IM10

INFORME MENSUAL

NÚMERO 427 | OCTUBRE 2018

ENTORN ECONÒMIC I FINANCER

MERCATS FINANCERS
Turbulències financeres a les economies emergents: avantsala d'alguna cosa més?

ECONOMIA INTERNACIONAL
Crisi financera turca: en temps de descompte

ECONOMIA ESPANYOLA
Fins a quin punt ens ha de preocupar la desacceleració de l'economia espanyola?

ECONOMIA PORTUGUESA
Recuperació de l'ocupació i creixement de l'economia portuguesa

DOSSIER: 10 ANYS DES DE LEHMAN BROTHERS: LLIÇONS D'UNA CRISI

El paper dels desequilibris globals 10 anys després

De la Gran Recessió a l'actualitat: els errors de la política monetària i fiscal

Una regulació més adequada a la naturalesa del sector bancari

Sobre música, riscos i palanquejament 10 anys després de Lehman

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Octubre 2018

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

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

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

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

ÍNDEX

1 EDITORIAL

3 RESUM EXECUTIU

4 PREVISIONS

7 MERCATS FINANCERS

9 *Turbulències financeres a les economies emergents: avantsala d'alguna cosa més?*

14 ECONOMIA INTERNACIONAL

17 *Crisi financera turca: en temps de descompte*

21 ECONOMIA ESPANYOLA

23 *Fins a quin punt ens ha de preocupar la desacceleració de l'economia espanyola?*

27 ECONOMIA PORTUGUESA

29 *Recuperació de l'ocupació i creixement de l'economia portuguesa*

32 DOSSIER: 10 ANYS DES DE LEHMAN BROTHERS: LLIÇONS D'UNA CRISI

32 *El paper dels desequilibris globals 10 anys després*
Clàudia Canals

34 *De la Gran Recessió a l'actualitat: els errors de la política monetària i fiscal*
Ricard Murillo Gili

36 *Una regulació més adequada a la naturalesa del sector bancari*
Gerard Arqué

38 *Sobre música, riscos i palanquejament 10 anys després de Lehman*
Adrià Morron Salmeron

La propera gran crisi

El desè aniversari de la fallida de Lehman Brothers, la fita que va marcar en l'imaginari col·lectiu el començament de la major crisi financera mundial des del 1929, ha servit per repassar les causes de la crisi i els remeis que s'han implementat per tractar d'evitar-ne la repetició.

Pel que fa a les causes, hi ha un ampli consens sobre el fet que diversos factors van jugar un paper rellevant. Entre ells, una política monetària massa laxa, que va alimentar la bombolla immobiliària dels EUA; la poca capacitat de la banca per absorbir les pèrdues (falta de capital); un excés d'endeutament a curt termini; problemes de governança corporativa; errors de supervisió bancària, i la creació de productes financers altament complexos que en camuflaven el risc real.

Quant als remeis, també hi ha un ampli acord sobre el fet que s'ha avançat molt en la correcció de les deficiències identificades. En particular, els bancs han de satisfer més requisits de capital, de liquiditat i de transparència, i s'ha reforçat el paper dels òrgans d'administració i dels supervisors. També s'han introduït noves exigències (plans de resolució) que han de facilitar la reestructuració de bancs amb problemes i de minimitzar els riscos per al conjunt del sistema. Alguns encara pensen que no s'ha fet prou, però, potser, obvien que aspirar a un risc zero representaria un cost enorme (els requisits de capital o el cost de complir la regulació encareixen la intermediació financera). És necessari trobar un equilibri. Per jutjar si ho hem aconseguit, cal donar una certa estabilitat al nou marc regulador i esperar un temps per analitzar-ne el funcionament.

En qualsevol cas, la propera gran crisi –que esperem que trigui molt a arribar– serà segurament diferent de l'anterior. De fet, la crisi del deute sobirà europeu, que no va ser tan greu com la Gran Recessió del 2009 però va provocar la recaiguda de la zona de l'euro, va tenir causes ben diferents: unes polítiques fiscals excessivament laxes (en particular, a Grècia), les divergències de competitivitat entre països o les deficiències institucionals de la zona de l'euro. Europa també ha introduït grans reformes perquè no es repeteixi una crisi igual, però encara cal treballar força per acabar d'apuntalar la Unió Econòmica i Monetària (entre altres fronts, falta completar la Unió Bancària i crear una capacitat fiscal a nivell europeu).

Mirant al futur, què podria originar la propera gran crisi? Al radar destaquen dos focus de risc, tot i que la probabilitat que es materialitzin és baixa.

La Xina és un sospitós habitual pel seu deute elevat, que gairebé s'ha duplicat en els 10 últims anys i se situa ja per damunt dels nivells del dels EUA abans de la crisi del 2008. Atesos el seu pes en l'economia mundial i les seves àmplies connexions comercials i financeres amb la resta del món, una crisi a la Xina es faria sentir al conjunt de l'economia global. Les bones notícies són que les autoritats xineses tenen molt clars els riscos i han començat a adoptar mesures per reduir els nivells de deute.

L'altre candidat és l'auge del populisme i les seves conseqüències. Un exemple d'això el tenim ben a prop: Itàlia, on un deute públic enorme, un creixement econòmic anèmic i un Govern populista conformen una terna d'alt risc que pot alimentar els dubtes sobre la continuïtat del país a la zona de l'euro. La bona notícia és que la majoria de la població desitja mantenir l'euro. El que cal veure és si aquest desig és compatible amb la combinació anterior o es demostra imprescindible canviar algun element de la terna.

Enric Fernández
Economista en cap
30 de setembre de 2018

Cronologia

SETEMBRE 2018

24 Els EUA fan efectiva una nova pujada aranzelària sobre 200.000 milions de dòlars d'importacions xineses. La Xina aplica una nova pujada aranzelària sobre 60.000 milions de dòlars d'importacions nord-americanes.
26 La Fed augmenta el tipus oficial en 25 p. b. i el situa en l'interval 2,00%-2,25%.
30 Canadà s'incorpora a l'acord comercial preliminar entre els EUA i Mèxic per reemplaçar el Tractat de Lliure Comerç de l'Amèrica del Nord (NAFTA).

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.

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.

Agenda

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).

NOVEMBRE 2018

5 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (octubre).
7 Portugal: ocupació (3T).
7-8 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
13 Portugal: IPC (octubre).
14 Espanya: IPC (octubre).
Portugal: avanç del PIB (3T).
Japó: PIB (3T)
19 Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (setembre).
22 Portugal: crèdits i dipòsits (setembre).
27 Espanya: execució pressupostària de l'Estat (octubre).
Portugal: execució pressupostària de l'Estat (octubre).
29 Espanya: avanç de l'IPC (novembre).
Portugal: ocupació i atur (octubre).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (novembre).

Sobrietat a la tornada de l'estiu

L'economia mundial opera en un entorn de riscos a la baixa. Els indicadors econòmics dels últims mesos reflecteixen una lleugera desacceleració del creixement global i, en particular, del bloc de països emergents, que pateix l'enduriment gradual de les condicions financeres globals i el clima de major incertesa política i econòmica (intensificat, en l'últim mes, per la imposició de nous aranzels entre els EUA i la Xina). Economies que ja fa temps que figuraven en la llista de fràgils, com Turquia i l'Argentina, comencen a encarar un procés d'ajust per corregir els elevats desequilibris acumulats en els últims anys. En un segon pla queda un grup més ampli de països (entre els quals trobem Malàisia, el Brasil, Rússia o l'Índia), els quals, en principi, gràcies a uns fonaments macroeconòmics generalment sòlids, haurien de poder capejar el canvi d'entorn. No obstant això, tenen fonts de feblesa idiosincràtiques (en uns casos, la sostenibilitat de les finances públiques; en uns altres, la dependència del finançament exterior o la sensibilitat a les condicions financeres globals, etc.), que els situen en el focus d'atenció dels inversors. A més a més, a tot plegat cal afegir el paper central d'una economia xinesa que, com ho corroboren els indicadors més recents, es continua desaccelerant. En aquest context, al setembre, els actius financers de les economies emergents van començar el mes arrossegant el to erràtic de l'agost, durant el qual havien patit turbulències significatives, tot i que van recuperar una mica de terreny amb el pas de les setmanes.

La Fed i el BCE reforcen els respectius fulls de ruta. L'enduriment de la política monetària de la Reserva Federal dels EUA (Fed) és una de les principals forces motores del tensionament de les condicions financeres globals. En efecte, als EUA, els indicadors dibuixen una economia en plena ocupació (amb una taxa d'atur en un baix 3,9%), amb un creixement dinàmic i amb tendències inflacionistes fermes i coherents amb l'objectiu de la Fed. Així, al setembre, la Fed va dur a terme la tercera pujada de tipus de l'any (en 25 p. b., fins a l'interval 2,00%-2,25%) i va reafirmar la seva intenció de mantenir una via d'increments graduals dels tipus d'interès de referència en els propers trimestres. Per la seva banda, a la zona de l'euro, el Banc Central Europeu (BCE) va fer una lectura positiva de l'escenari macroeconòmic en la reunió del setembre i va reiterar la intenció de mantenir la retirada suau de l'estímul monetari (final de les compres netes d'actius al desembre del 2018 i sense canvis en els tipus d'interès de referència fins després de l'estiu del 2019). De fet, l'alentiment del creixement de la zona de l'euro des de l'inici d'enguany és degut, en gran part, a un menor dinamisme de la demanda exterior, mentre que el consum i la inversió mantenen un bon to. Així, és probable que, en els propers trimestres, l'expansió econòmica de la zona de l'euro prossegueixi a un ritme una mica inferior al de l'any passat i pateixi un entorn exterior menys favorable, però amb el suport encara de la demanda domèstica i amb ritmes més coherents amb la mitjana històrica.

Desacceleració suau del creixement a Espanya. L'economia espanyola modera el ritme de creixement de manera gradual, en una dinàmica esperada i que reflecteix l'esvaïment dels factors que han estimulat de forma temporal l'economia en els últims anys (com els baixos preus del petroli, uns tipus d'interès en mínims històrics o la depreciació de l'euro). Això queda ben reflectit en la revisió de la sèrie històrica del PIB que realitza l'INE cada any, on s'observa que el creixement va ser del 3,6% el 2015 (una mica superior a l'estimat inicialment) i que es va desaccelerar fins al 3,2% el 2016 i el 3,0% el 2017 (en els dos casos 1 dècima per sota del publicat prèviament). De tota manera, aquesta tendència no entela el bon funcionament que continua exhibint l'economia, que queda ben reflectit en les últimes dades del mercat laboral, on la creació d'ocupació manté un ritme vigorós (el 2,9% interanual a l'agost i al setembre). Així, en els propers trimestres, esperem que prossegueixi la desacceleració suau del creixement, gràcies, sobretot, a la desacceleració del sector exterior (llastat pel menor vigor de la zona de l'euro i per la fortalesa de les importacions). Pel que fa a la demanda interna, tot i que esperem que perdi una mica de força, tot fa pensar que continuarà registrant un ritme d'avanç robust.

Aires de moderació a Portugal. L'economia continua creixent a bon ritme (el 0,6% intertrimestral i el 2,4% interanual en el 2T, en els dos casos 1 dècima per damunt de les estimacions inicials), amb una forta contribució del consum privat i del sector exportador. No obstant això, a l'economia lusitana, els indicadors també envien senyals d'un creixement més suau en els propers trimestres, en una dinàmica que, igual que en el cas espanyol, reflectirà la pèrdua d'impuls dels factors que han beneficiat de forma temporal l'economia en els últims anys (com en el cas d'Espanya, els baixos preus del petroli, uns tipus d'interès en mínims històrics i la depreciació de l'euro).

Mitjana de l'últim mes del període, llevat que s'indiqui el contrari

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	3,20	3,15
Deute públic 10 anys	4,70	2,70	2,49	2,41	3,10	3,50	3,40
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 (dòlars per euro)	1,13	1,33	1,05	1,18	1,19	1,23	1,24
EUR/JPY (iens per euro)	129,50	127,13	122,41	133,70	132,09	129,15	131,44
USD/JPY (iens per dòlar)	115,34	96,09	116,06	113,02	111,00	105,00	106,00
EUR/GBP (lliures per euro)	0,66	0,83	0,85	0,88	0,89	0,87	0,86
USD/GBP (lliures per dòlar)	0,59	0,62	0,80	0,75	0,75	0,71	0,69
PETROLI							
Brent ($/barril)	42,32	90,70	54,92	64,09	73,00	69,00	66,00
Brent (euros/barril)	36,35	67,78	52,10	54,17	61,34	56,10	53,23

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	1,9	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	1,9	2,8	2,1	1,9	1,9
Espanya	3,8	–0,4	3,2	3,0	2,5	2,1	2,0
Japó	1,5	0,3	1,0	1,7	1,1	1,2	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***	***4,9***	***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	1,2	–0,2	1,5	1,8	2,1	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***	***2,2***	***2,1***	***1,9***
Estats Units	2,8	1,7	1,3	2,1	2,5	2,1	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	0,8	0,8	1,2
Regne Unit	1,9	2,6	0,7	2,7	2,6	2,2	2,0
Països emergents	***6,7***	***6,0***	***4,3***	***4,0***	***4,2***	***4,3***	***4,0***
Xina	1,7	2,7	2,0	1,6	2,0	2,4	2,4
Índia	4,5	9,0	4,9	3,3	4,3	4,3	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	2,8	2,5	2,4	2,2	2,2
Consum de les AP	5,0	0,8	1,0	1,9	1,8	0,9	0,8
Formació bruta de capital fix	6,0	–4,1	2,9	4,8	6,0	3,8	2,8
Béns d'equipament	5,4	–0,2	5,2	5,7	7,0	4,4	2,8
Construcció	6,2	–7,0	1,1	4,6	6,2	3,5	2,9
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,6	–1,6	2,4	2,9	3,0	2,2	2,0
Exportació de béns i serveis	4,8	2,4	5,2	5,2	2,9	3,7	3,9
Importació de béns i serveis	7,1	–1,5	2,9	5,6	4,8	4,2	4,1
Producte interior brut	**3,8**	**–0,4**	**3,2**	**3,0**	**2,5**	**2,1**	**2,0**
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	1,1	1,1	1,1
Cap. o nec. financ. resta món (acum., % PIB) [1]	–5,3	–1,7	2,2	2,1	1,3	1,3	1,3
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	2,4	2,3	2,3	2,0	1,8
Consum de les AP	2,3	–0,8	0,8	0,2	0,8	0,6	0,2
Formació bruta de capital fix	–0,3	–4,2	2,4	9,2	4,2	4,7	4,5
Béns d'equipament	1,3	–1,0	7,6	13,7	6,6	6,5	5,5
Construcció	–1,6	–7,0	–1,3	8,3	4,6	6,2	5,5
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,5	–1,4	2,1	3,1	2,4	2,2	2,1
Exportació de béns i serveis	5,2	3,4	4,4	7,8	6,8	5,2	4,3
Importació de béns i serveis	3,6	1,2	4,7	8,1	7,1	6,0	4,5
Producte interior brut	**1,5**	**–0,6**	**1,9**	**2,8**	**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	–4,9	0,6	0,5	0,2	0,2	0,2
Cap. o nec. financ. resta món (acum., % PIB) [1]	–7,9	–3,4	1,6	1,4	1,1	1,0	0,9
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.*

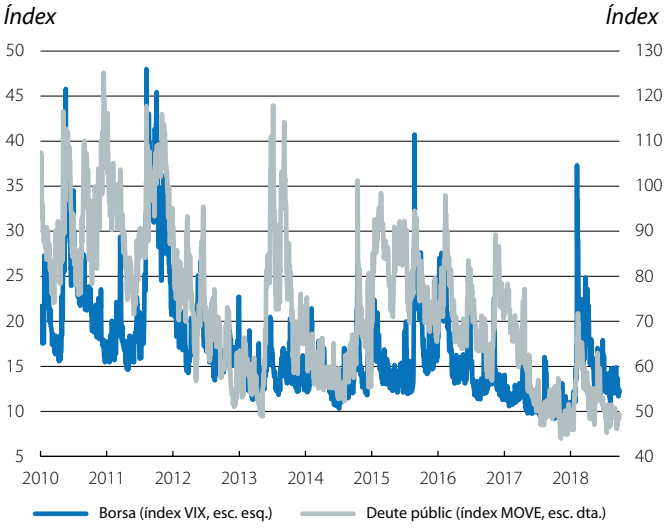
Previsions

La inconstància preval als mercats financers

La dinàmica erràtica de l'estiu perdura en els primers compassos del mes. Després d'un estiu marcat per les turbulències financeres a les economies emergents, els mercats financers en aquests països i a Europa van mantenir el to erràtic de l'agost, tot i que, a mesura que avançaven les setmanes, van aconseguir recuperar una part del terreny perdut. Per la seva banda, els índexs borsaris nord-americans van continuar batent rècords i assolint màxims històrics, malgrat que alguns indicadors qüestionen la sostenibilitat d'aquestes altes valoracions. El mes va estar marcat, també, per les reunions dels bancs centrals a la zona de l'euro i als EUA. Les dues entitats van mantenir les perspectives positives sobre l'escenari macroeconòmic de les respectives regions i van reiterar les estratègies de política monetària anunciades en reunions anteriors: pujada de tipus gradual als EUA i retirada gradual dels estímuls monetaris a la zona de l'euro. Així, en els propers trimestres, l'entorn financer continuarà marcat per un enduriment gradual de les condicions financeres globals, un factor de fons que, juntament amb la incertesa sobre l'abast de la desacceleració de l'economia xinesa i amb els temors a un repunt del proteccionisme a nivell global, erosiona el funcionament de les cotitzacions financeres, en especial a les economies emergents.

