés no exempt d'interrogants i que ha afectat negativament el sentiment inversor global.

**Turquia, al centre de l'huracà financer.** Arran d'una acumulació de desequilibris excessius durant massa temps (el més evident és la inflació, en el 15,8% al juliol, tot i que s'hi afegeix un dèficit per compte corrent insostenible de més del 6% del PIB en el 2T) i d'una política econòmica poc creïble, l'economia turca pateix una parada sobtada d'entrades de capitals en el 3T. Es tracta d'una situació que conduirà, probablement, a una desacceleració abrupta de l'activitat davant la restricció creditícia inevitable. Desafortunadament, aquest ajust macroeconòmic sobtat podria no representar el final de les dificultats turques si no va acompanyat d'un gir en la política econòmica que neutralitzi els desequilibris latents.

***Emergents: indicador sintètic d'activitat***

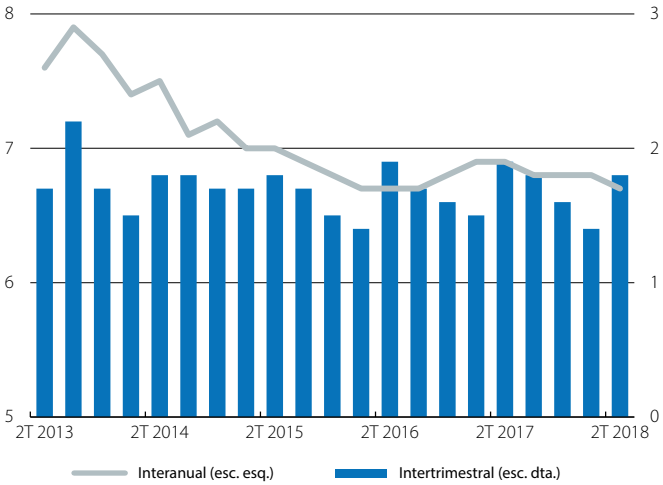
*Variació intertrimestral anualitzada (%)*




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

***Xina: PIB***

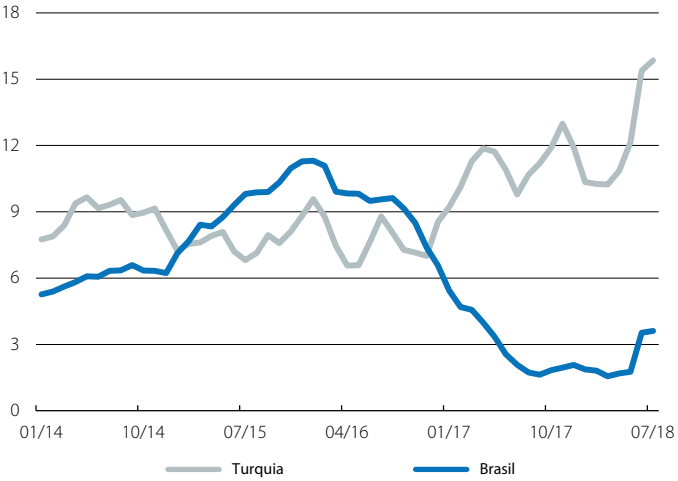
*Variació interanual (%)* *Variació intertrimestral (%)*




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

***Turquia i Brasil: IPC***

*Variació interanual (%)*




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

# Consell Europeu: molt soroll per no res

En els dos últims anys, s'ha obert a Europa una finestra d'oportunitat per avançar en el projecte europeu i poder, així, afrontar millor els reptes presents i futurs de la Unió. Aquesta finestra d'oportunitat ha sorgit per una confluència de factors. En clau interna, la UE ha aconseguit consensuar una resposta comuna per afrontar el desafiament existencial que representa el *brexit*. També s'ha obert un escenari més positiu després de la derrota dels partits populistes euròfobs en les eleccions holandeses, de l'elecció d'un candidat profundament europeista a les franceses i de la formació d'un govern de coalició a Alemanya no menys europeista que l'anterior. En clau externa, han sorgit desafiaments que subratllen la importància d'una major coordinació i integració europea en matèria de política exterior, de defensa i de seguretat. Entre aquests reptes, destaquen l'elecció de Trump com a president dels EUA, l'estratègia desafiadora de Rússia o la crisi dels refugiats. En aquest context, cal que ens preguntem com aprofita Europa aquesta oportunitat.

Des de la crisi del deute sobirà, hi ha hagut constants manifestacions per part dels principals líders polítics europeus a favor de continuar avançant en el projecte de construcció europea i en la necessitat de reforçar l'arquitectura de la Unió Monetària. De fet, en l'últim any i mig, la reflexió s'ha intensificat i s'han publicat diferents documents de discussió del projecte europeu, amb iniciatives concretes.[1] En aquest context, França i Alemanya van acordar, al juny, un seguit de propostes per enfortir la moneda única davant futures crisis. Aquest acord, conegut com la declaració de Meseberg, recollia una visió compartida pels dos països, posava sobre la taula el *momentum* de reforma i col·locava les bases per a un acord relativament ambiciós amb la resta dels països.[2] Així, doncs, s'arribava al Consell Europeu del juny amb tots els elements necessaris per avançar en la reforma de la UE i de la zona de l'euro.

No obstant això, al Consell del juny, la UE no va fer un pas ferm endavant, sinó un petit pas. En concret, en matèria de reformes de la zona de l'euro, malgrat que s'esperaven decisions coherents amb l'acord entre Alemanya i França, les expectatives no es van complir i els avanços en aquest front es van ajornar per a futurs consells. En canvi, es va tornar a posar sobre la taula l'avanç en la Unió Bancària, quelcom que pocs països consideraven fa només uns mesos. En concret, es va acordar que el Mecanisme d'Estabilitat Europeu (MEDE) –el fons de rescat de la zona de l'euro– exerceixi com a prestador d'última instància (*backstop*) per al Fons Únic de Resolució, en cas que es quedi sense recursos per resoldre entitats bancàries. Malgrat que encara no se n'ha detallat el funcionament, i que la seva dotació[3] pot generar dubtes sobre la capacitat real per afrontar futures crisis sistèmiques, aquest *backstop* és un important element estabilitzador del sistema bancari de la zona de l'euro i, per aquest motiu, és un pas més cap a la plena Unió Bancària Europea. També destaca el compromís, tot i que una mica feble, de diàleg polític per avançar cap a una assegurança de garantia de dipòsits comuna (EDIS), el tercer pilar de la Unió Bancària Europea.

D'altra banda, la política migratòria va ser la gran protagonista per les tensions polítiques en alguns països membres. Així, els 27 van acordar avançar cap a una major cooperació amb països d'origen i de trànsit i establir mesures per limitar la mobilitat interna dels immigrants, com la instal·lació voluntària de centres de control (en territori europeu) per processar aplicacions d'asil, tot i que, ara com ara, cap país sembla disposat a instal·lar-los. En aquest context, i malgrat ser una mica imprecís, l'acord del Consell va servir per alleujar tensions, per reconèixer que la immigració és un repte «per al conjunt de la UE» i per reactivar el debat sobre la necessitat de coordinar de manera efectiva una política migratòria. En aquest sentit, podem pensar que les propostes acordades són un primer pas (tot i que llunyà) per arribar a consensuar una política comuna.

En definitiva, sembla que la UE avança, tot i que a un ritme molt més lent del que hauria de fer-ho. De cara als propers mesos, convindria aprofitar l'oportunitat present i l'impuls reformista per continuar avançant cap a una UE més integrada i cap a una unió monetària més robusta. En aquest segon propòsit, el focus s'hauria de centrar en el trencament definitiu del *doom loop* entre els bancs i els governs nacionals,[4] en la implementació de polítiques anticícliques i en la millora del funcionament del marc fiscal. Al capdavall, la finestra d'oportunitat no romandrà sempre oberta i les eleccions al Parlament Europeu del maig del 2019 ja treuen el cap.

1. Entre aquests documents, destaca el «Llibre Blanc sobre el Futur d'Europa» (2017) de la Comissió Europea, on es presenten cinc possibles escenaris d'evolució de la Unió.
2. En l'acord figurava, entre altres mesures, la creació d'un pressupost per a la zona de l'euro, diferent del de la UE, enfocat a la convergència i a la inversió; la possibilitat d'introduir una assegurança d'atur a nivell europeu, i la transformació del MEDE en un Fons Monetari Europeu.
3. Sense disposar encara de tots els detalls, tot sembla indicar que la seva dotació màxima no podrà superar els 55.000 milions d'euros.
4. Per a més detalls sobre aquest vincle, vegeu el Focus «El llarg camí cap a un actiu segur europeu», en l'IM05/2018.

## ESTATS UNITS

| | 2016 | 2017 | 3T 2017 | 4T 2017 | 1T 2018 | 2T 2018 | 07/18 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Activitat** | | | | | | | |
| PIB real | 1,6 | 2,2 | 2,3 | 2,5 | 2,6 | 2,9 | – |
| Vendes al detall (sense cotxes ni benzina) | 3,4 | 4,1 | 4,1 | 5,3 | 4,4 | 5,1 | 5,6 |
| Confiança del consumidor *(valor)* | 99,8 | 120,5 | 120,3 | 126,0 | 127,1 | 127,2 | 127,9 |
| Producció industrial | –1,9 | 1,6 | 1,3 | 3,0 | 3,4 | 3,6 | 4,2 |
| Índex activitat manufacturera (ISM) *(valor)* | 51,4 | 57,4 | 58,7 | 58,7 | 59,7 | 58,7 | 58,1 |
| Habitatges iniciats *(milers)* | 1.177 | 1.208 | 1.172 | 1.259 | 1.317 | 1.254 | 1.168 |
| Case-Shiller preu habitatge 2a mà *(valor)* | 189 | 200 | 200 | 205 | 209 | 211 | ... |
| Taxa d'atur *(% pobl. activa)* | 4,9 | 4,4 | 4,3 | 4,1 | 4,1 | 3,9 | 3,9 |
| Taxa d'ocupació *(% pobl. > 16 anys)* | 59,7 | 60,1 | 60,2 | 60,1 | 60,3 | 60,4 | 60,5 |
| Balança comercial [1] *(% PIB)* | –2,7 | –2,8 | –2,8 | –2,8 | –2,9 | –2,9 | ... |
| **Preus** | | | | | | | |
| Preus de consum | 1,3 | 2,1 | 2,0 | 2,1 | 2,2 | 2,7 | 2,9 |
| Preus de consum subjacent | 2,2 | 1,8 | 1,7 | 1,8 | 1,9 | 2,2 | 2,4 |

***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 | 3T 2017 | 4T 2017 | 1T 2018 | 2T 2018 | 07/18 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Activitat** | | | | | | | |
| PIB real | 1,0 | 1,7 | 2,0 | 2,0 | 1,1 | 1,0 | – |
| Confiança del consumidor *(valor)* | 41,7 | 43,8 | 43,8 | 44,5 | 44,4 | 43,7 | 43,5 |
| Producció industrial | –0,2 | 4,5 | 4,4 | 4,1 | 2,5 | 2,0 | ... |
| Índex activitat empresarial (Tankan) *(valor)* | 7,0 | 19,0 | 22,0 | 25,0 | 24,0 | 21,0 | – |
| Taxa d'atur *(% pobl. activa)* | 3,1 | 2,8 | 2,8 | 2,7 | 2,5 | 2,4 | ... |
| Balança comercial [1] *(% PIB)* | 0,7 | 0,5 | 0,6 | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 0,5 |
| **Preus** | | | | | | | |
| Preus de consum | –0,1 | 0,5 | 0,6 | 0,6 | 1,3 | 0,6 | 0,9 |
| Preus de consum subjacent | 0,6 | 0,1 | 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 | 3T 2017 | 4T 2017 | 1T 2018 | 2T 2018 | 07/18 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Activitat** | | | | | | | |
| PIB real | 6,7 | 6,9 | 6,8 | 6,8 | 6,8 | 6,7 | – |
| Vendes al detall | 10,4 | 10,2 | 10,3 | 9,9 | 9,9 | 0,0 | 8,8 |
| Producció industrial | 6,1 | 6,6 | 6,3 | 6,2 | 6,6 | 6,6 | 6,0 |
| PMI manufactures (oficial) *(valor)* | 50,3 | 51,6 | 51,8 | 51,7 | 51,0 | 51,6 | 51,2 |
| **Sector exterior** | | | | | | | |
| Balança comercial [1] *(valor)* | 512 | 435 | 435 | 435 | 420 | 395 | 376 |
| Exportacions | –8,4 | 8,5 | 6,9 | 10,1 | 13,6 | 11,3 | 11,3 |
| Importacions | –5,7 | 16,1 | 14,7 | 13,2 | 19,2 | 20,1 | 27,6 |
| **Preus** | | | | | | | |
| Preus de consum | 2,0 | 1,6 | 1,6 | 1,8 | 2,2 | 1,8 | 2,1 |
| Tipus d'interès de referència [2] *(valor)* | 4,35 | 4,35 | 4,35 | 4,35 | 4,35 | 4,35 | 4,35 |
| Renminbi per dòlar *(valor)* | 6,6 | 6,8 | 6,7 | 6,6 | 6,4 | 6,4 | 6,7 |

***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 | 3T 2017 | 4T 2017 | 1T 2018 | 2T 2018 | 06/18 | 07/18 | 08/18 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Vendes al detall *(variació interanual)* | 1,6 | 2,3 | 2,6 | 2,0 | 1,6 | 1,4 | 1,2 | ... | ... |
| Producció industrial *(variació interanual)* | 1,6 | 3,0 | 4,1 | 4,2 | 3,1 | 2,2 | 2,5 | ... | ... |
| Confiança del consumidor | –7,8 | –2,5 | –1,5 | –0,2 | 0,5 | 0,0 | –0,6 | –0,5 | –1,9 |
| Sentiment econòmic | 104,2 | 110,8 | 111,8 | 114,3 | 114,0 | 112,5 | 112,3 | 112,1 | 111,6 |
| PMI manufactures | 52,5 | 57,4 | 57,4 | 59,7 | 58,3 | 55,5 | 54,9 | 55,1 | 54,6 |
| PMI serveis | 53,1 | 55,6 | 55,3 | 55,9 | 56,4 | 54,6 | 55,2 | 54,2 | 54,4 |
| **Mercat de treball** | | | | | | | | | |
| Ocupació (persones) *(variació interanual)* | 1,4 | 1,6 | 1,7 | 1,6 | 1,4 | ... | – | – | ... |
| **Taxa d'atur: zona de l'euro** *(% pobl. activa)* | 10,0 | 9,1 | 9,0 | 8,7 | 8,6 | 8,3 | 8,2 | 8,2 | ... |
| Alemanya *(% pobl. activa)* | 4,2 | 3,8 | 3,7 | 3,6 | 3,5 | 3,4 | 3,4 | 3,4 | ... |
| França *(% pobl. activa)* | 10,1 | 9,4 | 9,5 | 9,1 | 9,2 | 9,1 | 9,1 | 9,2 | ... |
| Itàlia *(% pobl. activa)* | 11,7 | 11,3 | 11,3 | 11,0 | 11,0 | 10,8 | 10,8 | 10,4 | ... |
| Espanya *(% pobl. activa)* | 19,6 | 17,2 | 16,8 | 16,6 | 16,2 | 15,4 | 15,2 | 15,1 | ... |

***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 | 3T 2017 | 4T 2017 | 1T 2018 | 2T 2018 | 06/18 | 07/18 | 08/18 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Saldo corrent: zona de l'euro** | **3,8** | **3,7** | **3,7** | **3,7** | **3,9** | **3,8** | **3,8** | **...** | **...** |
| Alemanya | 8,5 | 7,9 | 7,9 | 7,9 | 7,9 | 8,1 | 8,1 | ... | ... |
| França | –0,8 | –0,6 | –0,6 | –0,6 | –0,4 | –0,4 | –0,4 | ... | ... |
| Itàlia | 2,6 | 2,8 | 2,7 | 2,8 | 2,7 | 2,8 | 2,8 | ... | ... |
| Espanya | 1,9 | 1,9 | 1,8 | 1,9 | 1,8 | 1,4 | 1,4 | ... | ... |
| **Tipus de canvi efectiu nominal** [1] *(valor)* | **94,3** | **96,5** | **98,5** | **98,6** | **99,6** | **98,5** | **97,9** | **99,2** | **...** |