Els principals bancs centrals mantenen les sendes marcades. A la zona de l'euro, el Banc Central Europeu (BCE) va mantenir una visió positiva de l'escenari macroeconòmic en la reunió del 13 de setembre, quan va reiterar la intenció de mantenir el full de ruta anunciat al juny (reducció de les compres netes d'actius a 15.000 milions d'euros mensuals a partir d'aquest octubre, finalització de les compres al desembre i sense canvis en els tipus de referència, com a mínim, fins després de l'estiu). Per la seva banda, en la reunió celebrada el 25 i el 26 de setembre, la Reserva Federal dels EUA (Fed) va apujar els tipus d'interès per tercera vegada des de l'inici d'enguany (en 25 p. b., fins a l'interval 2,00%-2,25%) en una decisió anticipada pels inversors i pels analistes i basada en el dinamisme de l'economia que reflecteixen les dades d'activitat, del mercat laboral i de la inflació nord-americanes. En les setmanes prèvies a la reunió, diferents membres de la Fed van endurir el to dels discursos i van apuntar a un ritme ferm de pujades de tipus, la qual cosa va provocar una revisió a l'alça de les expectatives dels inversors, que ara descompten dues pujades de tipus el 2019 (opció coherent amb el nostre escenari). Aquest moviment es va transmetre als tipus d'interès sobirans, i el tipus a 10 anys va augmentar més de 20 p. b., fins a situar-se per damunt del 3%. En aquesta mateixa línia, el tipus sobre el *bund* alemany va repuntar i va superar el 0,5% (nivell no assolit des del maig), mentre que, pel que fa a la perifèria europea, la prima de risc italiana va aconseguir baixar més de 60 p. b. des dels alts nivells assolits a l'agost. No obstant això, al final del mes, la prima de risc transalpina va repuntar més de 35 p. b. després de la publicació de notícies que apuntaven al fet que el Govern italià fixarà un objectiu de

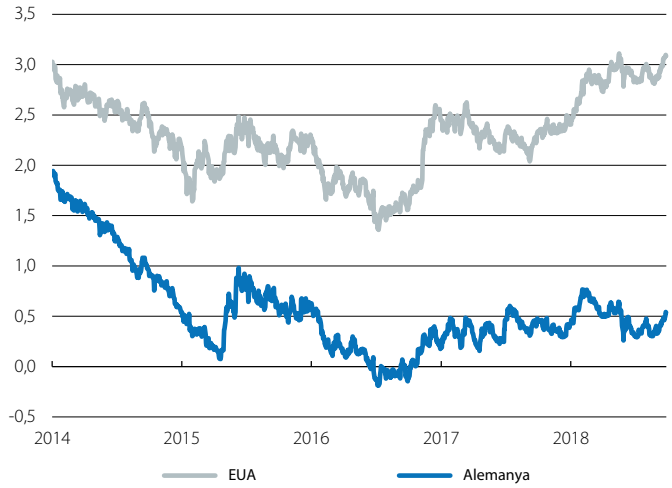
Volatilitat implícita als mercats financers



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

Rendibilitat del deute públic a 10 anys

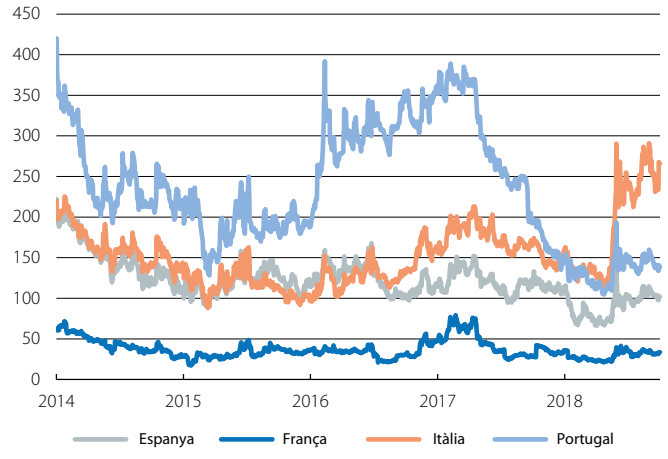
(%)



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

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

(p. b.)



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

dèficit fiscal per al proper any substancialment superior a l'acordat inicialment amb la Comissió Europea.

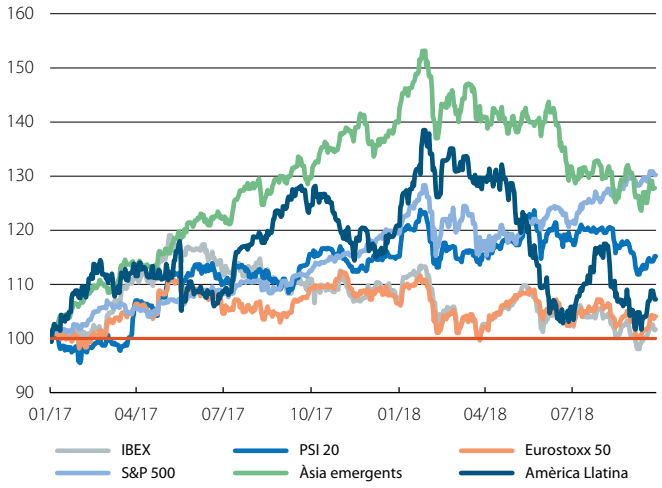
Després de l'estiu, les borses europees es mostren dubitatives, mentre que, als EUA, continuen en màxims històrics. En un entorn marcat pels temors a una escalada del proteccionisme a nivell global, les borses de la zona de l'euro van iniciar el mes de setembre amb el mateix to erràtic mostrat en el període vacacional. No obstant això, després d'aquest mal inici, les borses europees es van començar a recuperar i la majoria d'índexs van aconseguir tancar el mes en nivells similars als de les primeres sessions de setembre. D'altra banda, la borsa nord-americana va mantenir la tendència alcista i va superar el màxim històric assolit a l'agost. D'aquesta manera, les elevades valoracions de la renda variable nord-americana continuen situant alguns indicadors de sobrevaloració, com les ràtios CAPE i PER, en nivells elevats, la qual cosa en qüestiona la sostenibilitat, en especial en un entorn de tipus d'interès més alts.

Els mercats financers de les economies emergents es recuperen de les turbulències patides a l'estiu, tot i que mantenen la volatilitat. En els primers compassos del mes, tant les divises com els principals índexs borsaris de les economies emergents van mantenir la tendència negativa de l'estiu i les caigudes van ser generalitzades. No obstant això, a mesura que avançaven les setmanes, aquests actius es van veure beneficiats per la bona dinàmica dels mercats financers globals i van poder recuperar una part del terreny perdut en els dies anteriors. Així, en l'acumulat del mes, l'índex borsari per al conjunt d'economies emergents asiàtiques va recuperar una part de les pèrdues, però no va aconseguir tancar en positiu, mentre que, a l'Amèrica Llatina, els avanços a la borsa brasilera van empènyer l'índex MSCI d'aquesta regió fins al terreny positiu. No obstant això, els motius de fons d'aquestes turbulències financeres es mantenen latents: els dubtes sobre la solidesa del creixement a la Xina, l'enduriment de les condicions financeres globals, l'augment de les tensions comercials dels EUA amb diverses regions, l'increment del preu del petroli i les idiosincràsies d'alguns països i el possible efecte contagi que puguin tenir sobre la resta d'economies emergents són factors que poden continuar planant sobre els actius emergents.

El petroli supera els 80 dòlars. Després de la relativa estabilitat mostrada a l'estiu, al setembre, el preu del barril de Brent va flexionar a l'alça i va superar els 80 dòlars. Les causes que expliquen aquest repunt són diverses, i la majoria fan referència a factors que llasten l'oferta global de cru. D'una banda, l'entrada en vigor, al novembre, de les sancions imposades pels EUA a l'Iran redueixen les exportacions petrolieres d'aquest país. De l'altra, diferents països sobrecompleixen les retallades de la producció de cru acordades per l'OPEP i pels seus socis, sense que els que tenen més capacitat productiva (com l'Aràbia Saudita) aconsegueixin compensar-ho. Així mateix, la producció de *shale* als EUA és menor del que s'esperava, a causa de l'existència de colls d'ampolla.

Principals borses internacionals

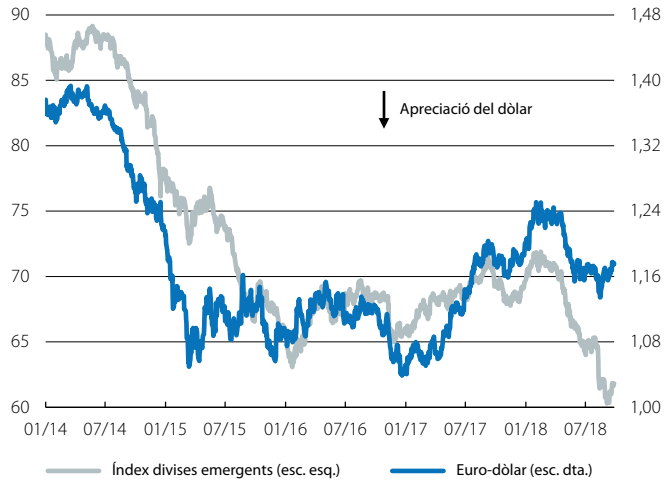
Índex (100 = gener 2017)



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

Divises internacionals enfront del dòlar

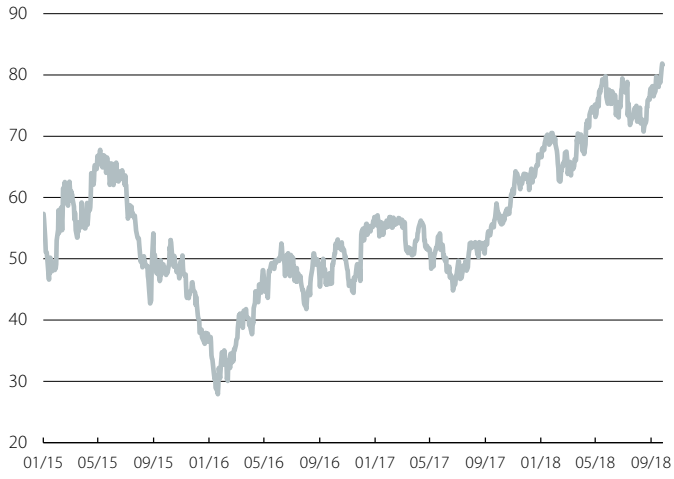
(Índex) *(Dòlars per euro)*



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

Preu del petroli Brent

(Dòlars per barril)



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

Turbulències financeres a les economies emergents: avantsala d'alguna cosa més?

Aquest 2018 no és un bon any per als actius financers de les economies emergents. Després d'un 2017 en què van oferir retorns elevats, el 2018, la volatilitat ha tornat arran de les pèrdues borsàries, de les primes de risc més altes i de la depreciació de les divises en magnituds gens menyspreables: des del començament de l'any, l'índex borsari MSCI per al conjunt dels emergents acumula unes pèrdues properes al 10%, l'índex de bons emergents EMBI mostra un repunt dels diferencials de crèdit superior als 50 p. b. i els índexs de divises emergents reflecteixen una depreciació una mica superior al 10% (molt més forta en les divises de països com Turquia o l'Argentina, amb el 37% i el 55%, respectivament).

Aquesta inestabilitat no ha estat fruit de l'atzar. En l'última dècada, el creixement de les economies emergents s'ha vist afavorit per unes condicions monetàries globals laxes (amb les quals obtenien finançament barat i abundant procedent de l'exterior) i per l'expansió del comerç internacional, esperonat per un creixent rol central de la Xina. Però el panorama ha virat i els mercats comencen a operar en un entorn d'enduriment de les condicions financeres (amb augments de tipus d'interès als EUA i amb un dòlar més fort) i de més tensions comercials i més incertesa (tant política com vinculada a la desacceleració de l'economia xinesa). Aquestes palanques, sumades a les elevades vulnerabilitats idiosincràtiques que presenten alguns països, com Turquia o l'Argentina, han desencadenat una major aversió al risc cap a les economies emergents: serà l'avantsala d'alguna cosa més?

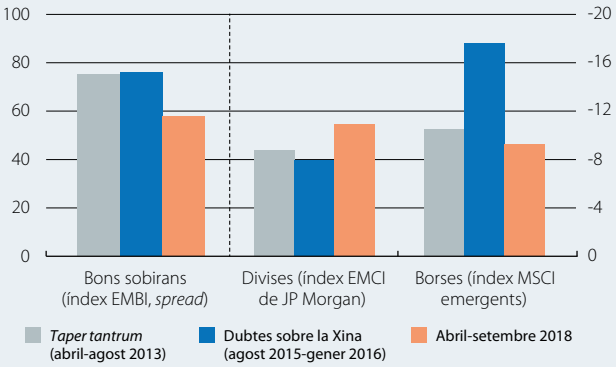
Característiques de les turbulències recents

El mal funcionament dels actius financers emergents va ser particularment evident a partir de l'abril del 2018, quan l'erosió de la incertesa política, les tensions comercials (en especial entre els EUA i la Xina) i l'enduriment monetari dels EUA es van començar a palpar en el sentiment inversor cap a les economies emergents. De llavors ençà, tot i que la major part dels països emergents s'han vist afectats per la inestabilitat, s'ha produït una certa discriminació entre economies amb fonaments macroeconòmics més i menys sòlids. De fet, com s'observa al segon gràfic, hi ha un fort paral·lelisme entre la depreciació del tipus de canvi que ha patit cada país i la percepció del risc d'impagament del seu deute sobirà.