***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 | 3T 2017 | 4T 2017 | 1T 2018 | 2T 2018 | 06/18 | 07/18 | 08/18 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Finançament del sector privat** | | | | | | | | | |
| Crèdit a les societats no financeres [1] | 1,8 | 2,5 | 2,4 | 3,0 | 3,3 | 3,7 | 4,1 | 4,1 | ... |
| Crèdit a les llars [1, 2] | 1,7 | 2,6 | 2,7 | 2,8 | 2,9 | 2,9 | 3,0 | 3,0 | ... |
| Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres [3] *(%)* | 1,4 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,2 | 1,2 | 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 | 1,6 | 1,6 | 1,6 | 1,6 | ... |
| **Dipòsits** | | | | | | | | | |
| Dipòsits a la vista | 10,0 | 10,1 | 10,6 | 10,1 | 9,2 | 8,1 | 8,2 | 7,5 | ... |
| Altres dipòsits a curt termini | –1,9 | –2,7 | –3,0 | –2,4 | –2,1 | –1,5 | –0,9 | –1,1 | ... |
| Instruments negociables | 2,7 | 1,1 | –0,4 | –1,6 | –5,8 | –2,9 | –2,0 | –3,1 | ... |
| Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars *(%)* | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,3 | 0,3 | ... |

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

# L'economia entra en una fase més madura del cicle

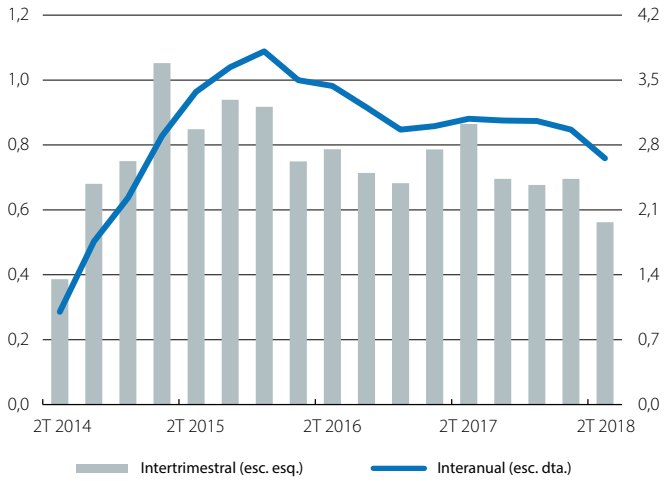
**El ritme de creixement es modera**. Després de créixer per damunt del 3% durant tres anys consecutius, les últimes dades del PIB confirmen que l'economia espanyola manté un ritme d'avanç robust, tot i que una mica més moderat que el dels últims trimestres. Així, en el 2T, el PIB va créixer el 0,6% intertrimestral (el 2,7% interanual), 1 dècima per sota del registre del trimestre anterior. D'aquesta manera, es va materialitzant l'entrada de l'economia en una fase més madura del cicle econòmic, d'acord amb l'escenari contemplat per CaixaBank Research. Malgrat que, en la nova fase, el creixement es mantindrà en cotes elevades, seran més moderades, a causa de l'esvaïment dels vents de cua dels quals s'ha beneficiat en els últims anys i del fet que el creixement més suau dels principals socis comercials limitarà la capacitat de creixement de les exportacions. Així mateix, la baixa taxa d'estalvi que presenten les llars (el 5,6% en l'acumulat dels quatre últims trimestres) suggereix que el recorregut que presenta el consum privat per esperonar el creixement de la demanda interna serà més limitat que en el trienni anterior. Per tot plegat, des de CaixaBank Research, preveiem que l'activitat creixerà un sòlid 2,7% enguany i el 2,3% el 2019.

**La demanda interna es manté com el principal motor de creixement, tot i que sorprèn la seva composició**. Gràcies a un canvi en el format de publicació per part de l'INE, la primera estimació del PIB del 2T també ha inclòs el desglossament per components, entre els quals destaca l'aportació al creixement de la demanda interna de 2,9 p. p., tot i que va sorprendre la baixa contribució del consum privat, que només va créixer el 0,2% intertrimestral (el 2017, el creixement intertrimestral mitjà va ser del 0,6%). No obstant això, la fortalesa que continua mostrant el mercat laboral i la continuïtat d'un bon clima de confiança continuaran alimentant el dinamisme del consum privat en els propers trimestres. A més a més, el menor creixement del consum privat va ser compensat per un fort repunt en la inversió, que va créixer el 2,6% intertrimestral (el 0,8% en el 1T), esperonada, gairebé íntegrament, per la inversió en béns d'equipament (el 5,5% intertrimestral, la taxa més alta de creixement des del 3T 2013). Per la seva banda, la demanda externa va restar 0,2 p. p. al creixement del PIB, amb una caiguda intertrimestral de les exportacions superior a la de les importacions (el –1,0% i el –0,3%, respectivament). En els propers trimestres, cal esperar que la demanda externa tingui una aportació neta petita, a causa del preu més elevat del petroli i del menor ritme de creixement de la zona de l'euro.

**El mercat de treball manté el dinamisme**. En el 2T, l'augment del nombre d'ocupats (469.900 persones) va ser molt superior a l'esperat per CaixaBank Research (350.000), amb el major increment trimestral observat en la sèrie històrica de l'EPA. Així mateix, les bones perspectives laborals han comportat un augment de la població activa (+163.900 persones en el 2T), amb el qual la taxa d'activitat es va situar en el 58,8% (+0,3 p. p.). A

### *Espanya: creixement del PIB*

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




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

### *Espanya: PIB*

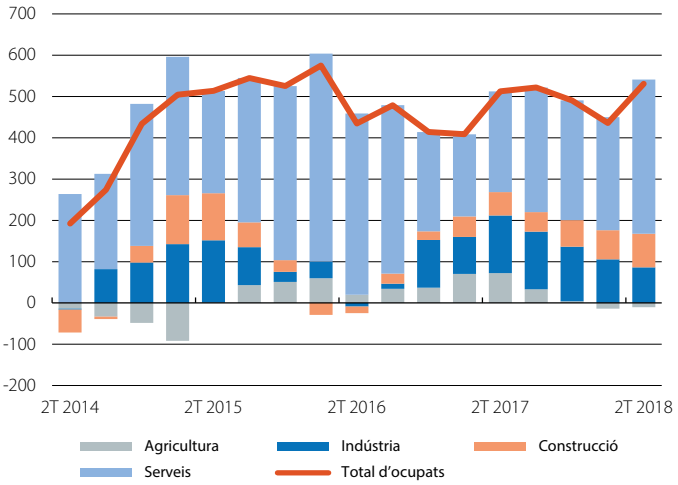
*Variació intertrimestral (%)*

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

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

### *Espanya: ocupació per sectors*

*Variació interanual (milers)*




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

més a més, la taxa d'atur va caure de forma clara fins al 15,3%, la qual cosa representa una reducció d'1,9 p. p. en l'últim any. Cal destacar que aquest descens de la taxa d'atur sol ser habitual en el 2T, a causa de l'inici de la temporada turística. Un reflex d'això és el bon funcionament del sector serveis, que va generar 371.400 llocs de treball, un augment fins i tot superior a l'observat en el 2T 2017 (272.400). De cara als propers trimestres, es preveu que la bona evolució del mercat laboral perduri, tot i que amb una mica menys d'intensitat (d'acord amb la suavització del ritme de creixement de l'economia espanyola).

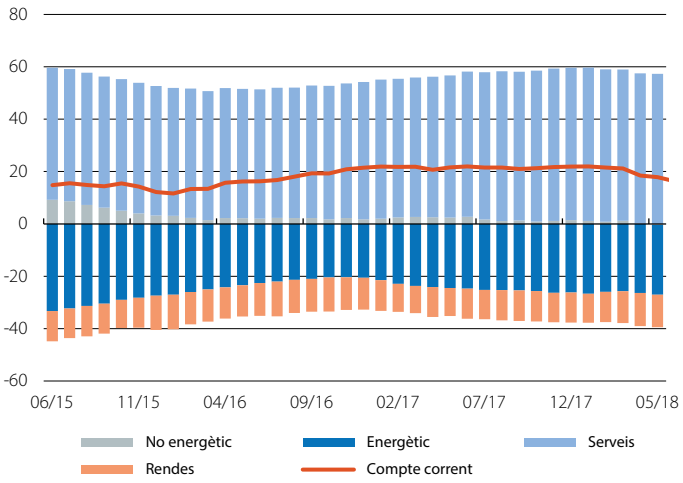
**El comerç en béns no energètics llasta la millora del sector exterior**. Al juny, el superàvit per compte corrent va ascendir a 16.246 milions d'euros (el +1,4% del PIB, en l'acumulat de 12 mesos), un registre netament inferior al superàvit de 21.962 milions registrat al juny del 2017 (en concret, –0,5 p. p. de PIB). Aquesta evolució més negativa és atribuïble, en la seva major part, al deteriorament del saldo en béns no energètics en un context de menor creixement de la zona de l'euro. Així mateix, el superàvit de serveis es va reduir en 1 dècima en termes de PIB, en especial per la caiguda de les exportacions de serveis no turístics. Així i tot, l'evolució positiva del sector turístic empenyerà perquè el sector exterior acabi l'any amb un superàvit per compte corrent.

**El dèficit públic es continua ajustant de forma gradual**. Amb dades fins al maig, el dèficit del conjunt de les Administracions públiques es va situar en l'1,3% del PIB, 3 dècimes per sota del registre del maig del 2017. Malgrat que la bona marxa de l'economia continua propulsant la partida dels ingressos (creixement del 6,2% en l'acumulat fins al maig), el major creixement de les despeses (el 4,1%), en especial per l'increment en les prestacions socials (el 3,0%) i la formació bruta de capital (el 32,4%), ha comportat una millora menor dels comptes públics.

**La concessió de crèdit avança a bon ritme**. La Comissió Europea va publicar al juliol l'informe de seguiment de l'economia espanyola que elabora després de l'assistència financera duta a terme el 2014. L'informe destaca la resistència mostrada pel sector financer durant el 2017 i el començament del 2018, després de la resolució del Banc Popular, dels successos a Catalunya i del repunt de volatilitat als mercats a causa de la formació del nou Govern a Itàlia. Així mateix, també destaca que la reestructuració del sector bancari ha englobat la totalitat del sector i no solament els bancs que van rebre ajudes públiques. En conseqüència, el sector ha optimitzat el model de negoci, ha reduït els costos i està més ben preparat per canalitzar els fluxos de crèdit cap a la resta de l'economia, tal com ho demostren les últimes dades de nova concessió de crèdit. Així, en l'acumulat de l'any fins al juliol, el crèdit a l'habitatge i al consum va créixer per damunt del 15%. En el cas de les societats no financeres, destaca el crèdit a les grans empreses, que va pujar l'11,4%, molt per damunt del registre del 2017 (l'1,6%). De cara als propers trimestres, preveiem que la nova concessió de crèdit mantindrà una tendència a l'alça, amb el suport de l'entorn d'unes condicions financeres favorables que propicia la política monetària acomodatícia del BCE.

### *Espanya: saldo de la balança per compte corrent*

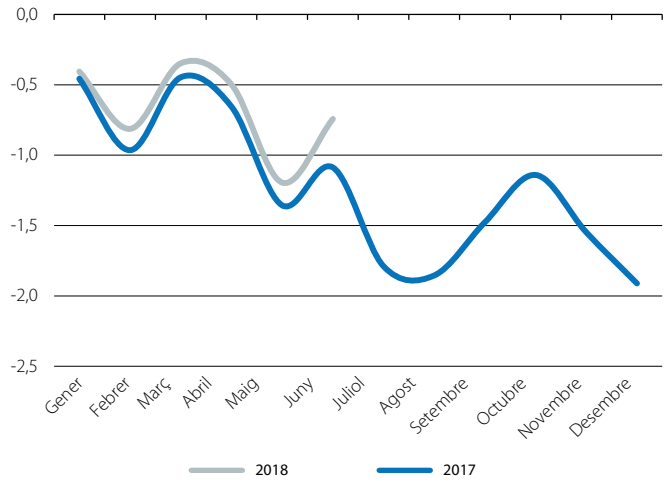
*Acumulat de 12 mesos (milers de milions d'euros)*




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

### *Espanya: saldo de l'Estat*

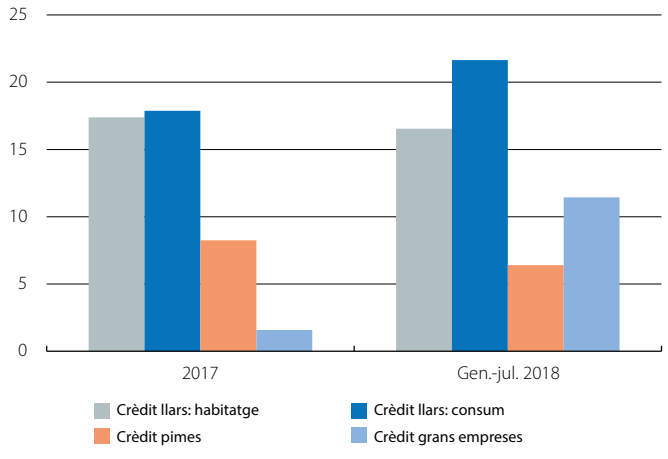
*(% del PIB)*




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

### *Espanya: nova concessió de crèdit*

*Variació interanual (%)*




***Nota:*** *El crèdit a les llars exclou els refinançaments.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya.*

# Espanya torna a importar tant?

Espanya acumula un superàvit comercial de béns i serveis des de l'inici del 2012 que ajuda a reduir l'elevat dèficit de la posició inversora internacional neta. Però això no sempre ha estat així. Abans de la crisi del 2008, Espanya acumulava dèficits comercials any rere any. A partir de la crisi, la feblesa de la demanda interna, que va comportar menys importacions, i els guanys de competitivitat, que van afavorir l'augment de les exportacions, van propiciar una millora ràpida del saldo comercial de béns i serveis, que va assolir un superàvit del 3,3% del PIB al novembre del 2013, nivell màxim des de l'inici de la sèrie el 1995. A diferència de recuperacions passades, la balança de béns i serveis s'ha mantingut en superàvit malgrat la recuperació de la demanda interna i malgrat la lògica recuperació de les importacions, tot i que, això sí, el superàvit s'ha moderat fins al 2,6% (maig del 2018).

A mitjà termini, però, hi ha dubtes sobre la possibilitat que la bona marxa de les exportacions pugui continuar compensant el creixement importador, especialment intens des del 2015. En concret, el 2013 i el 2014, les importacions de béns i serveis van créixer a un ritme anualitzat del 5,8%, però, entre el 2015 i el 2017, la taxa de creixement s'ha accelerat fins al 6,9%.[1] Fins a quin punt és preocupant aquest augment del ritme importador? D'una banda, les importacions redueixen el superàvit comercial i poden reflectir un dèficit competitiu que obliga a anar a comprar a l'estranger. Però aquest canvi també podria ser el resultat de la major integració de l'economia espanyola en les cadenes de valor globals: les empreses espanyoles compren a l'exterior productes competitius a preus avantatjosos, que, al seu torn, integren en productes per a l'exportació.

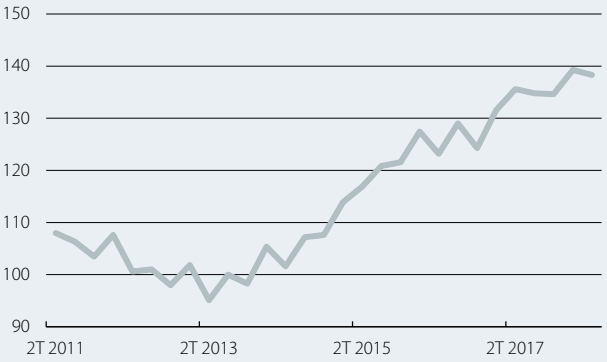
Per valorar la importància relativa de cada argument ens fixem en la intensitat importadora de l'economia espanyola, és a dir, en el nivell d'importacions necessari per poder dur a terme un determinat nivell d'activitat econòmica.[2] Així, les importacions poden créixer per un efecte composició, a través del qual els components de demanda de major intensitat importadora augmenten el pes en la demanda total, o bé perquè augmenta la intensitat importadora de cada component, que seria més preocupant. El primer factor, l'efecte composició, ha contribuït a un major creixement de les importacions, ja que la formació bruta de capital i les exportacions, de major intensitat importadora que els consums públic i privat, són, precisament, els components de demanda que més han crescut des de l'inici de la recuperació (del juny del 2013 al març del 2018, el PIB nominal va acumular un creixement del 16,3%, enfront del 33,9% i del 22,7% de la formació bruta de capital fix i de les exportacions, respectivament).

Pel que fa al segon factor, desgraciadament no tenim sèries temporals de la intensitat importadora dels diferents components de la demanda, ja que les dades més recents de les quals disposem corresponen a la intensitat importadora estimada el 2007.[3] Llavors, la foto no era gaire esperançadora: Espanya tenia, component per component, una intensitat importadora superior a la de França i a la d'Alemanya. Com han canviat les coses des de llavors?

Per respondre aquesta pregunta, podem estimar si el creixement de les importacions ha estat superior o inferior al que caldria esperar si la intensitat importadora dels diferents components s'hagués mantingut constant. Amb aquesta finalitat, construïm un indicador de la «sor-

### *Espanya: evolució de les importacions no energètiques **

*Índex (100 = 2T 2013)*




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

### *Intensitat importadora per components de la demanda final **

*(%)*

| | Consum privat | Consum públic | Formació bruta de capital | Exportacions |
|---|---|---|---|---|
| Alemanya | 25,8 | 9,4 | 40,0 | 47,4 |
| Espanya | 29,0 | 13,3 | 35,8 | 39,0 |
| França | 26,6 | 9,8 | 29,8 | 34,4 |
| Itàlia | 23,5 | 7,8 | 31,3 | 29,1 |

***Nota:*** ** Informació basada en les Taules* Input-Output *del 2007 per a Alemanya, França i Espanya i del 2005 per a Itàlia. La intensitat importadora és la suma del contingut importador en els béns intermedis (és a dir, el percentatge d'inputs incorporats que prové de les importacions) i de les importacions de productes finals.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya, de l'INE i d'Eurostat.*

1. S'exclouen les importacions energètiques, molt vinculades a la volatilitat del preu del petroli.
2. Més detalladament, la intensitat importadora és la suma del contingut importador en els béns intermedis (és a dir, el percentatge d'*inputs* incorporats que prové de les importacions) i de les importacions de productes finals.
3. Banc d'Espanya (2012), «El contingut importador de les branques d'activitat a Espanya», Butlletí Econòmic.

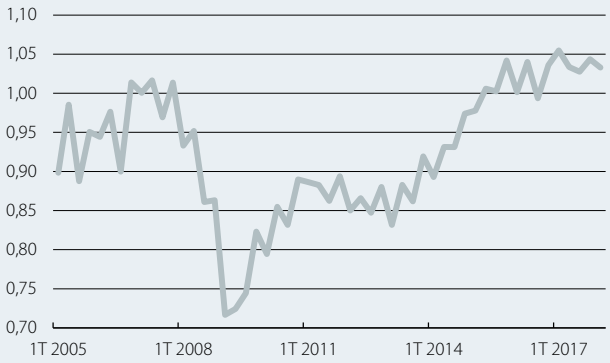
presa importadora».[4] Segons aquest indicador, una sorpresa importadora d'1 indicaria que, de mitjana, es mantenen els coeficients d'intensitat importadora del 2007; una sorpresa importadora superior a 1 indica que la intensitat importadora dels diferents components de demanda ha pujat de mitjana, i, finalment, una sorpresa importadora inferior a 1 indica que la intensitat importadora ha baixat.

L'evolució de la sorpresa importadora mostra quatre etapes diferenciades. En primer lloc, tenim un període precrisi (2005-2008), en què va predominar l'estabilitat amb valors propers a 1; és a dir, prevalien els coeficients del 2007. Tot seguit, la crisi, amb la paràlisi del comerç, va comportar una caiguda abrupta de les importacions i, en conseqüència, una disminució de la sorpresa importadora (les importacions van baixar més del que caldria esperar atesa la contracció de l'activitat econòmica). La tercera etapa és la primera fase de la recuperació, anys 2013 i 2014, on la sorpresa importadora s'estabilitza de forma temporal en valors inferiors a 1; és a dir, la intensitat importadora és, de mitjana, inferior a la del període precrisi. La quarta etapa comença el 2015 i és la segona fase de la recuperació, caracteritzada per un retorn ràpid de la sorpresa importadora als valors anteriors a la crisi, propers a 1.

Atesa aquesta evolució de la intensitat importadora, què podem concloure? La menor intensitat importadora de la primera fase de la recuperació es podria atribuir als guanys de competitivitat de l'economia espanyola, amb una major preferència pels béns i serveis domèstics enfront dels forans. Vist així, la recuperació de la intensitat importadora fins als valors precrisi seria un fet negatiu, però cal recordar que el bon to de les exportacions ha possibilitat el manteniment del superàvit comercial malgrat l'auge importador, la qual cosa evidencia que les exportacions conserven la competitivitat. De fet, concloem apuntant tres factors que poden explicar per què la recuperació de la intensitat importadora no indica una pèrdua de competitivitat. El primer és la diferent sensibilitat cíclica dels subcomponents que engloben el consum, la inversió i les exportacions. Així, l'augment recent de la intensitat importadora podria reflectir el fet que, per la pròpia sensibilitat al cicle econòmic, comencen a créixer més els subcomponents (com els béns duradors, dins el consum privat) que tindrien una major intensitat importadora.[5] El segon és la integració: podria ser que el creixement importador fos degut a una integració creixent de les empreses espanyoles en les cadenes globals de subministraments, derivada dels guanys de competitivitat i de la recuperació de cadenes de valor trencades durant la crisi.[6] El tercer factor és la pausa en la tendència de terciarització de l'economia espanyola que operava des dels anys noranta. Així, des del 2013, la indústria deixa de perdre pes en el conjunt del valor afegit brut del total de l'economia, amb el suport, suposadament, dels guanys de competitivitat que han ajudat a impulsar les exportacions de béns. Atès que la indústria té un contingut importador superior als serveis,[7] això també podria contribuir a la major intensitat importadora observada en el conjunt de l'economia.[8]

### Espanya: sorpresa importadora *

*Índex (1 = mitjana 2007)*




***Nota:*** ** Ràtio entre les importacions observades i les predites si s'hagués mantingut constant la intensitat importadora del 2007.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades del Departament de Duanes, de l'INE i del Banc d'Espanya.*

### Espanya: pes de la indústria en el valor afegit brut (VAB)

*VAB de la indústria (% del VAB total)*

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

4. En concret, calculem el quocient entre les importacions de béns i serveis nominals observades (exclosa l'energia) i les importacions predites per la intensitat importadora estimada el 2007 dels diferents components de demanda i el creixement observat d'aquests components. L'indicador es normalitza perquè adopti un valor igual a 1 en la mitjana del 2007.
5. Per contrastar aquesta hipòtesi, és necessari disposar d'informació de la intensitat importadora dels components de la demanda a un nivell més desagregat que ens permeti distingir, per exemple, entre el consum de béns duradors i de béns no duradors.
6. Una conclusió més clara sobre aquest tema requeriria d'una anàlisi més granular per sectors econòmics, identificant les branques industrials de contingut tecnològic alt i mitjà-alt, i la comparació amb França i amb Alemanya.
7. La indústria, amb el 38,2%, és el sector amb el contingut importador més elevat. Vegeu el Focus «Cap a un model productiu menys depenent de les importacions», a l'IM10/2015.
8. Aquí caldria veure l'evolució de la intensitat importadora de les diferents branques de serveis, que, en els últims anys, han tingut una contribució positiva al superàvit comercial, en comparació amb les industrials.

# El crèdit al consum: excés o normalització?

En els últims mesos, ha sorgit una certa preocupació pel fort creixement del crèdit al consum i pel seu possible risc per a l'estabilitat financera. El Banc d'Espanya, en l'últim Informe d'Estabilitat Financera, alerta de la necessitat de vigilar-ne de prop l'evolució per assegurar que l'exposició dels bancs a aquest segment de crèdit es manté en cotes raonables.

En efecte, el finançament al consum ha crescut el 40% entre el desembre del 2014 i el juny del 2018 i se ja situa en els 85.000 milions d'euros (el 79% del màxim assolit el 2008). Una part d'aquest fort creixement s'explica pels baixos nivells de partida, ja que, durant la crisi, es va contreure gairebé el 50%. Quan s'analitza de forma detallada, s'observa, a més a més, que el principal impulsor és el consum de béns duradors,[1] el finançament dels quals ha crescut el 57% des del final del 2014 i explica el 75% de l'avanç del crèdit al consum.

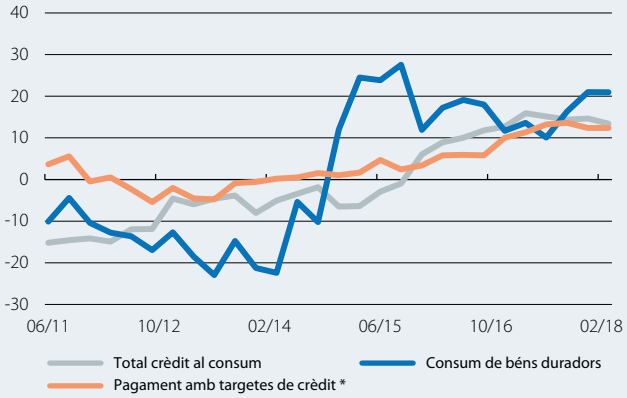
El consum de béns duradors representa més del 50% del consum finançat per la banca, pel seu elevat desemborsament inicial,[2] i es caracteritza per ser especialment sensible al cicle econòmic. Així, aquest major dinamisme es basa en una demanda que, després de mantenir-se contingguda al llarg de la crisi, aflora en l'actualitat, gràcies a la millora de les perspectives econòmiques, a la creació d'ocupació i a unes bones condicions de finançament per a les famílies. En un informe recent,[3] el BCE destaca que la forta caiguda del consum de béns duradors durant la crisi (el –28% en termes reals a Espanya) ha comportat un declivi de l'*stock* efectiu d'aquests béns i un augment de la seva durada mitjana. És a dir, hem allargat més de l'habitual la vida útil dels nostres cotxes i frigorífics durant la crisi i ara, amb una recuperació consolidada, els estem renovant. Per això, el vigorós ritme de creixement que observem en l'actualitat té un fort component cíclic, i, per tant, temporal, i tendirà a desaccelerar-se cap a taxes més equilibrades quan aquesta demanda embassada s'hagi materialitzat.

Aquest major dinamisme del crèdit al consum pot ser un risc per a la banca? Ara com ara, l'exposició de la banca espanyola a aquest segment de crèdit continua sent limitada, amb un pes petit en relació amb la cartera creditícia, del 6,9%. Aquest pes és similar al de la banca al conjunt de la zona de l'euro, situat en el 6,6%. En termes de PIB, el pes de la cartera de crèdit al consum a Espanya se situa lleugerament per damunt del de la zona de l'euro (el 6,9% enfront del 5,9%), però encara lluny de les primeres posicions. Pel que fa a la qualitat del crèdit, a més a més, les xifres del Banc d'Espanya corroboren que ha millorat, amb una taxa de morositat que es va reduir fins al 5,2% al desembre del 2017 (el 7,7% al desembre del 2014) i amb una contracció del crèdit dubtós del 7,5%.

En definitiva, el fort creixement del crèdit al consum es basa en la normalització de la demanda, que es va mantenir contingguda durant la crisi. A més a més, aquest major dinamisme no ha incrementat en excés l'exposició de la banca espanyola a aquest segment, ja que roman en nivells similars als de la zona de l'euro, al mateix temps que la qualitat d'aquest segment ha millorat i es manté en cotes confortables. Ara com ara, per tant, sembla que la forta embranzida del crèdit al consum té més a veure amb una normalització que amb un excés. Com ho adverteix el supervisor, serà important procurar que continuï sent així.

### *Espanya: crèdit al consum*

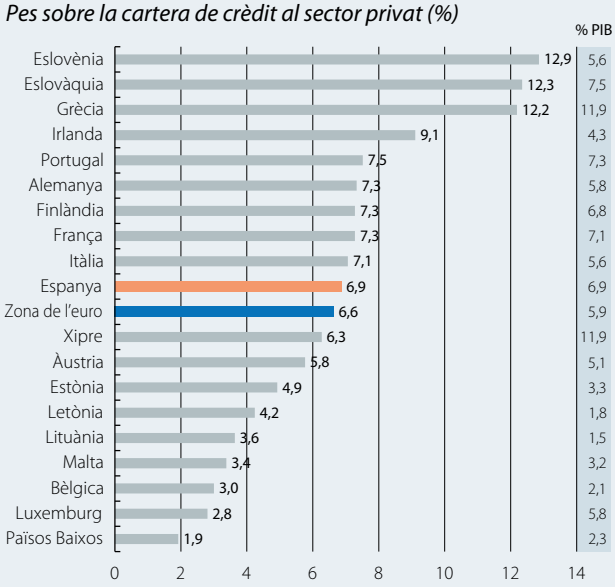
*Variació interanual (%)*




***Nota:*** ** Exclou les targetes* revolving *i els descoberts.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya.*

### *Zona de l'euro: crèdit al consum per països*

*Pes sobre la cartera de crèdit al sector privat (%)*




***Nota:*** *Dades del 1T 2018.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades del BCE i d'Eurostat.*

1. En aquesta categoria s'inclouen mobles, equipaments per a la llar, vehicles, etc. La resta de consum finançat inclou des de pagaments ajornats amb targetes de crèdit fins a béns i serveis no duradors, com serveis mèdics o viatges.
2. En finançar-ne la compra, s'aconsegueix que el pagament estigui més repartit al llarg de la vida útil del bé i que, per tant, sigui més coherent amb el seu ús.
3. BCE (2018), «Consumption of durable goods in the ongoing economic expansion», Economic Bulletin, Issue 1 - Boxes.

## Indicadors d'activitat i ocupació

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

| | 2016 | 2017 | 3T 2017 | 4T 2017 | 1T 2018 | 2T 2018 | 06/18 | 07/18 | 08/18 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Indústria** | | | | | | | | | |
| Índex de producció industrial | 1,9 | 3,2 | 2,8 | 5,2 | 2,7 | 1,0 | 0,2 | ... | ... |
| Indicador de confiança a la indústria *(valor)* | –2,3 | 1,0 | –0,1 | 4,3 | 2,8 | 1,2 | –0,5 | –1,3 | –3,5 |
| PMI de manufactures *(valor)* | 53,2 | 54,8 | 53,6 | 55,9 | 55,3 | 53,7 | 53,4 | 52,9 | ... |
| **Construcció** | | | | | | | | | |
| Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)* | 43,7 | 22,9 | 23,5 | 25,1 | 25,1 | ... | ... | ... | ... |
| Compravenda d'habitatges *(acum. de 12 mesos)* | 13,1 | 13,8 | 13,3 | 14,4 | 15,0 | 15,2 | 13,5 | ... | ... |
| Preu de l'habitatge | 1,9 | 2,4 | 2,7 | 3,1 | 2,7 | ... | – | – | ... |
| **Serveis** | | | | | | | | | |
| Turistes estrangers *(acum. de 12 mesos)* | 8,2 | 10,0 | 10,4 | 9,2 | 8,2 | 5,3 | 4,3 | ... | ... |
| PMI de serveis *(valor)* | 55,0 | 56,4 | 56,8 | 54,5 | 56,8 | 55,8 | 55,4 | 52,6 | ... |
| **Consum** | | | | | | | | | |
| Vendes comerç al detall | 3,8 | 0,9 | 0,8 | 0,5 | 1,8 | 0,0 | –0,1 | –0,4 | ... |
| Matriculacions d'automòbils | 11,4 | 7,9 | 6,7 | 10,8 | 11,8 | 9,2 | 8,0 | 19,3 | ... |
| Indicador de confiança dels consumidors *(valor)* | –3,8 | –0,7 | 0,2 | –1,5 | –0,6 | 0,5 | 1,8 | 0,6 | –2,5 |
| **Mercat de treball** | | | | | | | | | |
| Població ocupada [1] | 2,7 | 2,6 | 2,8 | 2,6 | 2,4 | 2,8 | – | – | ... |
| Taxa d'atur (% de la població activa) | 19,6 | 17,2 | 16,4 | 16,5 | 16,7 | 15,3 | – | – | ... |
| Afiliats a la Seguretat Social [2] | 3,0 | 3,6 | 3,5 | 3,5 | 3,4 | 3,1 | 3,1 | 3,0 | ... |
| **PIB** | **3,3** | **3,1** | **3,1** | **3,1** | **3,0** | **2,7** | **–** | **–** | **...** |

## Preus

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

| | 2016 | 2017 | 3T 2017 | 4T 2017 | 1T 2018 | 2T 2018 | 06/18 | 07/18 | 08/18 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| General | –0,2 | 2,0 | 1,7 | 1,4 | 1,0 | 1,8 | 2,3 | 2,2 | 2,2 |
| Subjacent | 0,8 | 1,1 | 1,3 | 0,8 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 0,9 | ... |

## Sector exterior

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

| | 2016 | 2017 | 3T 2017 | 4T 2017 | 1T 2018 | 2T 2018 | 06/18 | 07/18 | 08/18 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Comerç de béns** | | | | | | | | | |
| Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)* | 1,7 | 8,9 | 7,6 | 8,9 | 5,8 | 5,2 | 5,2 | ... | ... |
| Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)* | –0,4 | 10,5 | 9,0 | 10,5 | 6,6 | 6,9 | 6,9 | ... | ... |
| **Saldo corrent** | **21,5** | **21,9** | **21,0** | **21,9** | **21,1** | **16,2** | **16,2** | **...** | **...** |
| Béns i serveis | 33,7 | 33,4 | 32,7 | 33,4 | 33,3 | 28,6 | 28,6 | ... | ... |
| Rendes primàries i secundàries | –12,2 | –11,5 | –11,7 | –11,5 | –12,2 | –12,4 | –12,4 | ... | ... |
| **Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament** | **24,2** | **24,6** | **23,5** | **24,6** | **24,0** | **19,0** | **19,0** | **...** | **...** |