Així, les divises que més han patit han estat les de les economies amb importants vulnerabilitats externes (amb més necessitats de finançament exterior, poques reserves de divises internacionals i/o elevada participació d'inversors no residents al mercat local de bons), com queda il·lustrat al tercer gràfic, mentre que les cotitzacions

Turbulències a les economies emergents: reacció dels mercats

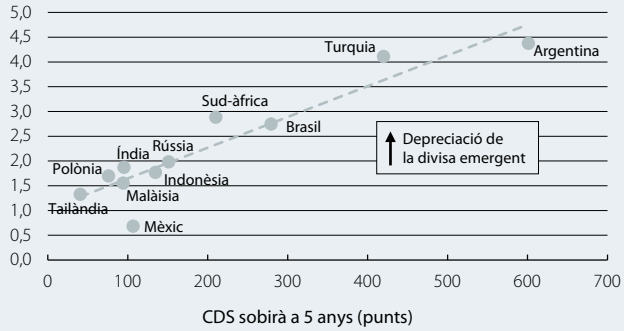
Variació (p. b.) *Depreciació de les divises i pèrdues borsàries (%)*



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

Divises emergents: depreciació i risc d'impagament sobirà

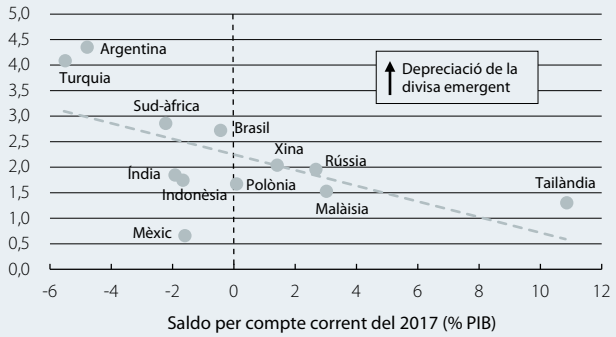
Variació del tipus de canvi (escala logarítmica)



Nota: *Cada punt representa la depreciació enfront del dòlar nord-americà acumulada entre el final d'abril i el començament de setembre del 2018 d'una divisa emergent. Ateses les fortes depreciacions a l'Argentina i a Turquia, utilitzem una transformació logarítmica.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Divises emergents: depreciació i desequilibris exteriors

Variació del tipus de canvi (escala logarítmica)



Nota: *Depreciació enfront del dòlar nord-americà acumulada entre el final d'abril i el començament de setembre del 2018. Ateses les fortes depreciacions a l'Argentina i Turquia, utilitzem una transformació logarítmica.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg i de l'FMI.*

borsàries de les economies asiàtiques, molt integrades en el comerç internacional i, en particular, en la cadena comercial de la Xina, s'han vist especialment penalitzades. Finalment, i en la mateixa línia, al llarg d'aquest període, s'han desaccelerat les entrades de capital per cartera i, fins i tot, s'han produït sortides de fons d'inversió, que han afectat, en especial, economies asiàtiques com Indonèsia i Malàisia.[1]

En conjunt, la magnitud de les turbulències no ha estat gaire inferior a la d'altres episodis passats, com l'anomenat *taper tantrum* del 2013 o les correccions de la borsa xinesa el 2015 (vegeu el primer gràfic). No obstant això, fins al moment, hi ha una diferència bàsica: els inversors mostren un major grau de discriminació i apunten a dubtes sobre alguns emergents (els coneguts com fràgils), però no sobre molts d'altres.

Quina és la salut macroeconòmica dels emergents?

Com hem vist, sembla que aquesta discriminació actua sobre els desequilibris externs de les economies emergents. Però l'enduriment de les condicions financeres globals, les tensions comercials i la desacceleració econòmica de la Xina fan que els inversors puguin arribar a qüestionar les pròpies fonts de creixement dels emergents en l'última dècada.

Pels seus desequilibris macroeconòmics, en altres exercicis[2] ja hem identificat les economies emergents més vulnerables als canvis en el sentiment inversor global (l'Argentina, Turquia i Sud-àfrica), així com un grup secundari (el Brasil, Colòmbia, Hongria, Indonèsia, Malàisia i Polònia), on els focus de risc són menys generalitzats i es concentren en l'acumulació de deute (principalment corporatiu, però també públic, com en el cas del Brasil). L'actual episodi d'estrès financer ha castigat, en especial, el primer grup, mentre que alguns països del segon s'han vist afectats més puntualment i amb menys intensitat.

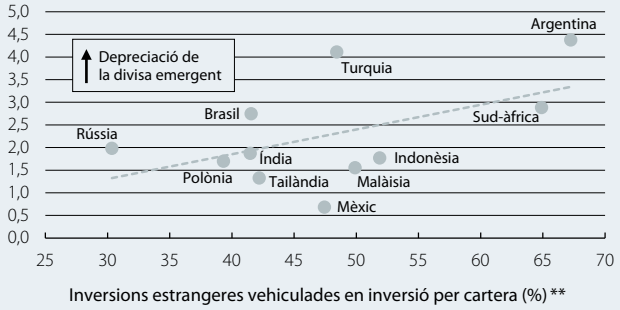
Els casos de Turquia (analitzat al Focus «Crisi financera turca: en temps de descompte», en aquest mateix *Informe Mensual*) i de l'Argentina s'expliquen per la mala combinació entre una posició externa delicada, la presència de desequilibris interns (com una inflació elevada) i errors de política econòmica. No obstant això, la feblesa de les cotitzacions financeres en altres casos, com Rússia, l'Índia o el Brasil, especialment rellevants pel seu major paper sistèmic, és menys fàcil de caracteritzar. En aquest sentit, hem d'anar més enllà de l'expressió convencional dels desequilibris, que pot ser massa agregada.

D'una banda, pel que fa a les necessitats de finançament exterior, no solament importa la magnitud, sinó també la composició. En particular, com han constatat diversos autors,[3] el deute per cartera i els crèdits i els dipòsits de bancs estrangers són especialment sensibles a puntes de volatilitat global. De fet, sembla que l'anàlisi de l'episodi actual confirma que les divises dels països amb més proporció d'inversió estrangera vehiculada a través de fluxos de cartera (i menys proporció d'inversió estrangera directa) pateixen més pressions depreciadores (vegeu el quart gràfic). Això ajuda a explicar, si més no parcialment, per què economies com l'Índia, amb un dèficit per compte corrent en aparença no excessiu, són qüestionades.

D'altra banda, les vulnerabilitats externes no esgoten els riscos existents. Malgrat que el vincle directe que es posa de manifest és entre crisis canviàries i dubtes, en sentit ampli, sobre el finançament exterior, en una situació de deute global en màxims històrics, l'endeutament agregat també exigeix atenció. Si recapitulem, veiem que una part fonamental de la discussió anterior

Divises emergents: depreciació i composició de la inversió estrangera

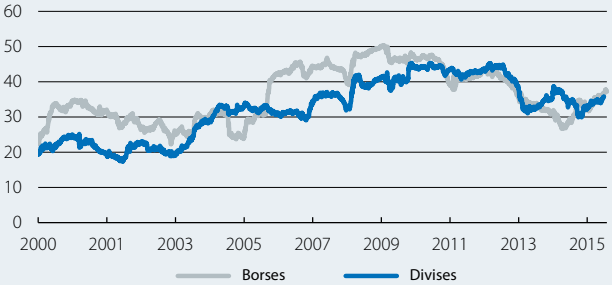
*Variació del tipus de canvi (escala logarítmica)**



Notes: ** Depreciació enfront del dòlar nord-americà acumulada entre el final d'abril i el començament de setembre del 2018. Ateses les fortes depreciacions a l'Argentina i Turquia, utilitzem una transformació logarítmica. ** Fracció en relació amb la suma d'inversions estrangeres directes i per cartera (passius de la posició inversora internacional). Dades del 2017.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg i de l'FMI.*

Externalitats financeres: impacte dels emergents sobre els avançats

(p. p.)



Nota: *Les externalitats financeres es defineixen com la fracció de l'error de previsió a 12 dies de les cotitzacions financeres de les economies receptores de l'externalitat que es pot explicar per l'evolució de les cotitzacions financeres de l'economia emissora de l'externalitat.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'Informe d'estabilitat financera global de l'FMI de l'abril del 2016.*

1. Per a més detalls, vegeu FMI (2018), «External sector report».
2. Vegeu el Focus «Emergents fràgils: Argentina i Turquia, ni casos excepcionals ni els primers de molts altres», a l'IM06/2018.
3. Vegeu, per exemple, Hoggarth, G. *et al.* (2017), «Assessing the riskiness of capital inflows based on lender and currency», VoxEU.org.

deriva d'un augment del cost del finançament exterior per l'impacte combinat d'una apreciació del dòlar i de tipus d'interès més alts als EUA. Però l'impacte d'unes condicions financeres menys acomodatícies al centre del sistema també es trasllada als tipus d'interès en moneda local dels països emergents: en certa manera, genera una externalitat. I, de fet, diferents anàlisis constaten que aquestes externalitats varien sensiblement en funció dels països, però tendeixen a coincidir en el fet que, basant-se en dades històriques, és intens en alguns dels emergents afectats per l'actual episodi d'estrès financer, com el Brasil, Mèxic, Indonèsia, Hongria, Sud-àfrica o Turquia.

En definitiva, sembla que l'episodi actual valida tres premisses bàsiques. La primera és que la situació entre els emergents és clarament diferent i que la crisi canviària afecta, primordialment, els anomenats «autèntics fràgils». Contrapartida lògica de la primera, una segona premissa és que molts altres emergents tenen uns fonaments raonablement satisfactoris. Finalment, la tercera premissa és que els inversors apunten a vulnerabilitats de naturalesa molt diversa i que això pot ser una pista del que es pot esperar en el futur (atenció al deute!) i, en especial, a la pregunta de si la tessitura actual de contagi moderat es mantindrà o no en els propers temps.

Contagi moderat... però amb riscos

La conclusió que molts emergents tenen uns fonaments econòmics raonablement sòlids podria ser una bona explicació per al fet que el contagi observat fins ara hagi estat limitat. No obstant això, hi ha elements que suggereixen cautela.

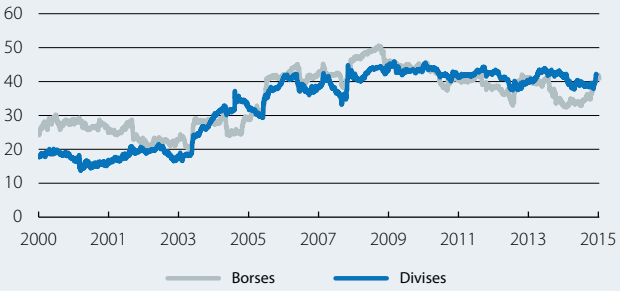
En primer lloc, diferents autors han alertat d'un augment de la influència de les cotitzacions de les economies emergents sobre la resta de mercats financers internacionals, fruit de la seva major integració en el comerç mundial i en els mercats de capital internacionals.[4] Per exemple, aquesta tendència, ben reflectida al cinquè i al sisè gràfics, va fer que, el 2016, les fluctuacions en determinats actius financers emergents expliquessin al voltant del 30% de la variabilitat dels retorns de les borses i de les divises de les economies avançades i del 40% per a les altres emergents. En segon lloc, i relacionat amb el punt anterior, s'ha documentat que hi ha més probabilitat de contagi quan juguen un paper important sectors amb una elevada dependència del finançament exterior i empreses amb menys liquiditat i amb més palanquejament.

En tercer lloc, el fort creixement d'intermediaris globals per vehicular els fluxos de capital fa que l'estructura financera s'hagi tornat més propensa a generar contagi: en operar en diferents jurisdiccions, els ajustos de la cartera d'una economia que facin aquests intermediaris

4. Vegeu Gelos, G. i Surti, J. (2016), «The growing importance of financial spillovers from emerging market economies», VoxEU.org.

Externalitats financeres: impacte dels emergents sobre altres emergents

(p. p.)



Nota: *Les externalitats financeres es defineixen com la fracció de l'error de previsió a 12 dies de les cotitzacions financeres de les economies receptores de l'externalitat que es pot explicar per l'evolució de les cotitzacions financeres de l'economia emissora de l'externalitat.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'Informe d'estabilitat financera global de l'FMI de l'abril del 2016.*

probablement desencadenin reajustaments en les carteres que posseeixen en altres economies. Finalment, i en aquest mateix sentit, en les últimes dècades, els fons d'inversió gestionats passivament (entre els quals destaquen els anomenats ETF[5]) han crescut amb força i han assolit una quota de mercat significativa com a canalitzadors d'inversions en actius d'economies emergents.[6] Segons diferents autors,[7] aquesta importància creixent dels instruments d'inversió passiva com a vehicles per canalitzar les entrades de capital a les economies emergents té conseqüències sobre la seva capacitat de resistir turbulències i sobre el contagi que poden generar. En particular, l'anàlisi empírica mostra indicis que els fons d'inversió passiva són relativament més propensos a reajustar les carteres en resposta a esdeveniments globals que en reacció a factors locals propis dels països en què s'han invertit actius. Així, l'emergència dels fons d'inversió passiva contribuiria a reduir el paper de contenció que poden jugar uns fonaments macroeconòmics més sòlids davant de fluctuacions de les cotitzacions emergents (si més no a curt termini). En aquesta mateixa línia, índexs com el presentat al setè gràfic mostren que les economies emergents han rebut més inversions procedents de tipologies d'inversors amb més propensió a retirar de forma abrupta el capital.

Què ens ofereix el futur?

Les economies molt fràgils, com l'Argentina i Turquia, hauran d'encarar una agenda d'ajustos econòmics per corregir els elevats desequilibris macroeconòmics, mentre que, entre la resta, en general ens trobem amb diferents combinacions de fonaments macroeconòmics sòlids i algunes febleses idiosincràtiques.[8] No obstant això, és probable

5. De l'anglès, *exchange-traded funds*.
6. Algunes estimacions situen la seva quota de mercat en el 20%. Vegeu Converse, N. *et al.* (2018), «How exchange-traded funds amplify the global financial cycle in emerging markets».
7. Vegeu la referència a la nota anterior.

que, en un context internacional menys favorable, els actius financers emergents continuïn patint de forma moderada en els propers mesos, la qual cosa tindrà un efecte petit però apreciable sobre el seu ritme de creixement.

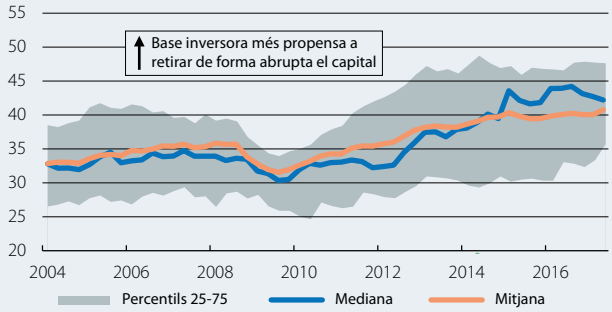
Entre els factors que determinaran la magnitud d'aquest llast, destaquen: l'enduriment de les condicions financeres globals, l'abast de la desacceleració de la Xina i l'evolució del preu del petroli. Aquest últim factor és especialment difícil de pronosticar, però hi ha un cert consens entre els analistes que el tensionament de les condicions financeres i la desacceleració de la Xina seran, tots dos, processos graduals. D'aquesta manera, és probable que la desacceleració del creixement dels països emergents sigui lleugera. No obstant això, cal analitzar què pot passar si les dinàmiques d'aquests tres factors són diferents de les contemplades en aquest escenari central.