## 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 | 3T 2017 | 4T 2017 | 1T 2018 | 2T 2018 | 06/18 | 07/18 | 08/18 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Dipòsits** | | | | | | | | | |
| Dipòsits de llars i empreses | 2,5 | 2,8 | 2,3 | 3,2 | 2,5 | 3,0 | 4,3 | 3,5 | ... |
| A la vista i estalvi | 16,0 | 17,6 | 17,2 | 15,9 | 12,2 | 11,0 | 11,9 | 10,4 | ... |
| A termini i preavís | –16,0 | –24,2 | –25,1 | –24,6 | –23,1 | –20,8 | –19,4 | –19,2 | ... |
| Dipòsits d'AP | –14,2 | –8,7 | 6,8 | 13,1 | 16,7 | 17,6 | 20,9 | 12,4 | ... |
| **TOTAL** | **1,2** | **1,9** | **2,6** | **3,7** | **3,2** | **3,8** | **5,2** | **4,0** | **...** |
| **Saldo viu de crèdit** | | | ... | ... | ... | ... | | | |
| Sector privat | –3,6 | –2,2 | –2,3 | –1,9 | –2,2 | –2,8 | –2,1 | –2,4 | ... |
| Empreses no financeres | –5,3 | –3,6 | –3,9 | –3,3 | –4,4 | –6,4 | –5,1 | –5,8 | ... |
| Llars - habitatges | –3,7 | –2,8 | –2,7 | –2,6 | –2,4 | –2,0 | –1,8 | –1,7 | ... |
| Llars - altres finalitats | 2,0 | 3,7 | 3,3 | 4,5 | 4,9 | 5,0 | 4,9 | 5,2 | ... |
| Administracions públiques | –2,9 | –9,7 | –11,6 | –11,4 | –12,5 | –9,4 | –8,8 | –9,1 | ... |
| **TOTAL** | **–3,6** | **–2,8** | **–3,0** | **–2,5** | **–2,9** | **–3,2** | **–2,6** | **–2,8** | **...** |
| **Taxa de morositat** *(%)* [4] | **9,1** | **7,8** | **8,3** | **7,8** | **6,8** | **6,4** | **6,4** | **...** | **...** |

***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.*

# Retorn a l'activitat després d'un bon primer semestre

**L'economia consolida el dinamisme**. Les dades més recents confirmen que el creixement econòmic es manté robust, gràcies al bon to de la demanda interna i a les exportacions. Precisament, el dinamisme de la demanda domèstica (dins la qual destaquen la recuperació del consum de béns duradors i la inversió), sumat a un preu del petroli més alt i a l'alt contingut importador d'algunes exportacions (com els combustibles i els automòbils), alimenta un avanç significatiu de les importacions. Això, juntament amb la caiguda de les exportacions a Angola i al Regne Unit, explica una de les ombres del quadre macroeconòmic portuguès: la menor contribució neta al creixement per part del sector exterior. No obstant això, en conjunt, l'escenari de l'economia lusitana és positiu, i s'espera que, en els propers trimestres, mantingui el dinamisme dels primers sis mesos de l'any, amb un ritme d'avanç lleugerament superior al 2%, amb la contribució del bon funcionament del mercat laboral, on la creació d'ocupació i la reducció del nombre d'aturats continuen sorprenent en positiu, i de l'evolució positiva del mercat immobiliari, que es beneficia de la demanda estrangera i del creixement del turisme. No obstant això, els factors de risc, en especial els relacionats amb les tensions comercials, amb l'enduriment de les condicions financeres globals i amb les turbulències de les economies emergents, continuen presents i poden condicionar l'escenari.

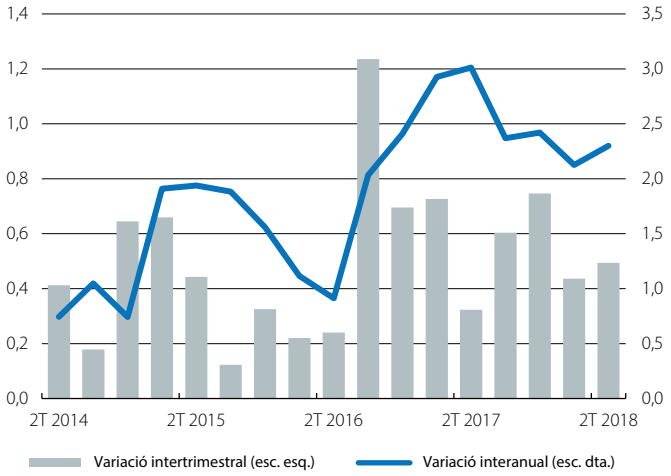
**L'activitat va mantenir un avanç sòlid en el 2T**. En concret, el creixement del PIB es va accelerar fins al 2,3% interanual (el 0,5% intertrimestral) en el 2T, 0,2 p. p. per damunt del registre del 1T. El desglossament per components publicat per l'INE mostra que la demanda interna va tenir un paper destacat, amb una contribució al creixement de 2,9 p. p. (2,6 p. p. en el 1T), esperonada per la forta embranzida del consum privat (el 2,6% interanual) i de la inversió (el 6,4%). Per la seva banda, la demanda exterior va tenir una contribució negativa per quart trimestre consecutiu (–0,7 p. p.), malgrat l'acceleració de les exportacions (el 6,8% enfront del 4,7% del 1T), ja que les importacions es van accelerar encara més (el 7,9% enfront del 5,6%).

**El mercat de treball continua sorprenent en positiu i impulsa el consum**. En el 2T, la taxa d'atur es va situar en el 6,7%, amb una reducció de 2,1 p. p. en relació amb el nivell registrat en el 2T de 2017. Aquesta disminució va ser deguda, en gran part, a la reducció del nombre d'aturats de llarga durada, la qual cosa és un senyal especialment positiu, ja que aquest grup té, típicament, més dificultats per reincorporar-se al mercat laboral. A més a més, la creació d'ocupació també va mantenir un bon ritme d'avanç (el 2,4% interanual), amb una contribució important del sector serveis i, en especial, dels associats a l'Administració pública.

**La inflació es va desaccelerar a l'agost**. Després d'avançar fins al 2,2% al juliol, impulsada per l'augment dels preus energètics

***Portugal: PIB***

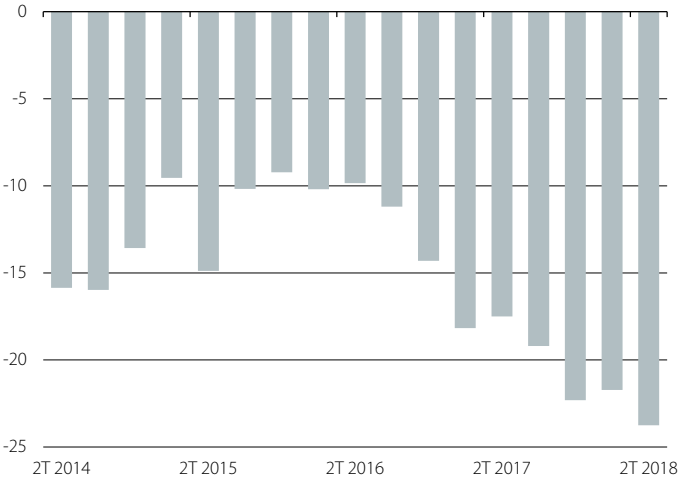
*Variació intertrimestral (%)* *Variació interanual (%)*




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

***Portugal: atur***

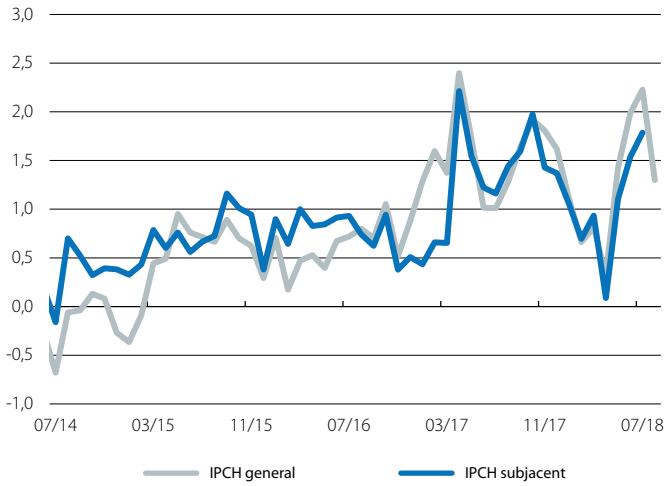
*Variació interanual (%)*




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

***Portugal: IPCH***

*Variació interanual (%)*




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

(el 7,9% interanual), a l'agost, la inflació general es va situar en l'1,4%. A falta de conèixer el detall per components, la desacceleració seria, en gran part, causada pel component subjacent (que exclou l'evolució dels preus de l'energia i els aliments no processats, especialment volàtils), que el juliol havia repuntat fins a l'1,8%.

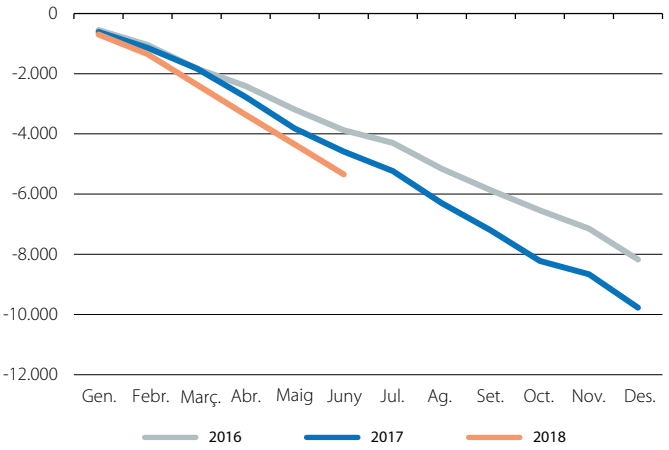
**Al sector exterior, es modera el saldo del compte corrent**. Malgrat el superàvit sostingut de la balança de serveis i la bona marxa d'alguns segments d'exportació de béns (com els automòbils), al llarg del primer semestre del 2018, el saldo de la balança per compte corrent s'ha deteriorat de forma gradual i ha empitjorat 0,4 p. p. en relació amb el mateix període de l'any anterior, fins a situar-se en el 0% del PIB al juny (acumulat de 12 mesos). Això és degut a un preu més alt del petroli en els últims trimestres, a la recuperació del consum de béns duradors i al dinamisme de la inversió, amb un elevat contingut importador. No obstant això, el superàvit exterior en termes de serveis, amb el turisme al capdavant, continua oferint un factor de compensació cabal. Finalment, cal destacar que també ha disminuït el dèficit de la balança de rendes primàries, tant per la reducció dels ingressos rebuts com per l'augment dels pagaments a l'exterior.

**Els comptes públics es continuen beneficiant del context econòmic positiu i de l'evolució favorable del mercat laboral**. Amb dades acumulades fins al juliol, el dèficit pressupostari se situa en els 2.624 milions d'euros (el –2,2% del PIB), la qual cosa representa una reducció del dèficit de 1.110 milions d'euros en relació amb el mateix període de l'any anterior. La recaptació fiscal i contributiva va continuar creixent a un ritme superior al previst pel Govern i va representar el 77% de l'augment de la recaptació efectiva fins al juliol. No obstant això, en comparació amb l'any passat, una part substancial de l'augment registrat en els ingressos de l'impost de societats des de l'inici del 2018 és deguda a l'ajornament del pagament dels reemborsaments de l'Estat a les empreses, de manera que el seu efecte s'hauria d'esvair en els propers mesos. Al mateix temps, les aportacions a la Seguretat Social es continuen beneficiant del bon moment del mercat laboral, mentre que les despeses continuen creixent per sota del que s'havia pressupostat (destaca la menor execució de la inversió, amb el 39% fins al juliol, enfront del 49% fins al juliol del 2017).

**La concessió de crèdit bancari avança de la mà de l'activitat econòmica**. La concessió de crèdit a particulars ha avançat de forma ferma en la primera meitat de l'any, evolució coherent amb l'acceleració del consum privat. Així, els dos principals segments (crèdit a l'habitatge i al consum) han avançat el 25,5% i el 14,9% interanual fins al juny (noves operacions i acumulat anual). La concessió de crèdit a les empreses ha mantingut també una dinàmica positiva, tant per a les pimes (el 2,5% interanual) com per a les grans empreses (el 18,5%). No obstant això, el crèdit al sector privat no financer ha continua baixant (–1,6% interanual).

### *Portugal: saldo de la balança comercial de béns (exclosa l'energia)*

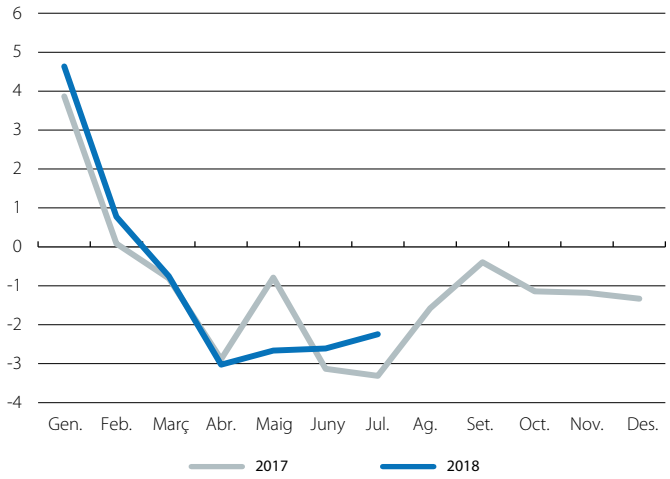
*Acumulat anual (milions d'euros)*




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

### *Portugal: saldo de l'Estat*

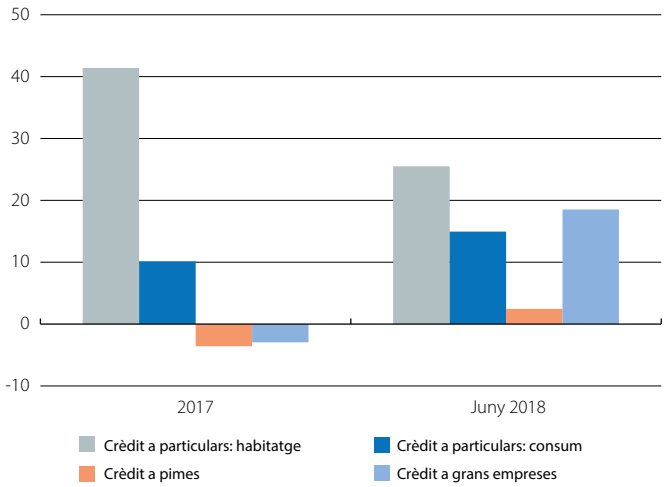
*(% PIB)*




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

### *Portugal: noves operacions de crèdit*

*Variació interanual de l'acumulat anual (%)*




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

# Portugal: avaluant el país mitjançant el turisme

El 2017, el sector del turisme va assolir noves xifres rècord i va intensificar encara més la tendència creixent dels últims anys: el nombre de turistes estrangers, la suma d'establiments hotelers i, en definitiva, els ingressos generats pel sector es troben en màxims històrics. A més a més, la importància que ha guanyat el turisme l'ha convertit en una oportunitat atractiva per a les inversions de petita i gran dimensió: des del lloguer d'habitacions i de petits pisos fins a la construcció de nous establiments hotelers, passant per la restauració i pel transport.

L'economia lusitana ha sabut aprofitar l'auge del turisme internacional, ja que Europa continua situada entre les zones més preferides pels turistes internacionals. En aquest sentit, Portugal té característiques que encaixen en les preferències de qui busca sol, platja, atractius culturals, diversió i paisatges bells, a més d'altres elements atractius, com un nivell de preus més baix, uns bons mitjans de transport o la seguretat.

En aquest context, el 2017, les pernoctacions turístiques van arribar als 57,6 milions (el +7,6% interanual), amb el Regne Unit i Espanya al capdavant dels països emissors de turistes i amb un augment significatiu dels visitants procedents del Brasil i dels EUA. A més a més, l'ingrés mitjà per habitació disponible (RevPAR, per les sigles en anglès) va augmentar fins als 50,3 euros, el +16,3% en relació amb el 2016 i nou màxim històric. Així, el turisme s'ha convertit en el principal producte d'exportació de Portugal i representa el 17,8% de les exportacions totals.

## Evolució el 2018 i perspectives

El 2018, s'espera que el sector del turisme continuï registrant nous màxims històrics. De fet, les xifres del primer semestre apunten en aquesta direcció: les pernoctacions totals van augmentar el 0,5% interanual, el nombre de turistes estrangers es va incrementar l'1,9%, els ingressos del sector van créixer el 8,9% i el RevPAR es va situar en els 44,2 euros, el 7,7% més que en el primer semestre del 2017.

Malgrat aquests nous màxims, les xifres suggereixen una desacceleració del creixement del nombre de turistes estrangers. De fet, s'ha produït una reducció en l'entrada de turistes europeus: entre el gener i el juny del 2018, les arribades procedents d'emissors importants com el Regne Unit i Alemanya van disminuir el 6,4% i l'1,1% interanual, respectivament, i es van observar registres semblants en el cas de països amb menys pes, com els Països Baixos i Polònia. En qualsevol cas, no cal exagerar la lectura d'aquestes xifres, ja que el sector se sol mostrar més dinàmic en el segon semestre de l'any i podria arribar a corregir aquesta evolució menys prometedora.

A més a més, paral·lelament, el turisme intern dels residents ha guanyat en importància (una mostra de la fermesa de la recuperació de la demanda domèstica), tot i que el seu pes és inferior al dels no residents.[1]

## Reptes per al futur

Considerada una àrea econòmica estratègica, el Govern ha creat el Pla Estratègic Nacional del Turisme amb l'horitzó temporal 2017-2027. Amb aquest pla, ha identificat cinc grans reptes per a la consolidació del sector: i) combatre l'estacionalitat; ii) posar en valor el patrimoni i la cultura; iii) descentralitzar la demanda; iv) millorar la qualificació laboral, i v) estimular la innovació. Tot plegat amb un objectiu: assolir els 80 milions de pernoctacions i els 26.000 milions d'euros en ingressos (el +7,0% de creixement mitjà anual) el 2027.

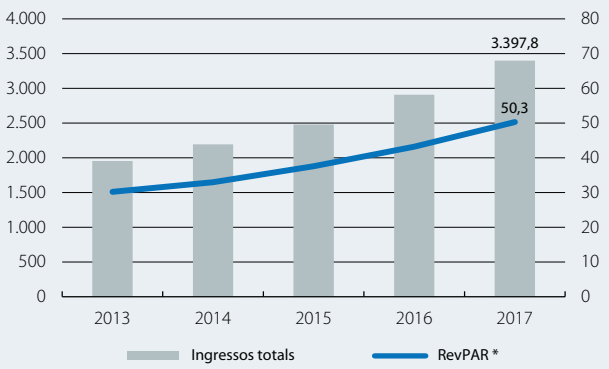
### *Portugal: principals xifres del sector turístic*

| | Unitat | 2005 | 2011 | 2017 [1] |
|---|---|---|---|---|
| Turistes | $10^3$ | 11.469,3 | 13.992,8 | 20.691,3 |
| Residents | $10^3$ | 5.513,6 | 6.580,6 | 7.979,8 |
| No residents | $10^3$ | 5.955,7 | 7.412,2 | 12.711,5 |
| % del total | % | 51,9% | 53,0% | 61,4% |
| Pernoctacions totals [2] | $10^3$ | 35.520,6 | 39.440,3 | 57.622,9 |
| Ingressos totals [2] | $10^6$ | 1.589,2 | 1.906,0 | 3.397,8 |
| Exportacions turístiques [3] | $10^6$ | 6.198,6 | 8.145,6 | 14.969,1 |
| % del PIB | % | 3,9% | 4,6% | 7,8% |
| % de les exportacions totals | % | 14,5% | 13,2% | 17,8% |
| Saldo de la balança turística [3] | $10^6$ | 3.744,4 | 5.172,0 | 10.668,9 |
| % del saldo de la bal. de serveis | % | 82,3% | 64,6% | 68,3% |
| Nombre d'establiments | unit. | 2.012 | 2.019 | 5.840 |
| Ocupació [4] | $10^3$ | – | 286,5 | 323,3 |
| % del total de la pobl. ocupada | % | – | 6,0% | 6,8% |

***Notes:*** *1. El nombre total de turistes el 2017 va ser de 24.077,1 milers si s'inclouen l'hoteleria, el turisme rural i l'allotjament local (dada addicional de l'INE). 2. En establiments hotelers i altres allotjaments. 3. Euros a preus corrents. 4. Ocupació en les activitats d'allotjament, restauració i similars.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal i del Banc de Portugal.*

### *Portugal: ingressos de l'hoteleria i d'altres allotjaments*

*(Milions d'euros)* *(Euros)*




***Nota:*** ** Ingrés mitjà per habitació disponible.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal.*

1. La contribució dels no residents és una mica superior al 60%.

# Portugal: un mercat immobiliari en ebullició

El mercat immobiliari viu un moment de gran dinamisme, ben reflectit en el creixement dels preus i de les transaccions, així com en una àmplia bateria d'altres indicadors (vegeu la taula annexa). Quins elements estimulen la demanda i l'oferta? Quina tendència seguiran? Ho analitzem tot seguit.

A diferència de cicles econòmics anteriors, no sembla que, en l'actualitat, el crèdit domèstic sigui el principal motor d'aquesta dinàmica. En particular, les dades més recents (referents al 1T 2018) mostren que el nou crèdit hipotecari representa una fracció relativament petita del valor total de les transaccions realitzades al mercat (en concret, el 37%, lluny del gairebé 65% registrat abans del 2010). D'altra banda, malgrat el fort augment de les noves operacions de crèdit hipotecari, l'*stock* de crèdit a l'habitatge es redueix, ja que l'amortització d'hipoteques encara supera les noves operacions.[1]

En el cicle actual, en canvi, l'entrada d'inversors estrangers ha tingut un paper clau en la revitalització del mercat immobiliari portuguès. Destaquen, en especial, dos factors: l'embranzida de l'activitat turística, que ha contribuït a l'augment de l'activitat de rehabilitació immobiliària, i l'adopció de mesures per captar inversió estrangera, mitjançant l'atribució de beneficis fiscals molt atractius i la concessió de permisos de residència. Per exemple, des de l'entrada en vigor del programa Golden Visa,[2] a l'octubre del 2012, la compra d'habitatges per part de no residents ha pujat fins als 3.500 milions d'euros, aproximadament el 5% de les transaccions totals realitzades fins a l'actualitat al sector.[3]

Els indicadors sobre els preus, després de cinc anys amb taxes de creixement positives, també reflecteixen un sector en clara expansió. En aquest cas, la difícil tasca d'avaluar la sostenibilitat dels augments de preus es veu dificultada per l'important paper que juga la inversió estrangera, però alguns indicadors s'han situat recentment en nivells que podrien suggerir una sobrevaloració dels preus. Per exemple, la ràtio entre el preu de l'habitatge i la renda disponible de les famílies o l'índex de sobrevaloració del mercat immobiliari elaborat pel Banc Central Europeu[4] mateix han augmentat de forma sostinguda. No obstant això, altres indicadors són menys negatius: per exemple, el percentatge de famílies per a les quals el cost total de l'habitatge representa més del 40% de la renda disponible se situa per sota del 10% (mentre que la mitjana de la zona de l'euro supera aquest nivell).

Finalment, cal recordar que, al llarg de l'última dècada, la disminució del nombre de nous habitatges construïts ha creat una bretxa entre oferta i demanda que també empeny a l'alça els preus del sector. Entre el 2009 i el 2014, el nombre d'habitatges acabats amb prou feines va superar una mitjana de 24.000 per any, en comparació amb els 60.000 que es van finalitzar el 2008. A partir del 2015, es va iniciar una certa recuperació, però, en els 12 últims mesos, amb dades disponibles fins al març del 2018, la xifra d'habitatges acabats encara se situa per sota dels 10.000. L'augment de les sol·licituds per a nova construcció (que supera les 15.000) apunta a un increment addicional en els propers anys. Així, aquesta dinàmica anirà reduint el desequilibri existent entre oferta i demanda, la qual cosa hauria d'afavorir una desacceleració moderada del ritme de creixement dels preus a mitjà termini. De fet, aquesta és la visió que predomina al sector: una enquesta recent mostra que els professionals del sector immobiliari consideren que els preus continuaran pujant en els propers 12 mesos a un ritme fort, però que el ritme de creixement tendirà a estabilitzar-se al voltant del 5% en els cinc propers anys.[5]

### *Portugal: indicadors del mercat immobiliari*

| | 2008 | Mitjana 2009-2014 | Mitjana 2015-2016 | 2017 | 3T 2017 | 4T 2017 | 1T 2018 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Indicadors del sector** | | | | | | | |
| Construcció (% del PIB) | 13,0% | 9,8% | 7,6% | 8,0% | 7,9% | 8,1% | 8,2% |
| Const. residencial (% del PIB) | 4,7% | 3,1% | 2,5% | 2,6% | 2,6% | 2,7% | 2,6% |
| Sol·licituds per a nova construcció/habitatges acabats | 77% | 65,8% | 125,4% | 147% | 158% | 135% | 164% |
| Nombre d'habitatges comercialitzats | – | 97.398 | 117.204 | 153.292 | 38.783 | 42.445 | 40.716 |
| Valor de les transaccions, milions d'euros | – | 10.969 | 13.642 | 19.338 | 4.861 | 5.579 | 5.423 |
| Preu de l'habitatge (nominal, variació interanual) | –6,3% | –1,4% | 5,6% | 9,2% | 10,4% | 10,5% | 12,2% |
| Preu de l'habitatge (real, variació interanual) | –8,9% | –2,1% | 4,1% | 7,9% | 9,2% | 9,2% | – |
| Mesura sobrevaloració dels preus * | –3,5 | –10,7 | –10,4 | –2,3 | 0,3 | –0,3 | 3,5 |
| Índex de confiança | – | –25,8 | 32,9 | 37,3 | 36,1 | 33,7 | 38,2 |
| **Indicadors famílies** | | | | | | | |
| Taxa de recàrrec en el cost de l'habitatge ** | 7,6% | 7,2% | 8,3% | 6,7% | – | – | – |
| Preu de l'habitatge/renda disponible (índex) | 101,2 | 97,5 | 96,9 | 103,8 | 106,4 | 105,8 | – |
| **Indicadors de crèdit** | | | | | | | |
| Crèdit a l'habitatge (*stock*), variació interanual | 4,1% | –1,4% | –3,6% | –1,8% | –3,0% | –1,8% | –1,7% |
| Noves op. de crèdit a l'habitatge, variació interanual | –31,9% | –19,4% | 51,7% | 41,4% | 42,8% | 46,4% | 22,8% |
| Noves op. de crèdit/valor de les transaccions | – | 46% | 33% | 38% | 39% | 38% | 37% |

***Notes:*** ** Índex elaborat pel BCE en què els valors positius suggereixen sobrevaloració.*
*** Fracció de la població que viu en famílies on el total de costos de l'habitatge representa més del 40% de la renda disponible.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de Banc de Portugal, de l'INE de Portugal, del BCE i d'Eurostat.*

1. El volum d'amortitzacions va augmentar de forma notable el 2017 i, segons les dades del Banc de Portugal, el 50% van correspondre a reemborsaments anticipats, els quals en la major part, no estaven associats a l'adquisició d'un nou habitatge.
2. Permís de residència concedit a no residents que realitzin una activitat d'inversió. En el cas de la inversió immobiliària, el valor mínim és de 500.000 euros.
3. El mateix Banc de Portugal ha assenyalat la importància de l'entrada de no residents al mercat immobiliari, en especial pel que fa a l'increment en la venda d'immobles de la cartera del sector bancari i a la reducció del crèdit improductiu. Vegeu l'Informe d'Estabilitat Financera del juny del 2018 del Banc de Portugal.
4. L'índex, calculat a partir de la ràtio entre el preu de l'habitatge i la renda bruta disponible per capita, apunta a una lleugera sobrevaloració des del final del 2017.
5. Vegeu «Portuguese Housing Market Survey», Confidencial Imobiliário.

## Indicadors d'activitat i ocupació

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

| | 2016 | 2017 | 4T 2017 | 1T 2018 | 2T 2018 | 04/18 | 05/18 | 06/18 | 07/18 | 08/18 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Índex coincident d'activitat | 1,5 | 2,7 | 2,8 | 2,5 | 2,0 | 2,2 | 2,0 | 1,9 | 1,8 | ... |
| **Indústria** | | | | | | | | | | |
| Índex de producció industrial | 2,4 | 4,0 | 2,5 | 2,3 | 0,5 | 4,4 | –2,7 | –0,2 | –1,7 | ... |
| Indicador de confiança a la indústria *(valor)* | –0,7 | 2,3 | 3,5 | 2,1 | 0,0 | 0,1 | –0,5 | 0,5 | 0,9 | 1,6 |
| **Construcció** | | | | | | | | | | |
| Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)* | 7,9 | 19,8 | 15,6 | 8,8 | 10,3 | ... | ... | 10,3 | ... | ... |
| Compravenda d'habitatges | 18,8 | 20,5 | 23,6 | 15,7 | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| Preu de l'habitatge *(euro/m² - taxació)* | 3,8 | 5,0 | 4,5 | 5,4 | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| **Serveis** | | | | | | | | | | |
| Turistes estrangers (*acum. 12 mesos*) | 10,9 | 12,1 | 11,8 | 10,9 | 7,5 | 8,5 | 7,7 | 6,2 | | |
| Indicador de confiança als serveis *(valor)* | 7,3 | 13,8 | 14,8 | 13,2 | 14,4 | 10,5 | 13,7 | 18,9 | 18,3 | 14,5 |
| **Consum** | | | | | | | | | | |
| Vendes comerç al detall | 2,7 | 4,1 | 4,1 | 5,9 | 2,6 | –1,1 | 5,6 | 3,2 | 2,3 | ... |
| Matriculacions d'automòbils | 1,7 | 2,4 | 2,5 | 2,4 | 2,1 | 2,2 | 2,1 | 1,9 | 1,6 | ... |
| Indicador de confiança dels consumidors *(valor)* | –11,1 | 0,5 | 2,3 | 2,0 | 2,8 | 3,0 | 4,1 | 1,3 | –1,4 | –1,3 |
| **Mercat de treball** | | | | | | | | | | |
| Població ocupada [1] | 1,2 | 3,3 | 3,5 | 3,2 | 2,4 | 2,6 | 2,5 | 2,8 | 2,1 | ... |
| Taxa d'atur (% de la població activa) | 11,1 | 8,9 | 8,1 | 7,9 | 6,7 | 7,1 | 7,0 | 6,7 | 6,8 | ... |
| **PIB** | **1,6** | **2,7** | **2,4** | **2,1** | **2,3** | **...** | **...** | **2,3** | **...** | **...** |

## Preus

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

| | 2016 | 2017 | 4T 2017 | 1T 2018 | 2T 2018 | 04/18 | 05/18 | 06/18 | 07/18 | 08/18 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| General | 0,6 | 1,6 | 1,8 | 0,9 | 1,2 | 0,3 | 1,4 | 2,0 | 2,2 | 1,3 |
| Subjacent | 0,8 | 1,3 | 1,6 | 0,9 | 0,9 | 0,1 | 1,1 | 1,5 | 1,8 | ... |

## Sector exterior

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

| | 2016 | 2017 | 4T 2017 | 1T 2018 | 2T 2018 | 04/18 | 05/18 | 06/18 | 07/18 | 08/18 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Comerç de béns** | | | | | | | | | | |
| Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)* | 0,8 | 10,1 | 10,1 | 6,5 | 7,3 | 7,9 | 7,1 | 7,3 | ... | ... |
| Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)* | 1,5 | 12,6 | 12,6 | 10,4 | 9,8 | 10,6 | 8,8 | 9,8 | ... | ... |
| **Saldo corrent** | **1,1** | **0,9** | **0,9** | **0,9** | **0,0** | **0,4** | **0,6** | **0,0** | **...** | **...** |
| Béns i serveis | 3,8 | 3,5 | 3,5 | 3,2 | 3,1 | 3,2 | 3,6 | 3,1 | ... | ... |
| Rendes primàries i secundàries | –2,7 | –2,6 | –2,6 | –2,3 | –3,1 | –2,8 | –3,0 | –3,1 | ... | ... |
| **Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament** | **3,0** | **2,7** | **2,7** | **2,7** | **1,9** | **2,1** | **2,3** | **1,9** | **...** | **...** |