En primer lloc, els repunts d'inflació als EUA i/o els indicis clars de sobreescalfament podrien provocar un enduriment major del previst de la política monetària de la Fed i, en conseqüència, de les condicions financeres globals. En aquest escenari, es podrien veure especialment perjudicades economies amb un elevat deute denominat en divisa estrangera, com Malàisia, així com les economies amb importants necessitats de finançament exterior, com Indonèsia, l'Índia o Sud-àfrica. En segon lloc, pel que fa a la Xina, s'espera una desacceleració molt gradual, a causa de l'ampli marge del qual disposen les autoritats (com l'elevat matalàs de reserves i la possibilitat de realitzar polítiques monetàries i fiscals més expansives). No obstant això, les estimacions suggereixen que una intensificació de les tensions comercials amb els EUA podria arribar a detreure 1 p. p. al creixement xinès. En aquest escenari, l'impacte sobre el bloc emergent seria heterogeni, però afectaria de manera directa i clara els productors de metalls industrials (com el Brasil, Xile i Sud-àfrica) i els països de l'est asiàtic més vinculats a les cadenes de valor globals que pivoten sobre la Xina (com Malàisia, Taiwan o Corea del Sud). Finalment, si el preu del petroli es continua incrementant de manera sostinguda, ens trobaríem en un escenari amb guanyadors (exportadors nets que ara figuren a les llistes d'economies fràgils, com el Brasil i Colòmbia) i perdedors (importadors de cru, com l'Índia, que veurien incrementat el dèficit per compte corrent).[9]

Segons les estimacions presentades en les anàlisis que hem publicat anteriorment,[10] aquests escenaris podrien restar entre 0,3 p. p. i 1 p. p. al creixement del bloc emergent en els dos propers anys (vegeu l'últim gràfic), xifres significatives davant de les quals cal estar alerta, tot i que, aparentment, no són prou perjudicials per fer perillar l'expansió de l'economia mundial. Això reflecteix la visió que, en conjunt, els emergents estan millor que 10 anys enrere i, en especial, millor que en els infausts anys noranta. Hi ha algunes excepcions patològiques, agreujades per males decisions de política econòmica (Turquia i l'Argentina), i, en un context global més complex, és probable que els actius financers de les economies emergents es continuïn veient afectats negativament. No obstant això, els seus fonaments i la discriminació mostrada fins ara pels inversors haurien d'evitar que s'activin dinàmiques de càstig generalitzadament severes.

Economies emergents: índex de risc de la base inversora

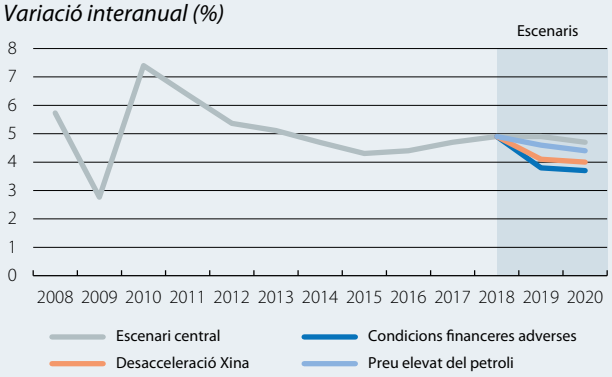
Índex (0-100)



Nota: *L'índex de risc de la base inversora d'Arslanalp, S. i Tsuda, T (2012), «Tracking Global Demand for Advanced Economy Sovereign Debt», captura la probabilitat de patir sortides brusques de capital en funció del tipus d'inversor.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'Informe d'estabilitat financera global de l'FMI de l'abril del 2018.*

Economies emergents: PIB

Variació interanual (%)



Nota: *Escenaris construïts a partir de les sensibilitats estimades als articles «Quins factors expliquen l'encariment del petroli?», a l'IM07/2018; «Xina: en la prosperitat i en l'adversitat», a l'IM06/2018, i «Creixement als emergents i condicions financeres globals: una relació compromesa», a l'IM05/2018.*
Font: *CaixaBank Research.*

8. Per exemple, la majoria disposa de matalassos de reserves adequats, mentre que hi ha més heterogeneïtat pel que fa al marge de política fiscal (des d'una situació relativament delicada al Brasil a posicions més folgades a l'Àsia emergent).
9. En aquest escenari, la situació de l'Índia mereix un esment a part. El seu compte corrent és molt sensible a les fluctuacions del petroli, i, a més a més, l'encariment de les importacions podria generar malestar social en un 2019 en què el president Modi persegueix la reelecció.
10. Vegeu el Focus «Creixement als emergents i condicions financeres globals: una relació compromesa», a l'IM05/2018, «Xina: en la prosperitat i en l'adversitat», a l'IM06/2018, i «Quins factors expliquen l'encariment del petroli?», a l'IM07/2018.

Tipus d'interès (%)

	28-set	31-ago	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	1,1	1,1
Euríbor 12 mesos	–0,16	–0,17	1	2,6	1,2
Deute públic a 1 any (Alemanya)	–0,59	–0,62	3	4,8	12,8
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	–0,52	–0,61	9	10,7	17,7
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	0,47	0,33	14	4,3	–0,9
Deute públic a 10 anys (Espanya)	1,50	1,47	3	–6,7	–12,6
Deute públic a 10 anys (Portugal)	1,88	1,92	–4	–6,3	–53,9
EUA					
Fed funds (límit superior)	2,25	2,00	25	75,0	100,0
Líbor 3 mesos	2,40	2,32	8	70,6	106,5
Líbor 12 mesos	2,92	2,84	8	81,3	113,3
Deute públic a 1 any	2,56	2,45	11	82,8	127,3
Deute públic a 2 anys	2,82	2,63	19	93,7	136,9
Deute públic a 10 anys	3,06	2,86	20	65,5	75,2

Spreads de deute corporatiu (p. b.)

	28-set	31-ago	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2018 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	69	68	1	24,0	11,0
Itraxx Financer Sènior	84	85	–1	40,5	24,3
Itraxx Financer Subordinat	171	177	–6	66,6	33,4

Tipus de canvi

	28-set	31-ago	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2018 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,160	1,160	0,0	–3,3	–1,5
EUR/JPY (iens per euro)	131,930	128,840	2,4	–2,5	–0,4
EUR/GBP (lliures per euro)	0,890	0,896	–0,6	0,3	1,5
USD/JPY (iens per dòlar)	113,700	111,030	2,4	0,9	1,2

Primeres matèries

	28-set	31-ago	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2018 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	415,0	411,4	0,9	–4,0	–3,0
Brent ($/barril)	82,7	77,4	6,8	23,7	44,1
Or ($/unça)	1.192,5	1.201,4	–0,7	–8,5	–7,4

Renda variable

	28-set	31-ago	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2018 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	2.914,0	2.901,5	0,4	9,0	16,1
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	3.399,2	3.392,9	0,2	–3,0	–4,6
Ibex 35 (Espanya)	9.389,2	9.399,1	–0,1	–6,5	–9,1
PSI 20 (Portugal)	5.359,3	5.422,6	–1,2	–0,5	–0,3
Nikkei 225 (Japó)	24.120,0	22.201,8	8,6	6,0	18,4
MSCI emergents	1.047,9	1.056,0	–0,8	–9,5	–2,3

El creixement manté el bon to, malgrat l'augment dels riscos a la baixa

Els indicadors d'activitat global es mantenen elevats, però apunten a una certa moderació del creixement, en especial als emergents. En particular, l'índex de sentiment empresarial (PMI) compost global es manté en zona clarament expansiva (per damunt dels 50 punts), tot i que, a l'agost, va tornar a disminuir per segon mes consecutiu fins als 53,4 punts, el nivell més baix des del març. Aquesta reculada de l'índex ha estat més intensa als països emergents, que pateixen l'augment de la incertesa política i econòmica i l'enduriment gradual de les condicions financeres globals. De cara als propers trimestres, esperem que el creixement de les economies emergents es continuï desaccelerant de forma gradual, de manera que el ritme d'avanç global serà una mica més contingut.

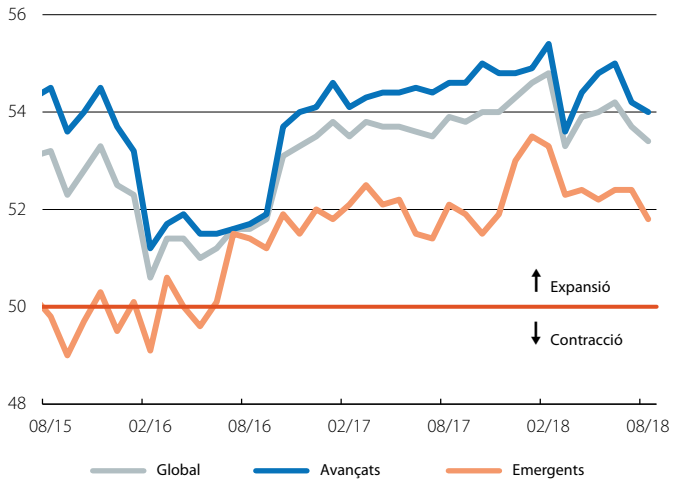
Els últims esdeveniments geopolítics subratllen l'augment dels riscos a la baixa. En particular, malgrat haver entaulat negociacions amb la Xina per canalitzar les tensions comercials, els EUA van tornar a anunciar una altra ronda d'aranzels sobre les importacions xineses (aquesta vegada del 10% sobre un valor de 200.000 milions de dòlars), que s'afegeix al paquet aranzelari del 25% sobre productes xinesos per valor de 50.000 milions de dòlars ja activat a l'estiu. D'altra banda, en el pla de la política europea, el Regne Unit i la UE esperen finalitzar en les properes setmanes l'acord de sortida que permeti fer efectiu, a partir del proper 29 de març, l'acord de transició tancat anteriorment i segons el qual el Regne Unit romandrà al mercat únic i a la unió duanera fins al final del 2020. No obstant això, encara queden elements importants per resoldre –com trobar una solució al problema de la frontera entre Irlanda i Irlanda del Nord–, i el procés de ratificació al Regne Unit pot resultar complicat i acabar retardant l'acord. Així, és probable que, en les properes setmanes (o, fins i tot, mesos), la incertesa al voltant del *brexit* torni a guanyar protagonisme fins que s'anunciï l'acord de sortida final, que podria anar acompanyat d'una declaració en què es comencin a traçar els grans trets de la futura relació entre el Regne Unit i la UE. Finalment, a Itàlia, tot fa pensar que el Govern de coalició plantejarà una desviació significativa de l'objectiu de dèficit acordat al maig a Brussel·les (possiblement apujant-lo del 0,8% acordat fins al 2,4%, una xifra que dificulta la correcció de l'elevat deute públic italià). Malgrat que els detalls oficials sobre la dimensió i la composició finals de les mesures fiscals continuen sent incerts, els nous plans poden generar tensions als mercats financers i amb els socis europeus.

ESTATS UNITS

Els indicadors continuen apuntant a un creixement sòlid. En particular, després de la bona dada de creixement del PIB del 2T (de l'1,0% intertrimestral i del 2,9% interanual), els indicadors

Indicadors d'activitat: PMI compost

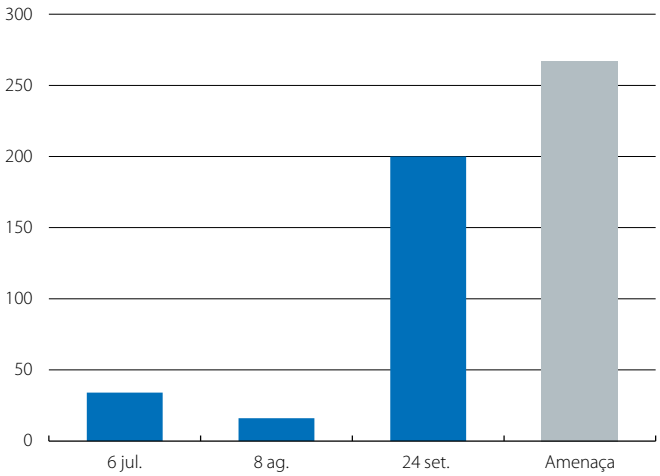
Nivell



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

EUA: aranzels sobre les importacions xineses

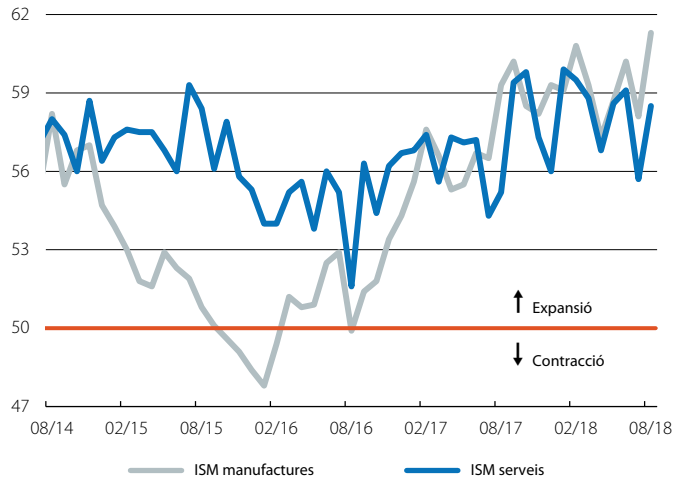
Milers de milions de dòlars



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'U.S. Trade Representative Office.*

EUA: indicadors d'activitat

Nivell



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

disponibles per al 3T –alguns dels quals han estat més alts del que s'esperava– confirmen que l'economia nord-americana manté un avanç dinàmic. A tall d'exemple, els models de previsió de Nowcasting del PIB de la Reserva Federal d'Atlanta i de la de Nova York prediuen un ritme d'activitat per al 3T molt per damunt del creixement potencial de l'economia nord-americana (que situem a la vora del 2%). Així mateix, els índexs de sentiment empresarial (ISM) de manufactures i serveis van augmentar de forma notable a l'agost i es van situar en els 61,3 i en els 58,5 punts, respectivament, molt per damunt del nivell que limita la zona expansiva de la recessiva (50 punts).

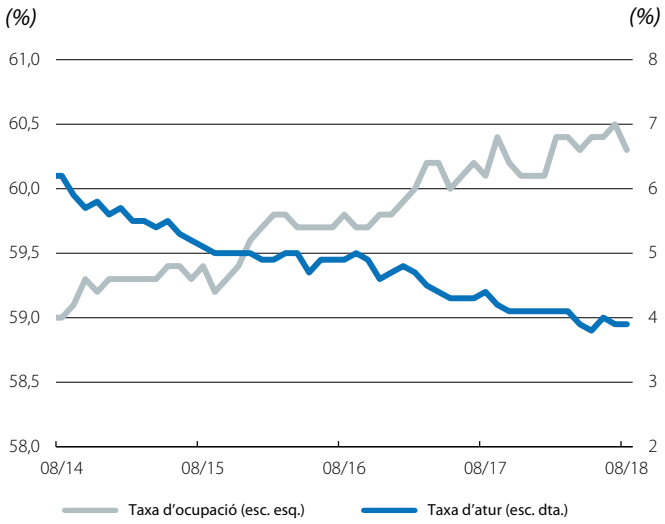
El mercat laboral i la demanda interna es mostren robusts. En particular, a l'agost, es van crear 201.000 llocs de treball, una dada considerable en una economia que es troba virtualment en plena ocupació. Així mateix, la taxa d'atur es va mantenir en un baix 3,9%, mentre que els salaris van continuar avançant a bon ritme (el 2,9% interanual). En aquest context, la confiança de les llars es manté elevada, com ho demostra el registre assolit a l'agost per l'índex de confiança del consumidor elaborat pel Conference Board, que va augmentar fins a nivells no vistos des del 2000 (133,4 punts). Tot plegat reforça les bones perspectives de creixement de l'economia nord-americana per a enguany (del 2,8%, segons CaixaBank Research).

La inflació frena la tendència alcista dels últims mesos, però es manté en nivells ferms. En concret, la inflació general es va situar en el 2,5% a l'agost, 2 dècimes per sota del registre del mes anterior, però clarament per damunt de la mitjana del 2017 (del 2,1%). D'altra banda, la inflació subjacent, que exclou els components més volàtils d'energia i aliments, es va situar en el 2,2% (el 2,4% al juliol). Aquesta lleugera moderació del creixement dels preus va ser deguda, en part, a l'esvaïment esperat de factors temporals, com els efectes de base provocats per les fortes caigudes dels preus de telefonia sense fil durant el 2017. En els propers mesos, esperem que la fortalesa de l'activitat econòmica dels EUA continuï donant suport a unes pressions inflacionistes fermes, la qual cosa facilitarà la intenció de la Reserva Federal de mantenir la pujada de tipus (una més en el que falta per acabar l'any, segons CaixaBank Research).