## 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 | 4T 2017 | 1T 2018 | 2T 2018 | 04/18 | 05/18 | 06/18 | 07/18 | 08/18 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Dipòsits** | | | | | | | | | | |
| Dipòsits de llars i empreses | 3,7 | 1,7 | 2,1 | 2,6 | 4,3 | 3,5 | 4,3 | 4,9 | ... | ... |
| A la vista i estalvi | 19,5 | 15,7 | 2,1 | 2,6 | 4,3 | 14,2 | 15,4 | 16,2 | ... | ... |
| A termini i preavís | –3,2 | –5,8 | –4,4 | –4,1 | –2,9 | –3,3 | –2,9 | –2,5 | ... | ... |
| Dipòsits d'AP | –17,9 | 1,3 | 12,1 | 1,9 | –0,8 | –5,5 | –9,7 | 12,8 | ... | ... |
| **TOTAL** | **2,3** | **1,6** | **2,6** | **2,6** | **4,0** | **3,1** | **3,5** | **5,4** | **...** | **...** |
| **Saldo viu de crèdit** | | | | | | | | | | |
| Sector privat | –3,9 | –4,0 | –3,4 | –1,8 | –1,8 | –1,9 | –1,7 | –1,6 | ... | ... |
| Empreses no financeres | –5,6 | –6,5 | –6,0 | –3,1 | –3,7 | –3,8 | –3,6 | –3,6 | ... | ... |
| Llars - habitatges | –3,3 | –3,1 | –2,1 | –1,9 | –1,6 | –1,7 | –1,6 | –1,4 | ... | ... |
| Llars - altres finalitats | –0,5 | 0,9 | 0,2 | 3,0 | 4,1 | 3,6 | 4,3 | 4,5 | ... | ... |
| Administracions públiques | –9,4 | 9,3 | 22,9 | 19,0 | 14,8 | 16,3 | 17,4 | 10,6 | ... | ... |
| **TOTAL** | **–4,2** | **–3,5** | **–2,4** | **–1,0** | **–1,1** | **–1,2** | **–1,0** | **–1,2** | **...** | **...** |
| **Taxa de morositat** *(%)* [3] | **17,2** | **13,3** | **13,3** | **13,0** | **...** | **...** | **...** | **...** | **...** | **...** |

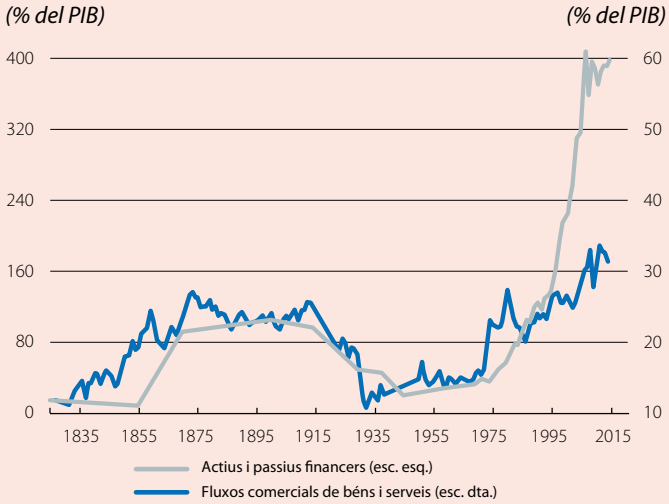
***Notes:*** *1. Estimació de l'INE. 2. Dades agregades del sector bancari portugués i residents a Portugal. 3. Dada fi del període.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE, Banc de Portugal, Comissió Europea i Associació Europea de Productors d'Automòbils.*

# La globalització en una cruïlla històrica: desglobalització o reglobalització?

La globalització, definida com la integració a nivell mundial dels mercats de béns, de serveis, de capitals i de persones, és un fenomen que ve de molt lluny i que té encara molt marge de recorregut. La majoria d'estudis coincideixen que ens trobem a les acaballes de l'anomenada segona onada de globalització i que, si es produeix un nou impuls globalitzador, podríem entrar en la tercera onada d'aquí a poc temps. Cada onada s'associa a un procés de canvi tecnològic concret: la primera va discórrer entre el 1870 i la Gran Depressió i es vincula a la Revolució Industrial; la segona engloba des del final de la Segona Guerra Mundial fins a l'actualitat i s'associa a la revolució de les TIC, i la tercera, si es produeix, estarà profundament condicionada per la revolució digital. Cal destacar que la globalització es troba, en l'actualitat, en un punt d'inflexió crucial, ja que s'enfronta a reptes molt importants, dels quals en dependrà l'evolució en els propers anys. Així, hem de tenir present que ens trobem en una conjuntura força inestable i que cal escometre els desafiaments als quals s'enfronta si volem transitar cap a una globalització enfortida.

La globalització ha assolit, en l'actualitat, cotes mai vistes: l'índex de la globalització elaborat per l'Institut Econòmic Suís s'ha situat en màxims històrics i tres de les seves quatre potes (béns, capitals i persones, no els serveis) també reflecteixen la magnitud del procés globalitzador. Així, els fluxos comercials totals en percentatge del PIB van superar, en els anys setanta, el màxim històric de la primera onada globalitzadora el 1913, arran de la liberalització del comerç de béns, i, malgrat un alentiment en aquests últims anys, atribuït a factors cíclics (la Gran Recessió) i estructurals (fragmentació d'algunes cadenes de valor global), continuen exhibint nivells considerables. En canvi, els serveis continuen sent la gran assignatura pendent: malgrat que el seu percentatge sobre el total de les exportacions ha passat del 9% del 1970 al 25% actual, les traves reguladores continuen sent elevades en molts sectors (com els serveis financers i les telecomunicacions). Molts economistes han suggerit[1] que cal establir tractats de lliure comerç més ambiciosos per impulsar el comerç en serveis, la qual cosa seria especialment desitjable, ja que el canvi tecnològic facilita que molts serveis puguin ser exportats i importats amb més facilitat. Pel que fa a la pota financera, mostra uns nivells molt elevats d'integració, tot i un lleuger alentiment després de la crisi financera, que ha retret els fluxos de capital bancari.

***Globalització comercial i financera***




***Nota:*** *Els fluxos comercials no cobreixen tots els països del món, ja que corresponen a una mostra fixa de països dels quals hi ha dades des del 1825.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc de Pagaments Internacionals.*

La globalització en l'àmbit de les persones també és clau i ha adquirit una gran importància en el debat públic, tant pel seu impacte econòmic com pel drama humà de les crisis de refugiats (segons les Nacions Unides, 33.000 migrants van perdre la vida entre el 2000 i 2017 al Mediterrani per arribar a Europa). Malgrat que el percentatge de migrants sobre la població total s'ha mantingut estable al voltant del 3% en els 100 últims anys, en termes absoluts els migrants han crescut fins als 244 milions actuals, dels quals el 19% resideixen als EUA i el 23% a la UE. La major part dels fluxos han estat des de països emergents cap a països desenvolupats, i el 40% dels migrants tenen estudis universitaris, en un context de competició pel talent global que ha provocat una notable fugida de cervells entre les economies emergents.

Un cop fet aquest breu repàs dels diferents components de la globalització, cal analitzar quins són els reptes als quals s'enfronta avui en dia. Un primer repte és enfortir les grans institucions globals (l'FMI, el Banc de Pagaments Internacionals o BPI i l'OMC), que es van crear després de la Segona Guerra Mundial i que han donat suport a l'actual onada globalitzadora. L'FMI, per exemple, hauria de modernitzar els seus mecanismes de governança corporativa per donar més pes a les economies emergents, les quals han crescut de forma espectacular gràcies, precisament, a la globalització. En aquest sentit, és difícilment justificable que els països de l'OCDE tinguin un poder decisori del 64% al Fons, quan només representen el 46% del PIB mundial, i que la Xina tingui només una quota del 6%, quan el seu pes en l'economia global és ja del 19%. Pel que fa al BPI, la major interconnexió del cicle

1. Vegeu Staiger, R. i Sykes, A. (2016), «The Economic Structure of International Trade-in-Services Agreements», NBER Working Paper.

financer a nivell global suggereix un paper més actiu d'aquest i d'altres organismes financers a favor d'una major coordinació en política monetària i macrofinancera. Finalment, l'OMC hauria de jugar un paper més rellevant a l'hora de promoure una integració més harmònica de la Xina en el comerç mundial.

Un segon repte és assolir una millor distribució dels beneficis globals. És important destacar que la globalització de les últimes dècades ha tingut un efecte agregat positiu: a les economies emergents, ha permès que milions de persones sortissin de la pobresa i, a les avançades, ha generat guanys substantius de benestar, gràcies al fet que els consumidors han pogut gaudir d'una cistella més variada de béns de consum i a preus més assequibles. No obstant això, és de justícia afegir que, malgrat aquests beneficis, la globalització també ha perjudicat alguns sectors concrets: segons els economistes del MIT Acemoglu i Autor,[2] el 10% de la destrucció de llocs de treball al sector manufacturer nord-americà entre el 1999 i el 2011 (parlem de 560.000 llocs de treball) va ser degut a la major competència comercial amb la Xina. De tota manera, cal preguntar-se per què el debat sobre un model de globalització més inclusiu, que compensi els perdedors i n'eviti l'exclusió de la nova economia, és avui més viu que mai. La resposta és que, quan una economia està poc globalitzada, el benefici d'una major integració és elevat, ja que l'increment de la renda real agregada de l'economia és molt intens. En canvi, quan la globalització ja està en un estat més avançat, el marge per augmentar la dimensió del pastís és més petit i, en canvi, la importància relativa de les pèrdues dels sectors perjudicats augmenta. Això explica la importància creixent d'impulsar mesures per protegir els perjudicats pel procés de canvi, com les polítiques actives al mercat laboral o de protecció de rendes durant l'atur.

Finalment, un tercer repte de la globalització passa, inevitablement, per adoptar mecanismes que propiciïn que el procés de canvi tecnològic que estem presenciant sigui reeixit i inclusiu. Clarament, la revolució digital obligarà a reformular l'actual procés globalitzador i hi operaran forces en direccions dispars: d'una banda, la robotització pot reduir de forma dramàtica el ritme de les deslocalitzacions (segons Deloitte, s'espera que el cost d'un robot representi el 10% del cost d'un empleat *onshore*, enfront del 35% d'un empleat *offshore*), però, de l'altra, la major escalabilitat de la producció a nivell global pot generar l'aparició de superempreses globals amb potencials efectes negatius sobre la competència i també sobre el ritme d'innovació.

Si la globalització i les seves institucions no s'enfronten a aquests reptes amb rapidesa, podrien guanyar més força les opcions polítiques populistes que defensen que cal fer marxa enrere en la globalització. Diversos estudis[3] mostren que ja han començat a recollir els primers fruits: tant als EUA com a la UE, a les àrees més perjudicades per l'augment de les importacions provinents de la Xina, el suport als partits populistes ha augmentat amb molta més força. Tant és així que alguns politòlegs ja s'aventuren a afirmar que el debat polític centrat tradicionalment en l'eix esquerra-dreta es traslladarà a una pugna aferrissada entre globalistes i populistes.

Abans d'acabar, és important analitzar com va descarrilar la primera onada de la globalització per veure si en podem extreure alguns ensenyaments. La involució va començar al final del segle XIX quan els governants del moment van decidir cedir a les pressions d'alguns sectors molt concrets (com els *lobbies* agrícoles) que exigien un augment dels aranzels. En paral·lel, països com els EUA, Canadà, Austràlia i l'Argentina no van saber gestionar amb encert les migracions massives provinents d'Europa, la qual cosa els va empènyer a tancar les fronteres en la segona dècada del segle XX. Alguns autors[4] consideren que el sentiment antiglobalització de molts sectors de la població va ser un dels factors que va conduir a la Primera Guerra Mundial entre el 1914 i el 1918. Finalment, la Gran Depressió va donar l'estocada final a la primera onada: els països van reaccionar implementant polítiques proteccionistes a gran escala, la qual cosa va provocar un agreujament substancial de la crisi econòmica del 1929, amb àmplies repercussions globals. No en va, segons l'economista Jakob Madsen,[5] els volums de comerç real a nivell global es van contreure el 33% entre el 1929 i el 1932, i dues terceres parts d'aquesta contracció van ser causades per les polítiques proteccionistes implementades.

En definitiva, en aquest article hem constatat que la globalització se situa en una cruïlla històrica i que ara és el moment d'afrontar els reptes pendents que l'han qüestionat. La veritat és que som moderadament optimistes: l'actual sistema de governança global disposa d'un ampli ventall d'instruments per forjar una globalització més moderna i inclusiva. Però, si no s'avança per aquesta via, correm el risc que l'ombra del passat es converteixi en el malson del present. De tots depèn no ensopegar dues vegades amb la mateixa pedra.

*Javier Garcia-Arenas*
*CaixaBank Research*

2. Vegeu Acemoglu, D. *et al*., (2016), «Import competition and the great US employment sag of the 2000s», Journal of Labor Economics.
3. Vegeu Colantone, I. i Stanig, P. (2017), «The Trade Origins o Economic Nationalism: Import Competition and Voting Behavior in Western Europe», American Journal of Political Science.
4. Vegeu Bordo, M. (2017), «The Second Era of Globalization is Not Yet Over: An Historical Perspective», NBER Woking Papers.
5. Vegeu Madsen, J. (2001), «Trade barriers and the collapse of world trade during the Great Depression», Southern Economic Journal.

# Els beneficis i els costos de la globalització

Quan Marco Polo va arribar a la Xina al segle XIII a través de la Ruta de la Seda, va trobar una terra pròspera on l'agricultura i la indústria florien gràcies al comerç, basat, al seu torn, en un vast entramat de carreteres, de ponts i de canals. La riquesa per capita dels xinesos superava amb escreix la dels europeus, com ho il·lustra el fet que la producció d'acer de la Xina fos cinc vegades superior a la d'Europa. No obstant això, al començament del segle XV, en el zenit de la seva prosperitat, la dinastia Ming va donar un gir radical a la política econòmica del país, va aïllar-lo de l'exterior i va oprimir, d'aquesta manera, la seva capacitat d'innovació. Quatre segles després, la Xina s'havia quedat enrere i Europa, més oberta, rica i poderosa, iniciava la seva etapa colonialista del país asiàtic.

En temps com els actuals, en què han sorgit veus que clamen a favor d'un major proteccionisme, és més necessari que mai entendre els beneficis i els costos de la globalització.

**Beneficis de la globalització sobre el creixement econòmic**

La literatura econòmica identifica diversos canals a través dels quals el fenomen de la globalització afecta el creixement econòmic i, de retruc, el nostre benestar. El primer canal és conegut com «difusió del coneixement» (*knowledge spillover*, en anglès) i fa referència als beneficis que el coneixement adquirit en un país pugui ser utilitzat en altres països.[1] Els fluxos globalitzadors (com les transaccions comercials o els moviments migratoris) permeten la difusió de noves idees, que, al seu torn, afavoreixen millores de la productivitat als països receptors d'aquests fluxos i també en països tercers i, en conseqüència, millores del benestar global. Una característica que fa que aquest canal sigui especialment rellevant és que el coneixement és un factor de producció que pot ser usat simultàniament per diferents persones en diferents països (en termes econòmics, és un factor no rival).

En segon lloc, tenim l'«efecte escala», derivat de la major dimensió de mercat que representa un món més global. En concret, la globalització concedeix un camp de joc més ampli a les empreses per explotar les seves idees. Així, els beneficis de les vendes a l'exterior s'afegeixen als procedents de les vendes locals. Aquest augment de la dimensió del mercat estimula les empreses perquè creixin i perquè adquireixin més coneixements, la qual cosa augmenta la productivitat del país i, per extensió, el creixement econòmic. Aquest efecte, però, té una contrapartida directa: a nivell local, en aquesta economia més globalitzada, el major benefici que poden obtenir les empreses arran d'una major demanda pot ser contrarestat per la pèrdua de quota de mercat davant la competència de les empreses estrangeres. Això genera l'«efecte competència» de la globalització i, contràriament a l'efecte escala, pot desincentivar l'obtenció de més coneixements per part d'algunes empreses. Això succeeix, per exemple, quan les empreses locals, en perdre quota de mercat i, per tant, en obtenir menys beneficis, tenen menys fons per invertir en R+D. En la mateixa línia, a nivell mundial, una major globalització també pot acabar comportant una major concentració d'empreses i, en conseqüència, taxes d'inversió més baixes.

D'altra banda, un entorn més global augmenta la varietat de productes disponibles per als consumidors, ja que ara tenen accés als productes estrangers, la qual cosa n'incrementa el benestar («guanys de la varietat»). Finalment, els economistes han identificat un últim canal, conegut com a «difusió tecnològica». El vincle que relaciona globalització, tecnologia i creixement s'articula de la següent forma: en una economia globalitzada, les empreses estan obligades a utilitzar una tecnologia igual o superior a la de les seves competidores globals. Així, l'increment de la competència comporta que només les empreses que operen amb un nivell tecnològic punter sobrevisquin; la confluència d'aquests elements fa que els nous entrants del món més global siguin més avançats des del punt de vista tecnològic que els provinents d'un món amb només competència a nivell local, la qual cosa implica un major benestar en un món globalitzat.

Tot i haver identificat els diferents canals que vinculen globalització i creixement econòmic, no podem assegurar que l'impacte de la primera sobre el segon sigui positiu, ja que, malgrat que la majoria d'efectes van en aquesta direcció, l'«efecte competència» va en detriment d'una millora del benestar. Així mateix, la rellevància d'aquesta relació també ha de ser posada a prova: podria succeir que, fins i tot trobant un efecte positiu, fos poc rellevant des del punt de vista econòmic.

Doncs bé, nombrosos estudis empírics que tenen en compte els diferents canals que hem desgranat mostren que l'efecte total sobre el creixement econòmic és positiu i d'una magnitud relativament elevada. En concret, en un estudi de referència, i amb informació de 150 països, Frankel i Romer demostren com els increments en els fluxos comercials de les economies condueixen a augments importants de la renda real per capita d'aquestes economies. En concret, un increment del comerç internacional en percentatge del PIB d'1 p. p. es tradueix en un increment de la renda per capita del 0,9%, impacte que, a Espanya, representaria un augment de 225 euros en el PIB per capita i, a Portugal, un augment de 170 euros.[2] Weinstein i Broda, per la seva banda, iden-

1. Vegeu Grossman, G. M. i Helpman, E. (1990), «Trade, Innovation, and Growth», The American Economic Review, 80, núm. 2, 86-91. I, també, Grossman, G. M. i Helpman, E. (1991), «Trade, Knowledge Spillovers, and Growth», European Economic Review, 35, num. 2-3, 517-526.
2. El comerç internacional s'aproxima amb la ràtio d'importacions més exportacions sobre el PIB. Vegeu Frankel, J. A. i Romer, D. H. (1999), «Does Trade Cause Growth», American Economic Review, 89, núm. 3, 379-399.

tifiquen que la varietat de les importacions dels EUA es va multiplicar per quatre entre el 1972 i el 2001 i que aquesta major varietat va comportar una millora notable en el benestar dels ciutadans nord-americans.[3]

**Els perdedors de la globalització als països avançats**

Malgrat les provades millores sobre el benestar derivades del fenomen de la globalització, pot succeir, i de fet succeeix, que aquest major benestar no es distribueixi de manera equitativa entre tots els individus: alguns no solament no se'n beneficien, sinó que en surten perjudicats. Són els perdedors de la globalització.

Nombrosos estudis han analitzat els efectes nocius d'aquest fenomen. En particular, s'han investigat de manera molt extensa els efectes de la globalització sobre el mercat laboral i, en concret, els efectes adversos que implica sobre alguns grups de treballadors dels països avançats.

En aquest cas, també podem identificar diferents vies d'afectació. La principal sorgeix de l'augment de la competència directa que pateixen certs grups de treballadors (en general, poc qualificats) davant la possibilitat per a les empreses dels països desenvolupats de deslocalitzar una part de la producció als països emergents (amb uns costos laborals molt més baixos). Això pot comportar la reducció de la demanda de treballadors locals i, per tant, del seu salari.

No obstant això, existeix un efecte que exerceix un cert contrapès a aquesta situació desfavorable: l'empresa que es decanta per l'opció de l'*offshoring* (ja sigui per la via de la deslocalització o per la de la contractació externa) podrà disminuir els costos i augmentar, així, la productivitat. Davant aquesta situació, els incentius de l'empresa per expandir-se creixeran, la qual cosa pot incrementar la demanda de treballadors (tant qualificats com no qualificats) al país d'origen i, de retruc, la seva remuneració. Finalment, aquesta disminució de costos de les empreses que opten per l'*offshoring* condueix a una davallada dels preus dels béns i dels serveis finals produïts per aquestes empreses, la qual cosa comporta un augment dels salaris reals de tots els treballadors locals.

Arribats a aquest punt, i per valorar la rellevància d'aquests costos, recorrem de nou a allò que mostren les anàlisis empíriques, entre les quals destaquen les desenvolupades per l'economista del MIT David Autor. En un dels seus articles més notoris, «La síndrome de la Xina», adverteix d'un notable impacte negatiu sobre alguns grups de treballadors nord-americans pel fort augment de les importacions procedents del país asiàtic amb posterioritat a la seva entrada a l'Organització Mundial del Comerç el 2001.[4] Així, els treballadors de regions dels EUA que produïen un elevat percentatge de béns directament exposats a la competència xinesa (com béns electrònics o tèxtils) van patir importants disminucions salarials i un augment de l'atur. A tall d'exemple, l'ocupació manufacturera (en percentatge del total de la població) va disminuir en 5 p. p. entre el 1991 i el 2007, i les seves estimacions indiquen que la major exposició a les importacions xineses va ser responsable de la meitat d'aquest deteriorament. En la mateixa línia, estudis semblants mostren rebaixes salarials reals que arriben al 12% davant una major exposició al comerç internacional als EUA.[5]

Més enllà dels costos en l'àmbit laboral, alguns estudis s'han centrat en les conseqüències negatives sobre la salut dels treballadors. La pèrdua de la feina o la reducció dels salaris poden derivar en situacions de depressió. Així mateix, per als treballadors que no han patit la pèrdua de la feina i que, fins i tot, han pogut mantenir la remuneració intacta, la nova situació de major competència que pateixen les seves empreses pot afectar de manera substancial la seva jornada laboral (tant en termes de tasques com en termes d'horaris) i desembocar en situacions d'estrès laboral.[6]

En definitiva, la globalització és capaç de millorar el benestar del conjunt dels països mitjançant les millores de productivitat, la disminució dels preus i l'augment de la varietat de productes dels quals podem gaudir. No obstant això, genera costos d'ajust importants sobre els treballadors que pateixen més la competència directa dels nous fluxos globalitzadors.

Els seus detractors més acèrrims s'han centrat a remarcar aquests últims costos, mentre que els seus clars defensors a vegades només n'han subratllat els beneficis. Cap d'ells menteix, però tampoc explica tota la veritat. I les veritats parcials no valen davant un fenomen que no ha parat de créixer en les últimes dècades i que ens afecta de manera directa. Conèixer els beneficis i els costos que implica la globalització és essencial per decidir quina globalització volem d'ara endavant.

*Clàudia Canals*
*CaixaBank Research*

3. Vegeu Broda, C. i Weinstein, D. E. (2006), «Globalization and the Gains from Variety», The Quarterly Journal of Economics, 121.2, 541-585.
4. Vegeu Autor, D. H., Dorn, D. i Hanson, G. H. (2013), «The China Syndrome: Local Labor Market Effects of Import Competition in the United States», American Economic Review, 103, núm. 6, 2.121-2.168.
5. Vegeu Ebenstein, A., Harrison, A., McMillan, M. i Phillips, S. (2014), «Estimating the Impact of Trade and Offshoring on American Workers using the Current Population Surveys», The Review of Economics and Statistics, 96(4).
6. Vegeu Italo, C., Crinò, R. i Ogliari, L. (2015), «The Hidden Cost of Globalization: Import Competition and Mental Distress». I, també, Autor *et al.* (2013), referenciat a la nota 4.

# L'escomesa de l'*America first* a la globalització: amenaça o oportunitat?

És força improbable que els noms de Reed Smoot i de Willis C. Hawley siguin familiars al lector contemporani. I, no obstant això, el 1929, la llei que du el seu nom va comportar la introducció massiva, en uns 20.000 productes importats, d'aranzels als EUA. Mentre el món assistia atònit al fet que un *crash* borsari derivés en una caiguda inesperada del ritme d'activitat econòmica, la reacció de la majoria de països a l'aranzel Smoot-Hawley va ser respondre amb les seves pròpies mesures aranzelàries, la qual cosa va propiciar que una recessió que podria haver estat «normal» es convertís en una altra extraordinàriament lesiva. Pocs anys després, la Segona Guerra Mundial donava el cop de gràcia al sistema internacional.

Sobre les seves cendres, i sota el lideratge incontestable dels EUA, es va erigir l'actual arquitectura de governança mundial, coneguda com l'ordre internacional liberal: un conjunt de regles i de valors materialitzats en un seguit d'institucions que tenien com a finalitat última garantir l'estabilitat macroeconòmica a nivell global. Així, després de la Segona Guerra Mundial, es van crear un conjunt d'organismes econòmics i financers (l'FMI; el Banc Mundial; el GATT, antecessor de l'actual Organització Mundial del Comerç, o l'embrió de la futura OCDE), se'n van reconvertir d'altres (el Banc de Pagaments Internacionals) o es van afavorir nous projectes (com la CEE, que donaria lloc a l'actual UE), que van configurar un marc comú de valors compartits. Aquest marc incloïa, per exemple, creences com que la possibilitat d'exportar, d'importar i d'invertir no havia de derivar del poder polític dels països, que el creixement d'altres països no era un joc de suma zero i que els drets de propietat (inclòs el de propietat intel·lectual, condició necessària per a la difusió internacional del coneixement) havien de ser protegits. Materialitzar aquests valors en bones pràctiques implicava, per citar els elements més bàsics, que el sistema proporcionés mecanismes comuns per realitzar les transaccions comercials i financeres internacionals, que existís un sistema de conversió de divises gairebé universal o que es definissin mecanismes per establir, per calcular i per controlar els aranzels i les regles duaneres. Però el sistema també definia òrgans i instàncies on resoldre les diferències entre els socis (en particular, les comercials), establia mecanismes d'harmonització tècnica i oferia esquemes de protecció enfront de certs riscos (naturals, macroeconòmics i financers), des de l'ajuda humanitària d'emergència fins a la provisió extraordinària de liquiditat entre bancs centrals.

Doncs bé, tota aquesta arquitectura institucional és qüestionada. I per qui? Paradoxalment, pel soci fundador, els EUA. Sota el lema d'*America first*, l'actual Administració nord-americana ha iniciat el que sembla ser un profund replantejament de l'ordre liberal mundial: si, fins avui, l'enfocament estratègic internacional dels EUA era multilateral i es basava en el compliment de regles, ara sembla pretendre establir una filosofia bilateral, que analitza cada cas sota una perspectiva cost-benefici (econòmica, però també política).

Repassem el que s'ha posat sobre la taula fins avui, malgrat que aquest és un àmbit en constant evolució i potser, quan el lector llegeixi aquest article, es poden haver anunciat noves mesures. Des de la mateixa arrencada de la nova Administració, els EUA han abandonat l'Acord Transpacífic (TPP, per les sigles en anglès), s'han autoexclòs de l'Acord de París sobre el canvi climàtic, no han renovat la seva participació en el Tractat de no proliferació nuclear amb l'Iran (i han recuperat l'esquema de sancions), han iniciat una ambiciosa (tot i que poc realista) revisió del NAFTA i han qüestionat, si no la OTAN mateixa, sí el seu compromís militar i financer amb l'aliança. A més a més, han qüestionat l'Organització Mundial del Comerç i han abandonat el Consell de Drets Humans de les Nacions Unides.

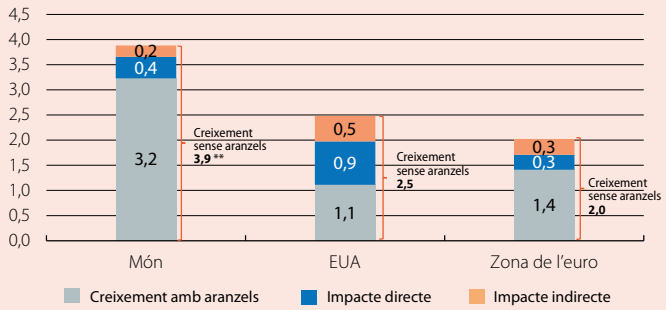
Aquest reguitzell de decisions ha anat acompanyat d'una amenaça progressiva (i, en alguns casos, de l'aplicació efectiva) d'imposar aranzels als béns importats. Al gener del 2018, els EUA van aplicar aranzels a les rentadores i als panells solars importats. Poc després, al març, van anunciar la seva intenció d'aplicar aranzels sobre les compres d'acer i d'alumini i sobre una àmplia varietat de productes xinesos. A més a més, han amenaçat, en diferents moments, amb l'aplicació d'aranzels sobre els automòbils o, fins i tot, sobre la totalitat de les importacions xineses. Si s'arribessin a aplicar aquestes dues mesures (aranzels sobre els automòbils i sobre la totalitat de les importacions xineses), una tessitura que ens sembla poc probable (malgrat que no es pot descartar res amb rotunditat), l'aranzel mitjà dels EUA passaria de l'1,7% al 6,5%, un nivell no vist des del començament dels anys setanta. En l'actualitat, i com a resposta als aranzels efectivament aplicats, els socis comercials dels EUA han començat a moure fitxa i han establert mesures similars: des del començament de juliol, Canadà, Mèxic, la UE i la Xina ja apliquen aranzels sobre algunes de les seves importacions dels EUA, per compensar, ara com ara parcialment, els nous aranzels nord-americans.

Aquestes escaramusses (anomenar-les guerra comercial encara és discutible) podrien mutar en quelcom més seriós i podrien acabar penalitzant el creixement mundial? Els canals pels quals operaria un *shock* d'aquestes característiques són dos, un directe i un indirecte. El directe es materialitzaria mitjançant la reducció dels fluxos comercials, la disrupció de les cadenes globals de subministrament i l'augment dels preus dels béns importats. L'indirecte operaria mitjançant l'empitjorament de la confiança empresarial i del consumidor i l'enduriment de les condicions financeres.

Els exercicis quantitatius duts a terme tendeixen a confirmar que, si el proteccionisme es manté en els nivells actuals, o fins i tot en cotes una mica superiors, el seu impacte sobre el creixement mundial hauria de ser contingut. Però la situació canviaria si el nivell de protecció aranzelària augmenta de forma apreciable (i se situa en la zona alta de les amenaces de l'Administració nord-americana). Així, segons els càlculs de CaixaBank Research, que utilitzen com a punt de partida les estimacions proporcionades pel Banc d'Anglaterra, un increment mutu de 10 p. p. dels aranzels entre els EUA i els seus socis comercials que durés tres anys (2018-2020) reduiria el creixement mundial, en aquest mateix període, del 3,9% de mitjana anual previst al 3,2%. Aquesta reducció, de magnitud relativament elevada, seria deguda, fonamentalment, a aquest efecte directe, l'impacte del qual seria, aproximadament, el doble que el del canal indirecte. Així i tot, cal no perdre de vista que l'impacte indirecte pot adoptar formes diverses, algunes de les quals són potencialment molt lesives per al creixement. Considerant aquest impacte global, els EUA quedarien especialment mal parats en aquest escenari, ja que el seu 2,5% de creixement anual mitjà esperat en l'actualitat per al període 2018-2020 es reduiria a un magre 1,1%. La zona de l'euro, per la seva banda, patiria una mica menys i creixeria l'1,4% en cas d'un *shock* comercial, enfront del 2,0% esperat en l'actualitat.

***Impacte d'un gir proteccionista sobre el creixement anual mitjà del PIB el 2018-2020 ****

*(%)*




***Notes:*** ** L'impacte directe s'obté a partir d'un increment mutu de 10 p. p. en els aranzel entre els EUA i els seus socis comercials durant tres anys. L'impacte indirecte procedeix d'unes condicions financeres més restrictives i d'un augment de la incertesa. S'assumeix que la política monetària global es manté sense canvis en els cinc propers anys. Estimacions basades en les simulacions del Banc d'Anglaterra.*
*** La diferencia entre el total y la suma de los componentes se debe al redondeo del segundo decimal.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Anglaterra i de l'FMI.*

Es tracta, reiterem-ho, d'un escenari advers per a l'economia global. Els nivells d'aranzels resultants de l'esmentat augment de 10 p. p. implicarien una situació que s'acostaria a la de l'inici dels anys cinquanta del segle passat, quan el GATT amb prou feines havia començat les rondes de desarmament aranzelari. Però, fins i tot si la situació no arriba a aquest nivell de gravetat i l'impacte a curt termini acaba sent relativament poc lesiu, això no implica que les conseqüències a mitjà i a llarg termini per a l'arquitectura institucional global no hagin de ser significatives. Una forma d'explorar aquesta *terra incognita* és construir escenaris que integrin algunes de les característiques essencials del sistema internacional, i dels seus actors, que estan en flux en l'actualitat. Ens endinsem en el futur, apropiant-nos, com a petita llicència, del lema de l'Administració nord-americana, i oferim tres visions del que podria succeir.