EUROPA

Les perspectives de la zona de l'euro es mantenen positives, malgrat la moderació del ritme d'activitat. L'alentiment del creixement en la primera meitat de l'any va ser degut, en gran part, al menor dinamisme de la demanda exterior –després d'un 2017 molt positiu–, reflex de l'afebliment de la demanda global de béns i serveis i de l'apreciació de l'euro el 2017. Per aquest motiu, el BCE, en l'actualització trimestral del quadre macroeconòmic, va moderar les previsions de creixement per a la zona de l'euro en 1 dècima, fins al 2,0% per al 2018 i l'1,8% per al 2019 (un escenari molt similar al de CaixaBank Research). En els propers trimestres, però, esperem que l'expansió econòmica de la zona de l'euro es mantingui ferma, amb un ritme de creixement lleugerament per damunt del potencial, amb el

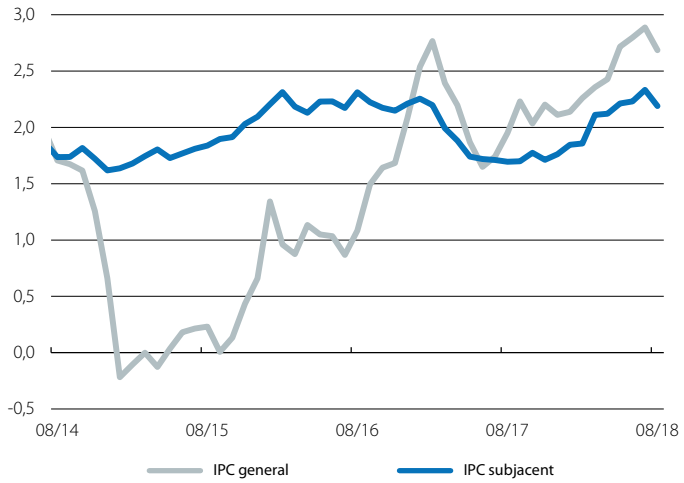
EUA: mercat laboral



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

EUA: IPC

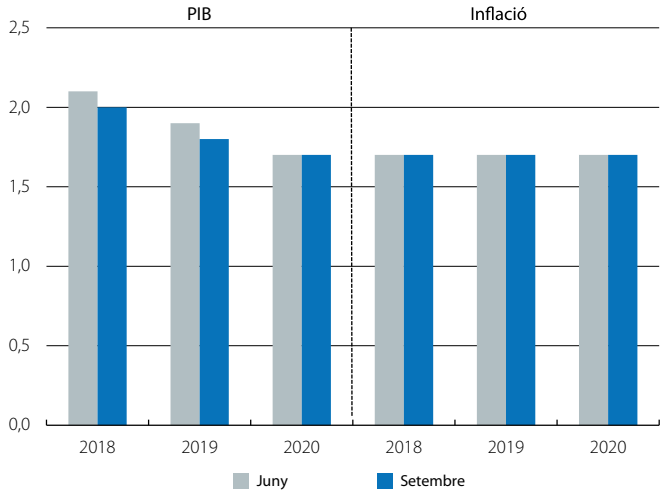
Variació interanual (%)



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

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

Variació anual (%)



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

suport d'unes condicions financeres molt favorables i de la bona evolució del mercat laboral.

La demanda interna es manté com a principal artífex del creixement en el 2T. Així, el desglossament del PIB de la zona de l'euro mostra que l'avanç del 2T (del 2,1% interanual) va ser propiciat per una contribució d'1,7 p. p. de la demanda interna (1,8 p. p. en el 1T), gràcies al bon comportament de la inversió, i malgrat una certa moderació en el ritme d'avanç del consum privat. D'altra banda, la demanda externa va tornar a fluixejar i va reduir la contribució fins als 0,4 p. p. (0,6 p. p. en el 1T) davant un ritme d'avanç modest de les exportacions de béns i serveis.

Els indicadors d'activitat mostren que el ritme de creixement del 3T es manté en cotes similars a les de la primera meitat de l'any. L'índex PMI compost per al conjunt de la zona de l'euro –que mesura el sentiment empresarial– es va situar en els 54,2 punts al setembre, 3 dècimes per sota del registre de l'agost, però en zona clarament expansiva. Així mateix, l'índex de sentiment econòmic (ESI) es va situar en els 110,9 punts al setembre, un registre similar a la mitjana del 2017 (110,7). D'altra banda, la confiança del consumidor, tot i recular al setembre per segon mes consecutiu, fins als –2,9 punts, es continua situant en nivells semblants a la mitjana del 2017 (–2,5 punts). En aquest sentit, el consum privat continuarà tenint el suport del mercat laboral, que continua exhibint una dinàmica favorable (al juliol, la taxa d'atur es va mantenir en el 8,2%, el registre més baix des del novembre del 2008).

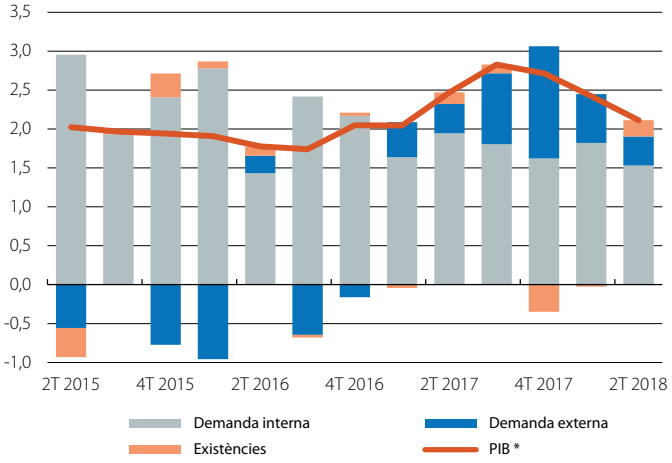
EMERGENTS

A la Xina, els indicadors econòmics apunten a un alentiment de l'activitat en els propers mesos. En particular, la producció industrial va augmentar el 6,1% interanual a l'agost (el 6,0% al juliol), un registre positiu, tot i que per sota de la mitjana del 2017 (del 6,5%). Quelcom similar va succeir amb les vendes al detall, que van créixer el 9,0%, 2 dècimes per damunt del registre del juliol, però clarament per sota de la mitjana del 2017 (el 10,2%). Així mateix, amb les dades disponibles, l'indicador d'activitat de CaixaBank Research suggereix un ritme de creixement lleugerament inferior en el 3T. Tot plegat fa pensar que, en els propers mesos, el creixement del país es continuarà desaccelerant de manera gradual, malgrat les recents polítiques del Govern, encaminades a donar suport a la inversió i al crèdit.

Al Brasil, la incertesa política continua llastant el creixement. L'economia brasilera va créixer l'1,0% interanual (el 0,2% intertrimestral) en el 2T, un registre inferior a l'observat en el 1T (l'1,2%) i que confirma que la recuperació econòmica no s'acaba de concretar, llastada per l'elevada incertesa política i per un context d'eleccions presidencials i legislatives. En aquest sentit, considerem que la incertesa política –fins i tot després de la retirada de Lula com a candidat del Partit dels Treballadors– continuarà pesant sobre l'activitat, ja que no sembla que cap dels candidats presidencials tingui el suport electoral ni la voluntat d'implementar les reformes que l'economia necessita.

Zona de l'euro: PIB

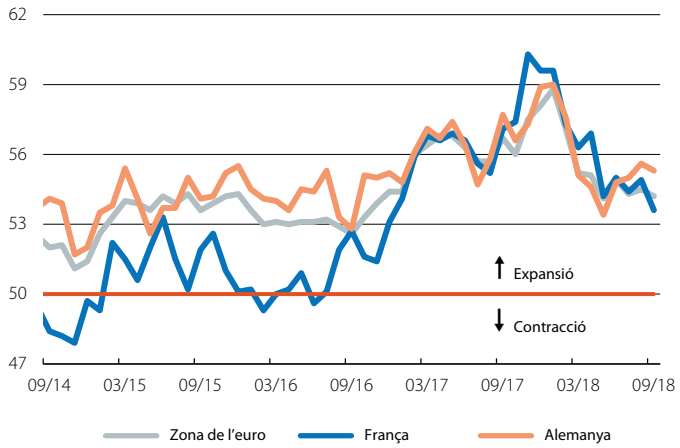
Contribució al creixement interanual (p. p.)



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

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

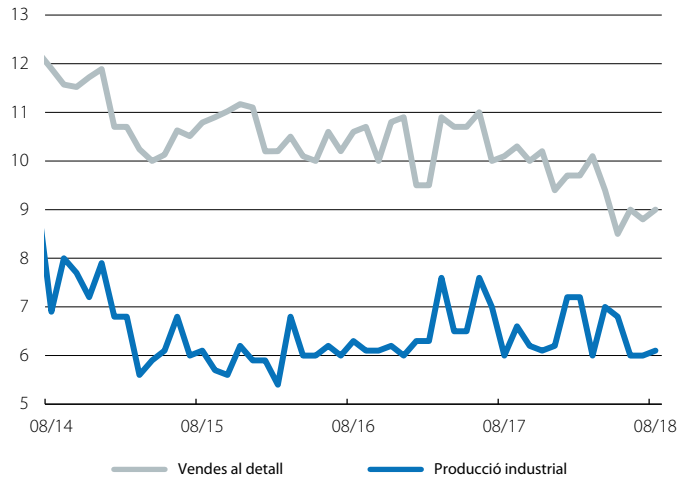
Nivell



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

Xina: indicadors d'activitat

Variació interanual (%)



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

Crisi financera turca: en temps de descompte

Des del dia 1 d'agost, la lira turca s'ha depreciat al voltant del 20%, la qual cosa la situa com la segona divisa emergent que més ha patit després del peso argentí. Des del començament d'enguany, la depreciació acumulada és, aproximadament, del 40%, superada només, de nou, per la del peso. Així mateix, i també des de l'inici de l'any, el tipus d'interès del bo a 10 anys ha pujat gairebé 900 p. b. i s'ha situat en el 20,3%. Es tracta, en definitiva, d'una crisi canviària en tota regla i que té una evolució incerta. Com ha arribat Turquia a aquesta situació? Quines alternatives de futur s'obren?

Aparentment, el detonant d'aquest frenesí venedor de la divisa turca dels últims mesos ha estat una escalada diplomàtica entre els EUA i Turquia, que ha comportat l'anunci, per part dels EUA, de l'establiment d'aranzels sobre l'acer i l'alumini importats des de Turquia. No obstant això, aquesta és només una lectura superficial. Tot i que és cert que aquests dos països han mostrat desacords en matèria de política exterior des de fa uns anys, la causa profunda de la crisi canviària turca té una naturalesa econòmica: és un senyal que, probablement, estiguem davant un sobreescalfament força clàssic de l'economia.

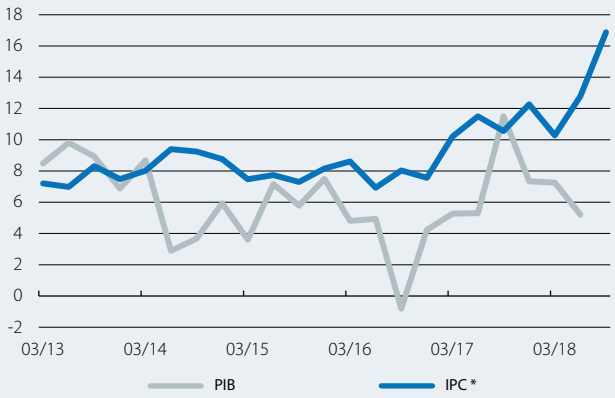
Així, en els últims anys, però amb més contundència des del final del 2016, Turquia ha viscut una etapa de fort creixement (avanç del PIB mitjà del 6,6% des del 4T 2016), mentre que la inflació, durant aquest mateix període, s'ha situat, de mitjana, en l'11% (però amb una tendència a desbordar-se, com ho mostra el primer gràfic) i el dèficit per compte corrent, en el 6,5% del PIB.

Els traços essencials d'un patró de creixement insostenible queden, així, de manifest: el fort avanç del ritme d'activitat s'ha assolit al preu d'acumular desequilibris macroeconòmics interns i externs molt elevats. L'evolució dels preus apunta a la incapacitat de l'economia turca de créixer sense tensionar els colls d'ampolla, i l'enorme dèficit per compte corrent indica que s'ha utilitzat de forma elevada el finançament exterior. Aquesta última tessitura presenta, a més a més, una variant especialment delicada en un context com l'actual, caracteritzat per un enduriment gradual de les condicions financeres globals: les empreses turques han aprofitat un entorn de finançament abundant i barat en divisa estrangera (en dòlars i en euros, principalment) per endeutar-se en divises, fins al punt que aquest deute representa el 36,3% del PIB, un dels percentatges més elevats entre els principals emergents. El resultat, en definitiva, és que, mentre que la major part dels emergents exhibeixen un creixement coherent amb el seu potencial (o, fins i tot, una mica menys), s'estima que, a Turquia, la bretxa de producció pot ser del 3%-2% positiva.

El sobreescalfament turc s'ha vist agreujat per la política econòmica seguida. Lluny d'atacar els desequilibris amb

Turquia: creixement del PIB i de la inflació

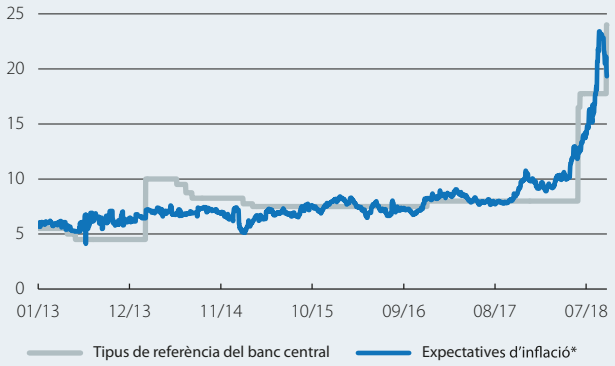
Variació interanual (%)



Nota: ** Per al 3T 2018, mitjana del juliol i l'agost.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'Institut Turc d'Estadística (Turkstat).*

Turquia: tipus d'interès de referència i expectatives d'inflació

(%)



Nota: ** Breakeven d'inflació a cinc anys.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc Central Nacional i de Bloomberg.*

una decidida política contracíclica, l'orientació general ha estat la de negar la premissa fonamental de l'existència d'un creixement excessiu. En particular, malgrat l'acumulació de pressions en els preus, la política monetària ha mantingut el tipus de referència en el 8,0% des del final del 2016 fins al maig passat (és a dir, un tipus real negatiu per a una economia que, durant una gran part d'aquest període, creixia per damunt del 7%). El resultat, predictible, és que els inversors han començat a qüestionar la credibilitat de la política monetària turca: si les expectatives d'inflació a mitjà termini eren, fa un any, inferiors al 8%, actualment voregen el 20%. Les mesures aprovades des del maig (entre altres decisions menors, adoptar diferents mesures macroprudencials, apujar el tipus de referència del 8,0% al 24,0% i limitar la capacitat d'operar en divises estrangeres) han estat percebudes com una resposta de política monetària tardana i d'una intensitat inadequada, atesos els desequilibris acumulats. Si, a més a més, la polí-

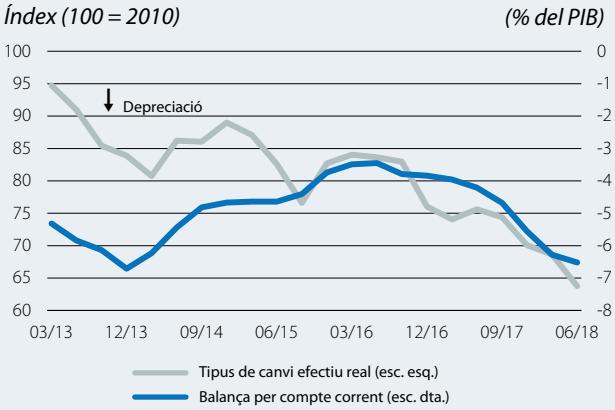
tica fiscal, tradicionalment un punt fort de la política econòmica, tampoc no ha actuat amb decisió (només ara s'apunta a un futur assoliment d'un superàvit primari, després de diversos exercicis en què, fins i tot, s'han vist forts augments dels salaris públics), la falta de credibilitat, lluny de limitar-se a la política monetària, afecta tota la política econòmica.