***Globalization first***. Imaginem-nos que es llegeixen de forma correcta els riscos que comporta la situació actual i s'hi reacciona de manera adequada. Ara moguem-nos una dècada endavant, què veuríem? Una possibilitat és que ens estiguéssim endinsant de forma decidida en allò que els historiadors del futur anomenarien la tercera onada de la globalització (després de la primera, que va sucumbir en la dècada de 1930, i de la que, hipotèticament, es va tancar amb l'*America first*). La renovació de la globalització hauria derivat de canvis profunds en el funcionament institucional, que donarien més veu als nous poders globals (la Xina, però també altres poders mitjans, com Rússia, l'Índia i el Brasil) i que haurien obert l'agenda a nous àmbits de globalització, amb el desenvolupament de l'àmbit agrari (demanda llargament desatesa de l'Àfrica i d'altres regions exportadores), amb un reajustament de la dimensió de la globalització financera (que millora la coordinació internacional) i amb una intensificació del comerç de serveis (reclamat pels països avançats). La reforma institucional també hauria de permetre recuperar el seu paper de fòrum de resolució de competències i aplicar de forma efectiva la defensa de la propietat intel·lectual. Aquesta globalització potenciada també hauria reforçat la seva sostenibilitat mitjançant l'acomodament dels focus d'inestabilitat d'anys anteriors, gràcies a fórmules creatives de compensació dels que es percebien com a «perdedors» de la globalització, bé fossin ciutadans o països. Tot plegat hauria de permetre que l'agenda populista perdés força. L'ordre mundial, en aquest escenari, continuaria sota el lideratge polític i econòmic dels EUA, però la unipolaritat posterior a la Caiguda del Mur quedaria molt lluny.

***America first, America out***. Aquí ens anem allunyant d'escenaris *win-win*, en els quals tots guanyen. Un possible relat seria com segueix. Fruit de l'*America first* i de l'estratègia que més amunt hem anomenat bilateralisme cost-benefici, els EUA hauran anat intensificant el gir aïllacionista, una temptació permanent en la política exterior nord-americana des del segle XIX. Però la resta del món no avançaria per la mateixa via: quan els països es relacionessin amb els EUA, no tindrien més remei que entrar en la lògica bilateral, però, per a la resta de casos, continuaria operant la globalització, les arrels econòmiques de la qual continuarien sent profundes. En el seu estadi final, aquest escenari implica que, a una escala menor, operaria una versió modificada de la globalització actual. Perquè aquesta sigui un èxit, els problemes esmentats més amunt (institucionals i redistributius, en essència) haurien de ser solucionats, probablement amb solucions que remeten al primer escenari presentat. Atès que l'aïllacionisme dels EUA implicaria una més que probable disminució de la prosperitat i, per extensió, del pes econòmic del país nord-americà, sota aquest escenari el sistema bascularia cap a una multipolaritat més intensa, amb una multiplicitat d'actors, amb la Xina possiblement al capdavant, secundada probablement per la UE com a defensora de la nova globalització i per una miríada de poders mitjans. La principal complexitat d'aquest escenari és la transició de l'actual situació cap al nou equilibri; al capdavall, en matèria de relacions internacionals, la història ens recorda que voler i poder no són en absolut el mateix. En la dècada de 1930, l'únic país amb capacitat d'exercir un lideratge estabilitzador era, precisament, el que no desitjava fer-ho, mentre que el que ho va intentar no tenia capacitat efectiva per fer-ho (el lector haurà endevinat que parlem dels EUA i del Regne Unit, respectivament). Les dificultats de la transició es veurien agreujades per la necessitat d'escometre un canvi profund del funcionament econòmic de la globalització actual, des de la reconfiguració de les cadenes globals de producció a una escala diferent fins a la capacitat de suplir el paper fonamental dels EUA en matèria de globalització financera.

***America first, Europe first, China first***. En aquesta hipòtesi, l'element central és la fragmentació efectiva del funcionament econòmic i polític mundial. Per proporcionar una imatge que condensi l'essència de l'escenari, podem pensar en una globalització mercantilista, en què cada centre (els EUA, Europa i la Xina) s'integraria amb el seu *hinterland* natural, acompanyat de certs campions regionals, com podrien ser el Brasil o l'Índia. Malgrat que pugui semblar una opció subòptima però no desastrosa, la veritat és que implicaria una economia clarament menys eficient, amb una escala més petita i amb un procés de transició fins i tot més complex que el de l'escenari anterior. A més a més, com va succeir amb el mercantilisme històric dels segles XVII i XVIII, seria un sistema poc estable i tendent a la confrontació entre blocs.

Aquests escenaris llunyans poc plausibles sonen, potser, massa dramàtics? Per descomptat, així ha de ser. Tots nosaltres som fills d'una llarga etapa de prosperitat i de pau, i pensar en el sacrifici d'un dels instruments clau d'aquest resultat, l'ordre institucional liberal, ens sembla incomprensible. Pel bé comú cal confiar que les amenaces que ara planen sobre la globalització es converteixin en un procés constructiu que acabi conduint a una versió potenciada i sostenible de si mateixa. No en va, i en això el consens dels economistes és gairebé unànime, el lliure comerç és l'instrument de creació de prosperitat global més poderós que existeix. La seva defensa, que no implica santificar-lo, sinó extreure'n tot el potencial, requereix la reforma del sistema institucional que li dóna cobertura i la millora dels equilibris entre els guanyadors i els perdedors de la globalització, fins i tot si això comporta donar satisfacció mínima a demandes no sempre ben formulades. Però reformar l'edifici és molt diferent de demolir-lo, com ho recorda la infausta història de la Gran Depressió. El 1930, eren conscients que l'aranzel Smoot-Hawley torpedinava la prosperitat futura: al maig d'aquell any, 1.028 economistes nord-americans van signar una declaració demanant-ne el veto. No va servir de res. Repetir el passat és trist, però, quan es tracta de reincidir en errors greus com els esmentats, és imperdonable. No hauria de succeir.

*Àlex Ruiz*
*CaixaBank Research*

# Els reptes de la globalització financera

Des dels anys vuitanta, el món ha estat testimoni d'un procés de globalització financera sense precedents, com ho il·lustra, per exemple, l'important augment dels fluxos de capital que s'ha produït tant als països avançats com als emergents. En els últims anys, a més a més, paral·lelament a l'acceleració dels fluxos financers, s'ha produït un seguit de canvis notables que obliguen a pensar quins són els reptes que aquesta nova etapa de globalització financera comporta. Per ordenar una qüestió àmplia i complexa, en el present article es presenten, en primer lloc, aquests canvis, per després proporcionar una visió de conjunt de les conseqüències econòmiques i financeres que poden comportar.

Un punt de partida natural és plantejar-se quins són els beneficis que comporta una major integració financera global. En general, la globalització financera aporta importants beneficis a l'activitat econòmica.[1] En concret, l'obertura financera, a més de donar suport al comerç internacional, propicia que l'assignació global del capital sigui més eficient i proporciona oportunitats per diversificar els riscos i obtenir retorns més elevats.[2] L'augment del comerç internacional dels últims anys, per tant, ha continuat afavorint que la globalització financera també prosseguís. Malgrat tot, això ha anat acompanyat d'un canvi molt notable, que l'ha impulsat encara més: la interconnexió creixent de la política monetària a nivell mundial, que ha atorgat un protagonisme renovat a les entitats financeres globals. Tot plegat introdueix complexitat en la forma com opera la globalització financera.

Així, i pel que fa al primer d'aquests desenvolupaments, es constata que, arran dels canvis que ha experimentat la política monetària en el context de la resposta dels països avançats a la Gran Recessió (amb l'extensió de l'expansió monetària a cotes amb escassos precedents històrics), els *spillovers* entre els bancs centrals principals i els de la perifèria s'han incrementat.[3] Una de les conseqüències d'aquesta dinàmica és que limita la capacitat de les autoritats monetàries de les economies més petites a l'hora de dur a terme una política monetària coherent amb les necessitats domèstiques. D'aquesta manera, quan les condicions financeres globals es tornen més acomodatícies, per exemple després d'una reducció del tipus d'interès per part de la Fed dels EUA, se solen produir fortes entrades de capital en les economies amb una política monetària més restrictiva. Aquestes entrades de capital poden acabar relaxant les condicions financeres del país més enllà del desitjable, poden sobreescalfar l'economia i poden generar desequilibris macrofinancers.

El temor, expressat en nombroses ocasions pel Banc de Pagaments Internacionals (BPI), és que aquest mecanisme de transmissió sigui especialment rellevant en la conjuntura actual, atès que les mesures de política monetària no convencionals dutes a terme pels bancs centrals de les principals economies avançades des de la crisi financera han generat una abundància important de liquiditat a nivell global, la qual s'ha dirigit cap a altres economies a la recerca de retorns més elevats. Ara que el to de la política monetària dels principals bancs centrals comença a canviar, amb el procés de normalització monetària en marxa als EUA i a Europa, algunes economies emergents es podrien veure en un compromís si aquest procés no es du a terme de forma molt gradual.[4]

El major protagonisme de les entitats financeres globals és el segon dels desenvolupaments destacats de l'actual etapa de globalització financera. Aquestes institucions financeres globals operen en molts països del món mitjançant sucursals i filials i, a través d'aquesta presència internacional, poden obtenir recursos als principals centres financers mundials amb unes condicions creditícies més favorables –ja que poden aconseguir finançament directament del banc central i emetre instruments financers a inversors privats a un cost més baix– i distribuir aquests recursos en altres economies o oferir liquiditat a altres bancs mitjançant el mercat interbancari. Així, la política monetària duta a terme pels principals bancs centrals incideix sobre l'oferta de crèdit, i, ja que aquestes institucions realitzen, en ocasions, una presa de risc global, tot plegat propicia que les condicions financeres de les principals economies avançades es transmetin a la resta de països.

Les conseqüències d'aquests canvis institucionals són múltiples, però les dues principals fan referència al major grau de sincronització dels moviments de capitals i a l'expansió de l'ús de «monedes fortes». Pel que fa a la primera conseqüència, deriva directament del canvi de la política monetària i de la major importància dels *spillovers* globals. Així, en els últims anys, ha augmentat la importància del que s'anomena, en la literatura, el cicle financer global. Malgrat que l'estimació empírica de l'abast del fenomen no és senzilla, hi ha evidència que el factor comú, o global, que determina l'evolució dels fluxos globals de capitals és important i que també afecta aspectes com la dinàmica dels retorns d'actius de risc globals.[5]

1. Banc de Pagaments Internacionals (2017), «Understanding Globalization», 87th Annual Report.
2. El desenvolupament de la globalització també és degut a altres motius: en especial, els canvis polítics que la permeten (per la via dels canvis normatius i de regulació) i la tecnologia que proporciona la base instrumental per moure els capitals de forma ràpida i a baix cost.
3. Sobre la qüestió, vegeu el Dossier «La globalització de la política monetària», a l'IM09/2016.
4. Vegeu el Focus «Creixement als emergents i condicions financeres globals: una relació compromesa», a l'IM05/2018.
5. Sobre aquest tema, vegeu, per exemple, Miranda-Agrippino, S. i Rey, H. (2015). «US Monetary Policy and the Global Financial Cycle», NBER Working Paper, 21.722, i Cerutti, E., Claessens, S. i Rose, A. (2017), «How important is the Global Financial Cycle? Evidence from capital flows», BIS Working Paper, 661.

La segona conseqüència és el canvi en l'ús de divises globals –en particular, el dòlar nord-americà–[6] com a mitjà de pagament a tot del món i com a font de finançament. Es tracta, en gran part, del resultat dels incentius que ofereix per als prestataris l'accés a finançament internacional abundant i en condicions financeres atractives (en particular, un tipus d'interès baix). Aquesta dinàmica propicia que les «monedes fortes» juguin un paper central en la determinació de les condicions financeres d'altres països. I, ja que les autoritats monetàries, incloses les que emeten aquestes monedes, tendeixen a centrar-se en les condicions domèstiques a l'hora d'implementar les seves polítiques, poden acabar afavorint un augment dels desequilibris macrofinancers més enllà de les fronteres del seu país si els cicles econòmics entre unes economies i les altres no coincideixen.

Així, quan en un país es produeixen forts augments de deute mitjançant finançament en moneda estrangera forta –amb unes condicions financeres més favorables–, la veritat és que aquesta pràctica empeny el prestatari a assumir un risc de tipus de canvi del que difícilment es pot cobrir. De fet, en els últims anys, en un context de polítiques monetàries ultraacomodatícies als països avançats, sembla que aquesta exposició ha augmentat de forma considerable. En concret, el crèdit denominat en dòlars del sector no financer als mercats emergents s'ha duplicat amb prou feines en vuit anys.[7] Així mateix, segons dades del BPI, el crèdit denominat en euros a no residents ha augmentat el 34% en els quatre últims anys, fins als 3,1 bilions d'euros. No és estrany, per tant, que, ara que els principals bancs centrals han començat a canviar el to de la política monetària i que les divises emergents s'han depreciat de forma notable, el risc de tipus de canvi sigui un dels principals riscos als quals s'enfronten molts països emergents.

Atesos els canvis institucionals, i les seves potencials conseqüències, sembla clar que, per poder aprofitar els beneficis de la globalització financera, és important comptar amb les eines necessàries que permetin mitigar els riscos que hem anat desgranant. Per aquest motiu, és imprescindible la implementació de polítiques domèstiques que millorin la capacitat d'absorbir els *shocks* de l'economia, que la facin menys susceptible a factors globals i que evitin l'acumulació de desequilibris macrofinancers.

Entre aquestes polítiques, destaquen les prudencials,[8] que poden ajudar a salvaguardar l'estabilitat financera, ja que incrementen la fortalesa del sector financer i redueixen la prociclicitat dels fluxos de crèdit.

També és essencial una cooperació internacional efectiva que complementi les polítiques domèstiques i que ajudi a gestionar els riscos associats a una major interconnexió financera a nivell global. Per aquest motiu, és necessari consolidar un marc regulador i de supervisió macrofinancera global que contribueixi a la prevenció de futures crisis. Així mateix, és cada vegada més necessari millorar la coordinació internacional de la política econòmica i, en especial, de la monetària.

Des de la crisi financera del 2008, s'han fet esforços considerables en les dues direccions. En particular, per exemple, s'han introduït reformes reguladores centrades en l'augment de la resiliència dels bancs que operen a nivell internacional, i que són una peça clau de la intermediació financera global.[9] També s'ha intentat millorar la cooperació de la política macroeconòmica i financera a nivell global en resposta a la crisi financera.[10]

De tota manera, hi ha un ampli recorregut per continuar avançant en la discussió i en l'avaluació dels efectes de les polítiques monetàries i macrofinanceres dels principals centres financers mundials en altres països. Això es podria fer mitjançant una institució com l'FMI o el BPI, que podria facilitar una major coordinació entre els principals bancs centrals.

En definitiva, la globalització financera s'ha convertit en un pilar important en el desenvolupament de l'economia global, però ha de tenir el suport d'un marc regulador i d'unes polítiques que ajudin a contenir els riscos inherents a aquesta major interconnexió.

*Roser Ferrer*
*CaixaBank Research*

6. De fet, segons les dades del Banc de Pagaments Internacionals, el dòlar s'utilitza per denominar gairebé la meitat de les reclamacions bancàries transfrontereres i figura en el 90% de les transaccions en divisa estrangera.
7. En concret, el crèdit total (préstecs i títols de deute) denominat en dòlars al sector no financer en mercats emergents va assolir els 3,68 bilions de dòlars (3,68 trilions nord-americans) en el 1T 2018, enfront dels 1,82 bilions del començament del 2010. Dades del Banc de Pagaments Internacionals, *global liquidity indicators*.
8. Les polítiques prudencials engloben les mesures que promouen les bones pràctiques i propicien que els agents actuïn amb precaució davant els riscos potencials. Alguns exemples són la imposició de requisits de capital addicionals a les entitats financeres davant els *shocks* o les restriccions en les activitats de les entitats financeres.
9. Per exemple, s'han introduït estàndards més estrictes de capital bancari i de liquiditat, tests d'estrès regulars i una major supervisió bancària externa.
10. En particular, els països del G-20 van coordinar la resposta a la crisi mitjançant el Financial Stability Board i l'FMI va reforçar els mecanismes de supervisió multilateral.

# 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:

### 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

### El preu del petroli: buscant l'equilibri

- Quins factors expliquen l'encariment del petroli?
- Producció de *shale*: el final de l'edat d'or?

### Política, economia i finances a la Xina: un trinomi inseparable

- Les polítiques econòmiques de la Xina: enduriment *ma non troppo*
- El creixement econòmic de la Xina sota la lupa: passat, present i futur

### La inflació que no va ser: factors que expliquen l'aplanament de la corba de Phillips

- La importància de les pressions salarials en la determinació dels preus
- La inflació s'anirà recuperant a la zona de l'euro

CaixaBank Research

ELEMENTAL CHLORINE FREE GUARANTEED

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