Per als coneixedors de la història econòmica del país, aquesta evolució no deixa de ser paradoxal. Semblava que Turquia havia assumit les lliçons del fort ajust macroeconòmic del 2001 i dels consegüents canvis radicals del sistema econòmic (amb el sanejament del sistema bancari, amb la inserció del rigor en les finances públiques i amb la reinvenció del banc central com a entitat autènticament independent). Es tractava d'una experiència d'èxit que va afavorir que, per primera vegada, el país pogués disposar d'una economia de mercat moderna i amb un funcionament institucional homologable a la dels millors emergents.

Malgrat que l'allunyament de l'ortodòxia pot ser degut a molts factors, sembla indubtable que l'excepcional situació política del país en els últims anys és un ingredient essencial. Turquia ha experimentat, en pocs anys, canvis substancials en el context polític extern i intern, la gestió dels quals ha estat un repte per al Govern, com hauria succeït a qualsevol altre país sotmès a una situació similar. D'entrada, des d'una perspectiva externa, el canvi magmàtic de l'Orient Mitjà, amb conflictes tan cruents com la guerra civil siriana o la lluita contra ISIS, ha repercutit sobre la política nacional, que ha hagut de gestionar des de reptes de caràcter militar i de seguretat interna fins als derivats del flux de refugiats. Però, a més a més, s'hi han sumat l'intent de cop d'Estat del juliol del 2016, amb l'augment del grau d'intervenció intern posterior, la difícil reinvenció del règim constitucionalista turc (que ha comportat un gir cap a un model presidencialista molt allunyat de l'existent des del 1923, quan es va instaurar la república) i unes eleccions presidencials i legislatives fonamentals el 2018, ja sota les noves regles de joc. En aquesta tessitura, un ajust macroeconòmic, que havia de comportar costos socials inevitables, hauria desgastat el capital polític disponible. Aquesta opció, que potser es podia disculpar el 2016, quan els inversors tendien a tenir una visió relativament complaent dels riscos emergents, ha estat insostenible el 2018, quan l'impacte de la incertesa global i de l'enduriment de la política monetària de la Fed sobre els emergents amb més desequilibris s'ha tornat virulent.

Ara, Turquia ha d'afrontar de forma simultània una forta pressió sobre els àmbits reals i financers de la seva economia. D'entrada, la situació actual, d'aturada sobtada de capitals *de facto*, comportarà un ajust inevitable de l'activitat. En aquest sentit, la desacceleració del 2T, quan el creixement va ser del 5,2% interanual, enfront del 7,3% del 1T, pot ser només l'avantsala d'una major feblesa econòmica. Malgrat que l'exercici de fer previsions en

Turquia: saldo de la balança per compte corrent i tipus de canvi



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc de Pagaments Internacionals i de l'Institut Turc d'Estadística (Turkstat).*

plenes turbulències financeres és especialment incert, CaixaBank Research espera un descens ràpid del creixement, que podria acabar sent el més baix des de la Gran Recessió del 2008-2009. Aquesta pèrdua de ritme anirà acompanyada del manteniment de la inflació en dobles dígits en els propers trimestres. Malgrat la menor pressió pel costat de la demanda, en els propers mesos, es produirà la plena translació als preus dels béns importats de la depreciació de la divisa. Pel que fa a la dimensió financera, les dificultats són, fins i tot, superiors. Atès l'elevat nivell de deute en divises que acumula l'economia turca, afrontar-ne el pagament i la renovació, en un context de lira fortament depreciada i amb els tipus d'interès internacionals previsiblement a l'alça, és un repte. En aquesta situació, sembla probable que les dificultats financeres de les empreses s'acabin traslladant a un augment de la morositat bancària.

Atès aquest panorama, quines són les vies que continua tenint obertes? En essència, els encarregats d'establir la política econòmica tenen al seu abast diverses opcions per estabilitzar la situació. La menys ortodoxa, i amb més riscos de ser insuficient i potser, fins i tot, de ser contraproduent, és establir un control de capitals. La més convencional seria intensificar el programa d'ajust que combini un ajust fiscal i un enduriment monetari. Les decisions de les últimes setmanes, amb l'augment del tipus de referència i amb l'anunci d'un ajust fiscal equivalent a l'1,3% del PIB, serien passos en aquesta direcció. Les mesures anteriors tindrien més probabilitats d'èxit si anessin acompanyades de l'ajuda financera de l'FMI, una possibilitat que ha estat reiteradament negada per part de les autoritats turques, però que facilitaria que la política econòmica recuperés credibilitat de forma més ràpida. En absència del crèdit de l'FMI, l'ajust podria acabar sent menys gradual i més intens. Turquia, en definitiva, s'ha quedat gairebé sense temps i amb escàs marge de reacció. El partit no està en absolut perdut, però la pròrroga s'acaba i convé veure porteria amb urgència.

ESTATS UNITS

	2016	2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	07/18	08/18
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	4,0	5,3	4,4	5,2	6,1	5,9
Confiança del consumidor *(valor)*	99,8	120,5	120,3	126,0	127,1	127,2	127,9	134,7
Producció industrial	–1,9	1,6	1,3	3,0	3,4	3,4	4,0	4,9
Índex activitat manufacturera (ISM) *(valor)*	51,4	57,4	58,7	58,7	59,7	58,7	58,1	61,3
Habitatges iniciats *(milers)*	1.177	1.208	1.172	1.259	1.317	1.261	1.174	1.282
Case-Shiller preu habitatge 2a mà *(valor)*	189	200	200	205	209	211	212	...
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	4,9	4,4	4,3	4,1	4,1	3,9	3,9	3,9
Taxa d'ocupació *(% pobl. > 16 anys)*	59,7	60,1	60,2	60,1	60,3	60,4	60,5	60,3
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–2,7	–2,8	–2,8	–2,8	–2,9	–2,8	–2,9	...
Preus								
Preus de consum	1,3	2,1	2,0	2,1	2,2	2,7	2,9	2,7
Preus de consum subjacent	2,2	1,8	1,7	1,8	1,9	2,2	2,4	2,2

Nota: *1. Saldo acumulat durant els 12 últims mesos.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de les dades del Bureau of Economic Analysis, Departament de Treball, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM i Thomson Reuters Datastream.*

JAPÓ

	2016	2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	07/18	08/18
Activitat								
PIB real	1,0	1,7	2,0	2,0	1,1	1,3	–	...
Confiança del consumidor *(valor)*	41,7	43,8	43,8	44,5	44,4	43,7	43,5	43,3
Producció industrial	–0,2	4,5	4,4	4,1	2,5	2,0	0,7	0,1
Índex activitat empresarial (Tankan) *(valor)*	7,0	19,0	22,0	25,0	24,0	21,0	–	19,0
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	3,1	2,8	2,8	2,7	2,5	2,4	2,5	2,4
Balança comercial [1] *(% PIB)*	0,7	0,5	0,6	0,5	0,4	0,4	0,5	0,3
Preus								
Preus de consum	–0,1	0,5	0,6	0,6	1,3	0,6	0,9	1,3
Preus de consum subjacent	0,6	0,1	0,2	0,3	0,4	0,3	0,3	0,4

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

XINA

	2016	2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	08/18
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	9,0	9,0
Producció industrial	6,1	6,6	6,3	6,2	6,6	6,6	6,1
PMI manufactures (oficial) *(valor)*	50,3	51,6	51,8	51,7	51,0	51,6	51,3
Sector exterior							
Balança comercial [1] *(valor)*	512	435	435	435	420	395	362
Exportacions	–8,4	8,5	6,9	10,1	13,6	11,3	9,1
Importacions	–5,7	16,1	14,7	13,2	19,2	20,1	20,5
Preus							
Preus de consum	2,0	1,6	1,6	1,8	2,2	1,8	2,3
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	6,8

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	07/18	08/18	09/18
Vendes al detall *(variació interanual)*	1,6	2,3	2,6	2,0	1,6	1,6	1,1	...	...
Producció industrial *(variació interanual)*	1,6	3,0	4,1	4,2	3,1	2,2	–0,1	...	...
Confiança del consumidor	–7,8	–2,5	–1,5	–0,2	0,5	0,0	–0,5	–1,9	–2,9
Sentiment econòmic	104,2	110,8	111,8	114,3	114,0	112,5	112,1	111,6	110,9
PMI manufactures	52,5	57,4	57,4	59,7	58,3	55,5	55,1	54,6	53,3
PMI serveis	53,1	55,6	55,3	55,9	56,4	54,6	54,2	54,4	54,7
Mercat de treball									
Ocupació (persones) *(variació interanual)*	1,4	1,6	1,7	1,6	1,4	1,5	–	...	–
Taxa d'atur: zona de l'euro *(% pobl. activa)*	10,0	9,1	9,0	8,7	8,6	8,3	8,2	8,1	...
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	9,2	9,3	...
Itàlia *(% pobl. activa)*	11,7	11,3	11,3	11,0	11,0	10,6	10,2	9,7	...
Espanya *(% pobl. activa)*	19,6	17,2	16,8	16,6	16,2	15,4	15,2	15,2	...

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	07/18	08/18	09/18
Saldo corrent: zona de l'euro	**3,8**	**3,7**	**3,7**	**3,7**	**3,9**	**3,8**	**3,7**	**...**	**...**
Alemanya	8,5	7,9	7,9	7,9	7,9	8,1	8,0	...	...
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	1,3	...	...
Tipus de canvi efectiu nominal [1] *(valor)*	**94,3**	**96,5**	**98,5**	**98,6**	**99,6**	**98,5**	**99,2**	**99,0**	**99,4**

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

Finançament i dipòsits dels sectors no financers

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

	2016	2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	07/18	08/18	09/18
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres [1]	1,8	2,5	2,4	3,0	3,3	3,7	4,0	4,2	...
Crèdit a les llars [1, 2]	1,7	2,6	2,7	2,8	2,9	2,9	3,0	3,1	...
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	...	...
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	...	...
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	10,0	10,1	10,6	10,1	9,2	8,1	7,5	6,8	...
Altres dipòsits a curt termini	–1,9	–2,7	–3,0	–2,4	–2,1	–1,5	–1,1	–1,4	...
Instruments negociables	2,7	1,1	–0,4	–1,6	–5,8	–2,8	–3,3	–4,3	...
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	...	...

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.*

Moderació esperada del ritme de creixement

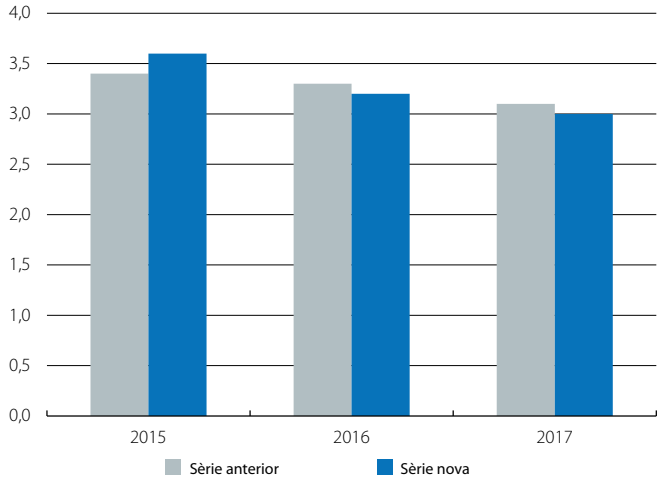
Suau desacceleració del creixement. L'economia espanyola modera el ritme de creixement de manera gradual, i la revisió de la sèrie anual del PIB, que l'INE realitza cada any al setembre, confirma aquesta tendència. Mentre que, el 2015, el creixement va ser del 3,6%, lleugerament superior al previst, el 2016, va ser del 3,2% i, el 2017, del 3,0%, en els dos casos 1 dècima per sota del que s'havia anunciat prèviament. El 2018 i el 2019, com ho preveu l'escenari de CaixaBank Research, aquesta desacceleració gradual continuarà, a causa de l'esvaïment dels vents de cua que han donat suport a l'economia en els últims anys. La demanda interna mantindrà un bon ritme d'avanç, tot i que una mica menor que en el passat, amb el suport d'un consum, tant privat com públic, una mica menys vigorós i d'una inversió que accelerarà lleugerament el ritme d'avanç. Per la seva banda, la contribució del sector exterior al creixement serà propera a zero, en veure's llastat l'avanç de les exportacions pel menor vigor de la zona de l'euro i perquè les importacions es mantindran dinàmiques gràcies a la demanda interna.

Els indicadors d'activitat del 3T apunten a una moderació del ritme d'avanç. En concret, l'indicador avançat del PIB de CaixaBank Research per al 3T projecta un creixement intertrimestral del 0,5%, una xifra inferior a les observades en els sis últims trimestres (el 0,7% de mitjana), tot i que, atesa la poca disponibilitat de dades sobre el 3T, la projecció encara és relativament preliminar. Així i tot, els indicadors disponibles fins avui se situen clarament en nivells inferiors als de l'any passat. Pel costat de l'oferta, l'índex PMI compost de sentiment empresarial continua en zona expansiva (en els 53 punts a l'agost), però per sota dels 56,2 punts registrats, de mitjana, el 2017. Així mateix, la producció industrial va baixar el 0,1% al juliol, després d'un avanç del 0,9% interanual en el 2T. Pel costat de la demanda, les vendes al detall van baixar el 0,4% interanual al juliol i van mantenir l'atonia observada en el 2T (el 0,0%, enfront del 0,9% del 2017). Així, tot sembla indicar que l'economia entra en una fase més madura del cicle, en la qual mantindrà un ritme de creixement sòlid però inferior al registrat en els últims anys.

La creació d'ocupació va avançar a l'agost el 2,9% interanual, un ritme vigorós, tot i que 1 dècima per sota del juliol. En termes no desestacionalitzats, el nombre d'afiliats a la Seguretat Social va disminuir en 203.000 persones, situació habitual en els períodes vacacionals, tot i que el descens va ser una mica superior al registrat en anys anteriors. En el conjunt dels 12 últims mesos, però, el nombre d'afiliats ha augmentat en 530.000 persones, i esperem que aquesta bona evolució continuï, malgrat que a un ritme una mica menys vigorós que en el passat. Per la seva banda, els costos salarials van augmentar de manera moderada en el 2T. Així, segons l'Enquesta Trimestral de Cost Laboral, el cost laboral per hora efectiva va créixer el 0,9% interanual (desestacionalitzat i corregit pels efectes de calendari), 1 dècima per damunt del registre del trimestre ante-

Espanya: revisió de la sèrie del PIB

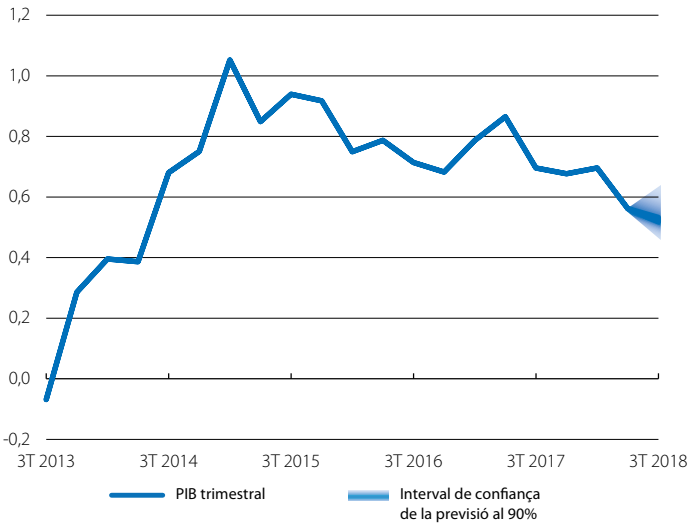
Variació anual (%)



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

Espanya: PIB

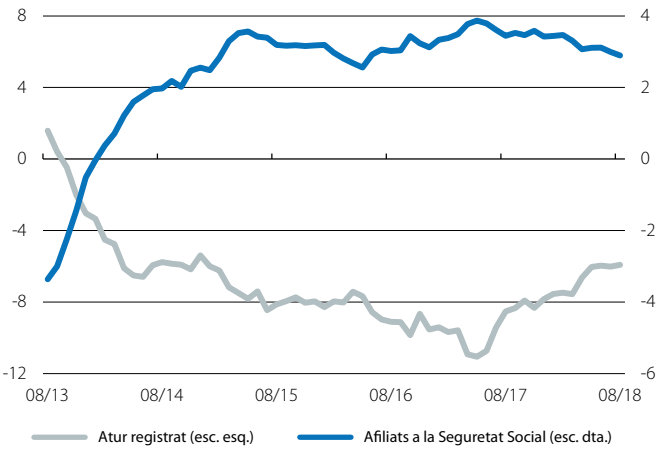
Variació intertrimestral (%)



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

Espanya: afiliats a la Seguretat Social i atur registrat

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



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

rior. De cara als propers trimestres, preveiem que els costos laborals continuaran pujant de forma gradual, a mesura que continuï la recuperació del mercat laboral i s'apliquin uns majors increments salarials, acordats en els convenis col·lectius.

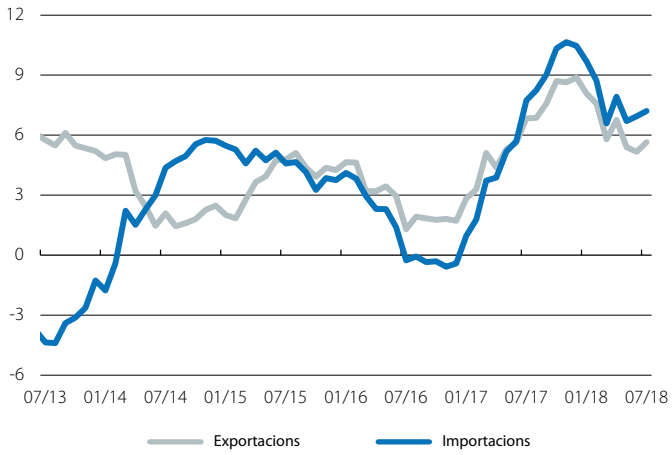
El sector exterior modera el bon to. El superàvit de la balança per compte corrent del juliol es va situar en l'1,3% del PIB (acumulat de 12 mesos), inferior a l'1,9% del juliol del 2017. D'aquestes 6 dècimes de deteriorament, el saldo no energètic, lleugerament negatiu, n'explica la meitat (és a dir, 3 dècimes de PIB), mentre que l'efecte de l'encariment del petroli explica una altra dècima. Així mateix, les dades de duanes del mes de juliol mostren que les exportacions totals de béns van créixer el 5,6% interanual (acumulat de 12 mesos), mentre que el subcomponent d'exportacions no energètiques va avançar el 4,4%. Les importacions, per la seva banda, també es van accelerar, arran de l'embranzida de la demanda interna i de l'encariment del petroli, amb un creixement del 7,2% interanual (el 5,9% interanual les no energètiques). Per al conjunt de l'any, CaixaBank Research preveu una reducció del superàvit per compte corrent fins a l'1,1% el 2018, a causa de l'increment dels preus del petroli i de les importacions de productes no energètics.

El dèficit del conjunt de les Administracions públiques (AAPP) en el 2T es va situar en l'1,8% del PIB, la qual cosa representa una reducció de 0,4 p. p. en relació amb el registre del 2T 2017. Així, en el primer semestre de l'any, s'haurien ja ajustat els 0,4 p. p. necessaris per assolir el dèficit del 2,7% del PIB acordat amb Brussel·les per al 2018 (en relació amb el dèficit del 3,1% registrat el 2017). De cara al segon semestre de l'any, és probable que es produeixi un augment lleuger de la despesa, en particular per l'augment dels salaris dels funcionaris i per la revaloració de les pensions, mesures incloses en els pressupostos d'enguany. Per administracions, el dèficit de l'Estat, del qual ja es disposen dades fins a l'agost, va disminuir fins a representar l'1,6% del PIB (l'1,9% a l'agost del 2017). Així mateix, amb dades fins al juliol, la Seguretat Social va registrar un dèficit del 0,3% del PIB (el 0,5% al juliol del 2017) i les comunitats autònomes van registrar un superàvit del 0,1% del PIB fins al juliol i van millorar el dèficit del –0,1% del PIB del juliol del 2017. Per la seva banda, el deute del conjunt de les AAPP es va situar en el 98,1% del PIB en el 2T 2018, un nivell 1,3 p. p. inferior al del 2T 2017.

El mercat immobiliari consolida la tendència alcista. El preu de l'habitatge que publica l'INE, basat en transaccions, va augmentar el 6,8% interanual en el 2T 2018, 6 dècimes per damunt del valor observat en el 1T i de la mitjana del 2017. Per la seva banda, els preus que publica el Ministeri de Foment, basats en taxacions, van pujar el 3,8% interanual en el 2T i consoliden la tendència alcista en el preu de l'habitatge iniciada el 2015. Així mateix, pel costat de la demanda, continua el dinamisme en la compravenda d'habitatges, que va augmentar el 12% interanual en l'acumulat de l'any fins al juliol. Pel costat de l'oferta, els visats d'obra nova van avançar un notable 24% interanual en l'acumulat de l'any fins al maig. D'aquesta manera, els indicadors reflecteixen unes perspectives favorables de cara als propers trimestres.

*Espanya: exportacions i importacions de béns **

Variació interanual (%)



Nota: ** Acumulat de 12 mesos.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Departament de Duanes.*

Execució pressupostària per administracions

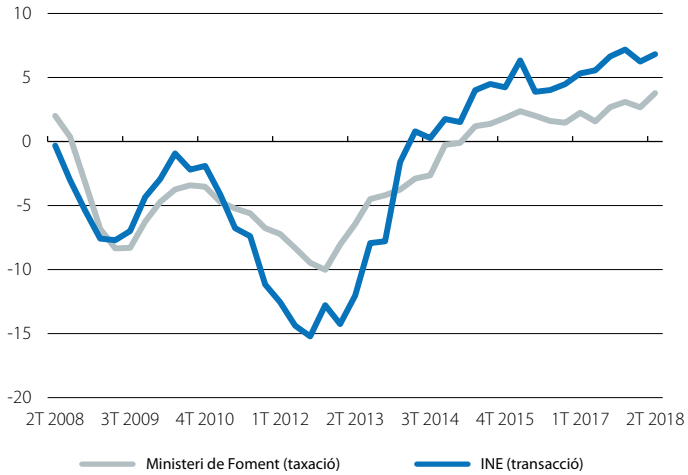
(Dades acumulades des de l'inici de l'any)

	Última dada	Milions d'euros		% del PIB	
		2017	2018	2017	2018
Estat	Agost	–21.588	–18.895	–1,9	–1,6
Seguretat Social	Juliol	–5.309	–3.787	–0,5	–0,3
CCAA	Juliol	–744	681	–0,1	0,1
Total AAPP (sense CCLL) *	Juliol	–27.155	–22.634	–2,3	–1,9
CCLL	Juny	1.446	615	0,1	0,1
Total AAPP *	**2T 2018**	**–25.452**	**–22.083**	**–2,2**	**–1,8**

Nota: ** Exclosa l'ajuda a les institucions financeres.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la IGAE.*

Espanya: preu de l'habitatge lliure

Variació interanual (%)



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

Fins a quin punt ens ha de preocupar la desacceleració de l'economia espanyola?

Les últimes dades de comptabilitat nacional publicades per l'INE, que han inclòs lleugeres revisions a la baixa en trimestres recents, han reflectit un creixement del PIB per sota del que s'esperava. No obstant això, atès que ja hi havia una expectativa que el ritme de creixement de l'economia espanyola es moderés, en aquest article veurem que les últimes dades no donen motius per alarmar-se.[1] De fet, les dades disponibles fins al moment suggereixen que la desacceleració a la qual s'enfronta el país té l'origen en factors que comporten un risc limitat i que les magnituds que es contemplen són moderades.

Un cop d'ull a les dades més recents

Comencem per analitzar les dades més recents i que han pogut generar una mica de preocupació. A la primera taula, presentem les dades de comptabilitat nacional dels quatre últims trimestres de l'economia espanyola.

Com es pot observar, el creixement del PIB s'ha desaccelerat de forma significativa. Tot i que cal recordar que aquests registres encara representen una taxa de creixement sòlida (superior a la de la majoria dels països desenvolupats, per exemple), hi ha dos elements que generen una certa preocupació: la desacceleració del consum privat que s'observa en l'últim trimestre i la dada negativa de la contribució de la demanda externa.

Pel que fa al primer punt, una lectura ràpida de la dada podria suggerir que la desacceleració és deguda a un deteriorament de la confiança de les llars en les perspectives econòmiques. Això, però, contrasta amb els indicadors positius de confiança i de mercat laboral disponibles. En el 2T, l'índex de sentiment econòmic (ESI, per les sigles en anglès) elaborat per la Comissió Europea es va situar en els 109,8 punts, per damunt del registre mitjà del 2017 (108,6). Així mateix, l'índex de confiança del consumidor elaborat també per la Comissió Europea es va situar en els 0,5 punts, 1,2 punts per damunt de la mitjana del 2017. Per la seva banda, l'índex PMI compost elaborat per Markit en el 2T es va situar en els 55,4 punts, un registre compatible amb taxes de creixement robustes. Finalment, cal destacar les dades favorables del mercat laboral, que, en el 2T, va registrar una taxa de creació d'ocupació del 2,8% interanual (segons les dades de l'EPA), lleugerament per damunt del creixement mitjà del 2,6% del 2017.

1. A tall d'exemple, vegeu l'article «L'economia espanyola el 2017: creixent amb menys vents de cua», inclòs al Dossier de l'IM12/2016.

De fet, si ens fixem no solament en el consum real, sinó també en l'evolució del consum nominal i del deflactor, les dades ofereixen una visió menys negativa. En concret, el segon gràfic mostra que, després d'una fase inicial de recuperació (2014-2015) en què l'estabilitat dels preus va fer que el consum real i el consum nominal evolucionessin de manera molt similar, des del 2016 l'avanç del consum real s'ha mantingut relativament estable i ha mostrat poca sensibilitat a l'augment dels preus que reflecteix el deflactor (que segueix molt de prop l'evolució de l'IPC): és a dir, la famílies van optar per compensar els augments en els preus amb una despesa més elevada per mantenir el consum de béns i de serveis. No obstant això, en el 2T 2018, el repunt de la inflació (a causa de l'augment del preu del

Espanya: quadre macroeconòmic

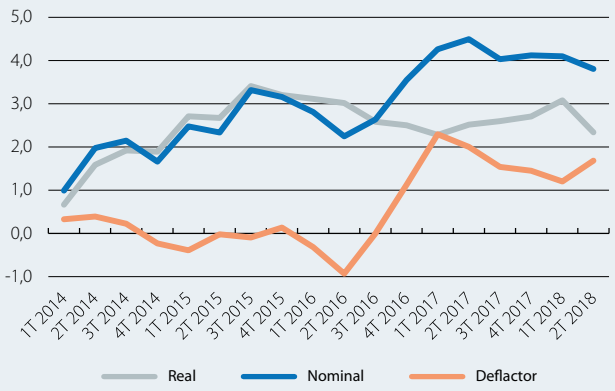
Variació intertrimestral (%)

	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018
Consum privat	0,9	0,4	0,9	0,1
Consum públic	0,6	0,3	0,8	0,1
Formació bruta de capital fix	2,3	0,6	1,1	3,5
Inversió en béns d'equipament	*3,6*	*0,5*	*–0,1*	*6,5*
Inversió en construcció	*1,7*	*0,8*	*2,1*	*2,2*
Demanda interna *(contrib.)*	**1,2**	**0,4**	**0,9**	**0,8**
Exportacions	0,1	1,4	0,6	0,2
Importacions	1,9	0,6	1,7	1,0
Demanda externa *(contrib.)*	**–0,5**	**0,3**	**–0,3**	**–0,2**
PIB	**0,64**	**0,73**	**0,56**	**0,56**

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

Evolució del consum privat nominal, el real i el deflactor

Variació interanual (%)



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

petroli) sí que va afectar el consum real, mentre que el creixement del consum nominal es va mantenir estable al voltant del 4%. En part, això pot ser el resultat de la baixa taxa d'estalvi de les llars, que, en el 2T 2018, es va situar en el 4,7%, el registre més baix de la sèrie històrica. Així, la falta de reacció del consum nominal davant la pujada dels preus pot indicar l'escàs marge de maniobra del qual disposen les llars per ajustar a l'alça la despesa en consum. Així i tot, atès que el repunt dels preus és degut, en gran part, a un augment dels preus energètics, que s'espera que sigui temporal, és probable que el consum real recuperi taxes de creixement més elevades en els propers trimestres, a mesura que la inflació reculi.

Pel que fa al funcionament del sector exterior, les dades disponibles fins al juliol mostren un deteriorament del saldo comercial en béns no energètics. Aquesta dada és menys sorprenent si es té en compte el context actual de desacceleració dels fluxos comercials a nivell global, així com l'apreciació gradual de l'euro que va tenir lloc entre el començament del 2017 i l'abril del 2018.[2] A aquests factors, cal afegir que la incertesa generada per les tensions comercials entre els EUA i la Xina pot penalitzar la confiança.

A més a més, el sector turístic, un dels pilars del superàvit comercial dels últims anys, també ha vist frenada la contribució al creixement, després d'un 2017 excepcionalment bo. Tal com es pot veure al tercer gràfic, amb dades fins al juliol, l'arribada de turistes s'ha estancat en relació amb l'any anterior. Així, tots aquests factors fan preveure que el sector exterior tindrà un comportament menys favorable en els propers trimestres que el registrat en els últims anys. En aquest sentit, al quart gràfic presentem un quadre amb diferents estimacions de l'impacte que la desacceleració del sector turístic pot tenir sobre el PIB: en un escenari raonable, l'impacte se situaria al voltant dels 0,1-0,2 p. p.

Vents que canvien de direcció

Les elevades taxes de creixement registrades a Espanya entre el 2015 i el 2016 no haurien estat possibles sense un seguit de factors que van donar més impuls a la recuperació econòmica que ja estava en marxa. Aquests vents de cua fan referència a la caiguda del preu del petroli que es va produir al final del 2014 (el preu del cru va passar dels 112 dòlars al juny del 2014 als 50 dòlars al gener del 2015), a la compressió dels tipus d'interès resultant de les polítiques del BCE, a una política fiscal que va passar de restar al creixement a realitzar lleugeres aportacions i a la depreciació de l'euro. Tots aquests factors queden recollits al cinquè gràfic, on les nostres estimacions reflecteixen que els vents de cua van tenir una contribució especialment remarcable el 2015 i el 2016.

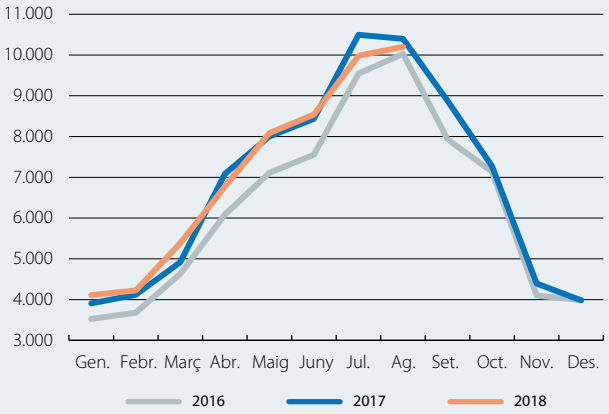
No obstant això, en la conjuntura actual, molts d'aquests vents de cua s'han esgotat o, fins i tot, s'han girat de cara. Els exemples més clars són el preu del petroli i el tipus de canvi. Així, després de situar-se en els 48 dòlars per barril al juny del 2017, el preu del petroli ha anat escalant i, al setembre del 2018, es va situar al voltant dels 80 dòlars. Així mateix, el tipus de canvi efectiu nominal de l'euro s'ha apreciat el 6% des de l'inici del 2017. Atès aquest viratge dels vents de cua, a l'últim gràfic també mostrem les nostres estimacions de l'impacte sobre el PIB previst per a cada factor esmentat més amunt (petroli, tipus d'interès, tipus de canvi i política fiscal) per al període 2018-2019.

Tal com es pot observar, segons les estimacions de CaixaBank Research, tots els factors considerats limitaran el creixement de l'economia espanyola, llevat de la política fiscal, que preveiem que mantindrà una orientació lleugerament expansiva. Pel que fa al preu del petroli, s'espera que l'impacte més sever es concentri enguany, ja que, més enllà, preveiem que el preu del cru frenarà la tendència alcista. En canvi, s'espera que l'efecte d'uns tipus d'interès més alts, per la finalització de les compres netes d'actius per part del BCE al final del 2018 i per les pujades dels

2. El tipus de canvi efectiu nominal de l'euro es va apreciar el 9% entre el gener del 2017 i l'abril del 2018.

Espanya: nombre de turistes

Milers de persones



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

Sector turístic: quadre de sensibilitats del PIB

Variació interanual (%)

	2017	Acum. juliol 18	Escenari 1	Escenari 2
Exportacions turisme	17,1	3,3	2,0	0,0
Impacte sobre el PIB (en p. p.)			0,09	0,16

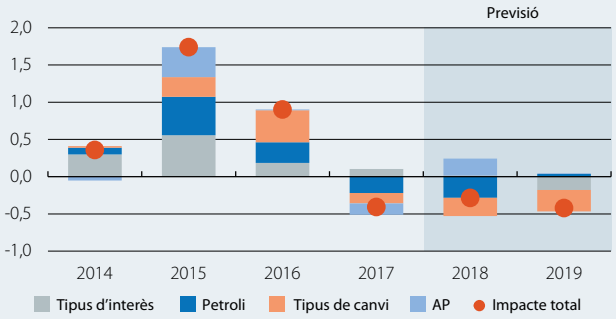
Nota: *L'impacte sobre el PIB es calcula sobre la base del saldo d'exportacions turístiques. No s'inclouen els efectes indirectes.*
Font: *CaixaBank Research.*

tipus de referència del BCE al final del 2019, es comenci a notar el 2019. Finalment, l'apreciació de l'euro que s'ha produït fins avui, i que s'espera que tingui encara un cert marge de recorregut, pesarà sobre el PIB al llarg d'enguany i de l'any vinent. Així i tot, cal destacar que l'impacte negatiu d'aquests factors sobre el creixement del PIB no s'espera que superi, en conjunt, els –0,4 p. p. de PIB, una magnitud molt més moderada que l'observada el 2015 i el 2016, quan aquests factors van contribuir positivament entre 1 i 1,5 p. p. al creixement del PIB.

Així, doncs, cal alarmar-se per la desacceleració econòmica que assenyalen les últimes dades? La nostra anàlisi suggereix que, malgrat que cal esperar que es produeixi una desacceleració i que es pugui intensificar al llarg d'enguany i de l'any vinent, les magnituds considerades i els factors que la causen no apunten a una desacceleració brusca, sinó que donen suport a la visió que l'economia canvia de marxa i entra en una fase més avançada del cicle.

Espanya: impacte sobre el creixement dels vents de cua i de cara

(p. p.)



Notes: *L'impacte dels diferents factors s'estima a partir del saldo energètic, del pagament d'interessos, de la depreciació del tipus de canvi efectiu real i de l'ajust fiscal. Per estimar l'impacte sobre els components de la demanda, s'assumeix una propensió marginal al consum del 60% i una intensitat importadora del 25%. No es contemplen els efectes indirectes.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE, del BCE i del Banc d'Espanya.*

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	07/18	08/18	09/18
Indústria								
Índex de producció industrial	1,9	3,2	5,2	2,7	0,9	–0,1	...	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	–2,3	1,0	4,3	2,8	1,2	–1,3	–3,5	–3,0
PMI de manufactures *(valor)*	53,2	54,8	55,9	55,3	53,7	52,9	53,0	51,4
Construcció								
Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)*	43,7	22,9	25,1	25,1	28,1	27,1	...	...
Compravenda d'habitatges *(acum. de 12 mesos)*	13,1	13,8	14,4	15,0	15,2	13,7	...	...
Preu de l'habitatge	1,9	2,4	3,1	2,7	3,8	–	...	–
Serveis								
Turistes estrangers *(acum. de 12 mesos)*	8,2	10,0	9,2	8,2	5,3	2,4	–10,7	–22,7
PMI de serveis *(valor)*	55,0	56,4	54,5	56,8	55,8	52,6	52,7	...
Consum								
Vendes comerç al detall	3,8	0,9	0,5	1,8	0,0	–0,5	0,3	...
Matriculacions d'automòbils	11,4	7,9	10,8	11,8	9,2	19,3	48,7	–17,0
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–3,8	–0,7	–1,5	–0,6	0,5	0,6	–2,5	–8,0
Mercat de treball								
Població ocupada [1]	2,7	2,6	2,6	2,4	2,8	–	...	–
Taxa d'atur (% de la població activa)	19,6	17,2	16,5	16,7	15,3	–	...	–
Afiliats a la Seguretat Social [2]	3,0	3,6	3,5	3,4	3,1	3,0	2,9	...
PIB	**3,2**	**3,0**	**3,1**	**2,8**	**2,5**	**–**	**...**	**–**

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	07/18	08/18	09/18
General	–0,2	2,0	1,4	1,0	1,8	2,2	2,2	2,2
Subjacent	0,8	1,1	0,8	1,0	1,0	0,9	0,8	...

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	07/18	08/18	09/18
Comerç de béns								
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	1,7	8,9	8,9	5,8	5,2	5,6	...	...
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	–0,4	10,5	10,5	6,6	6,9	7,2	...	...
Saldo corrent	**25,2**	**21,5**	**21,5**	**20,8**	**17,2**	**15,0**	**...**	**...**
Béns i serveis	36,0	33,6	33,6	33,5	29,5	27,3	...	...
Rendes primàries i secundàries	–10,7	–12,1	–12,1	–12,7	–12,3	–12,2	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**27,8**	**24,2**	**24,2**	**23,8**	**20,4**	**18,1**	**...**	**...**

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	4T 2017	1T 2017	2T 2018	07/18	08/18	09/18
Dipòsits								
Dipòsits de llars i empreses	2,5	2,8	3,2	2,5	3,0	3,4	3,3	...
A la vista i estalvi	16,0	17,6	15,9	12,3	11,0	10,4	10,2	...
A termini i preavís	–16,0	–24,2	–24,6	–23,1	–20,7	–19,2	–19,1	...
Dipòsits d'AP	–14,2	–8,7	13,1	16,7	17,6	12,4	8,6	...
TOTAL	**1,2**	**1,9**	**3,7**	**3,2**	**3,8**	**4,0**	**3,6**	**...**
Saldo viu de crèdit			...	...	...	...		
Sector privat	–3,6	–2,2	–1,9	–2,2	–2,8	–2,4	–2,2	...
Empreses no financeres	–5,3	–3,6	–3,3	–4,4	–6,4	–5,8	–5,5	...
Llars - habitatges	–3,7	–2,8	–2,6	–2,4	–2,0	–1,7	–1,6	...
Llars - altres finalitats	2,0	3,7	4,5	4,9	5,0	5,2	5,1	...
Administracions públiques	–2,9	–9,7	–11,4	–12,5	–9,4	–9,0	–9,6	...
TOTAL	**–3,6**	**–2,8**	**–2,5**	**–2,9**	**–3,2**	**–2,8**	**–2,7**	**...**
Taxa de morositat *(%)* [4]	**9,1**	**7,8**	**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.*

Creixement ferm però amb tendència a suavitzar-se

El creixement del PIB es va accelerar en el 2T 2018. Els comptes nacionals publicats per l'INE, amb el desglossament del PIB per components, mostren un avanç del 0,6% intertrimestral (el 2,4% interanual) en el 2T, unes xifres lleugerament superiors a l'estimació inicial (el 0,5% intertrimestral i el 2,3% interanual) i a les del 1T (el 0,4% i el 2,2%, respectivament). Per components, el consum privat i les exportacions van ser els components que més van contribuir a aquestes bones xifres, amb el suport de la millora del mercat laboral i de la renda de les famílies, d'una banda, i de la desaparició de factors temporals que havien llastat les vendes a l'estranger en el 1T (com la menor activitat de refinatge), de l'altre. No obstant això, aquests bons registres són una mica inferiors a la mitjana observada el 2016-2017 (que va ser superior al 0,6% intertrimestral) i, juntament amb els últims indicadors d'activitat i de confiança, evidencien que, a mesura que l'economia es consolida en la fase expansiva del cicle, la velocitat d'avanç se suavitza. En concret, aquesta desacceleració reflecteix, d'una banda, la pèrdua d'impuls dels factors que van afavorir de forma temporal el creixement en els últims anys (com els baixos preus del petroli i uns tipus d'interès en mínims històrics) i, de l'altra, un menor dinamisme dels principals socis comercials de Portugal. Pel que fa als riscos, a nivell global, s'orienten a la baixa, en especial pel temor a un augment del proteccionisme. A nivell domèstic, preocupa la baixa taxa d'estalvi de les famílies (el 4,4% de la renda disponible en el 2T 2018), que podria llastar el consum, mentre que, d'altra banda, les exportacions podrien sorprendre en positiu gràcies a la producció d'automòbils.

El mercat laboral evoluciona de forma favorable. L'ocupació va continuar creixent a bon ritme al juliol (el 2,1% interanual, dades desestacionalitzades), tot i que amb unes xifres clarament inferiors a les de l'any anterior (el 3% en la mitjana del 2017). Així, també s'observen indicis de moderació en el creixement al mercat laboral. En la mateixa línia, la reducció de vacants a les oficines d'ocupació (en termes interanuals i amb dades fins al maig) suggereix una disminució de la disponibilitat de llocs de treball, tot i que una part d'aquesta disminució s'explica per un nivell de partida relativament elevat. D'altra banda, la taxa d'atur es va estabilitzar al juliol en el 6,8%, malgrat que, en termes interanuals, és una xifra 2,1 p. p. inferior a la del juliol del 2017.

La capacitat de finançament exterior contribueix a la reducció de l'endeutament extern. En el 2T 2018, l'economia va mantenir una capacitat de finançament exterior positiva, tot i que es va deteriorar de l'1,2% del PIB en el 1T 2018 al 0,7%. Aquesta disminució va ser deguda, gairebé íntegrament, al deteriorament de la capacitat de finançament exterior de les llars, que va passar de l'1,3% en el 1T al 0,7% en el 2T, mentre que el sector financer va millorar la capacitat de finançament fins al 2,1% (l'1,9% en el 1T). D'altra banda, el sector corporatiu

Portugal: PIB

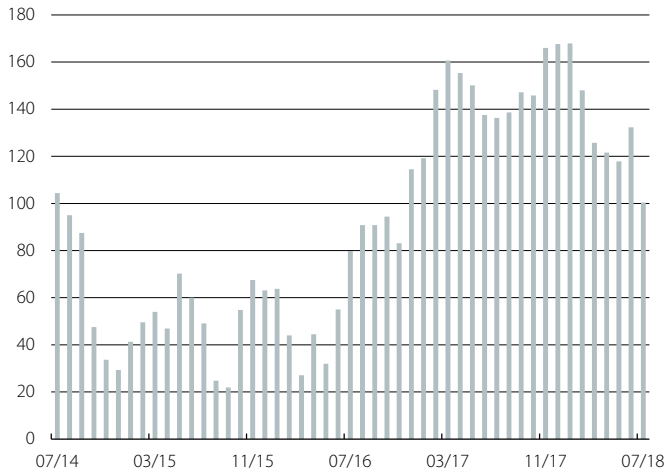
Variació interanual (%)

	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018
PIB	2,5	2,5	2,2	2,4
Consum privat	2,7	2,2	2,2	2,7
Consum públic	0,6	0,6	0,7	0,9
Inversió	9,3	6,1	4,3	3,7
Inversió en material de transport	10,8	0,4	5,7	–5,7
Inversió en equipament	15,4	9,3	8,6	7,8
Inversió en construcció	8,1	6,5	2,1	3,3
Exportacions	6,2	7,2	4,9	7,0
Importacions	8,7	7,2	5,6	7,2

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

Portugal: ocupació

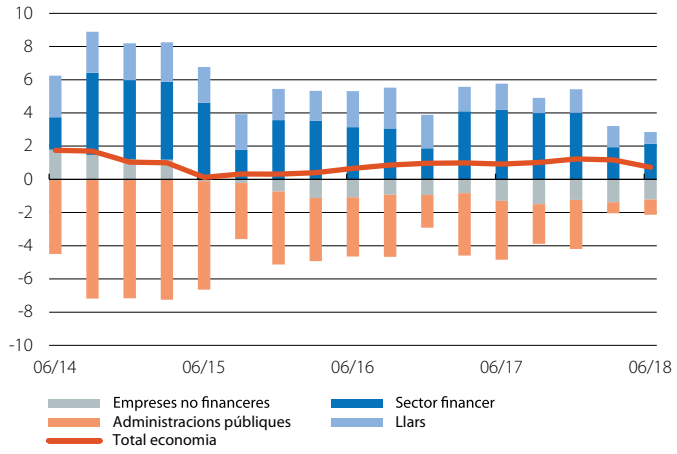
Variació interanual (milers)



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

Portugal: capacitat/necessitat de finançament exterior

(% del PIB)



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

no financer i les Administracions públiques van mantenir unes necessitats de finançament exterior de l'1,2% i del 0,9%, respectivament.

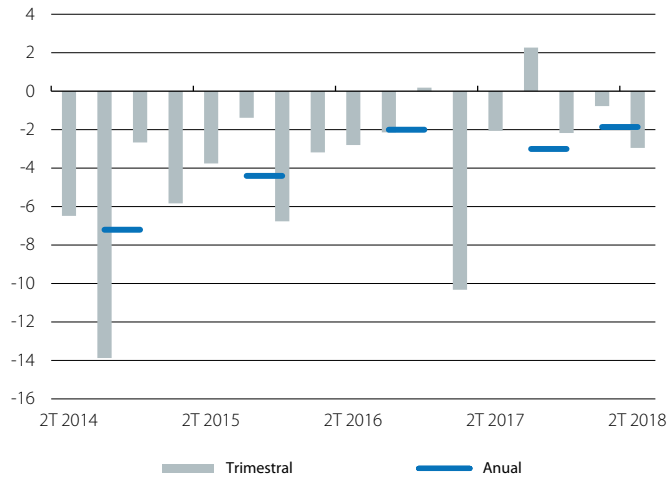
Els comptes públics mantenen una trajectòria positiva i continuen aprofitant el creixement econòmic i la recuperació del mercat laboral. Les dades de dèficit dels sis primers mesos de l'any confirmen l'evolució favorable dels comptes públics, amb un dèficit del 0,6% del PIB (un cop exclosos els factors puntuals relacionats amb les ajudes a la banca, com l'ampliació de capital de Novo Banco), que representa una millora d'1,35 p. p. en relació amb el registre dels sis primers mesos del 2017. En el mateix sentit, les dades de flux de caixa també mostren una evolució positiva dels comptes públics, amb un dèficit de l'Administració de 577 milions d'euros, equivalent al 0,4% del PIB (dades fins a l'agost). Per components, els fluxos de caixa mostren un bon comportament dels ingressos fiscals (el +5,3% interanual) i un augment del 2,1% de la despesa, reflex de la reducció de les despeses de personal (–1,2%, influenciades per un efecte de base, en dividir-se el 2017 la paga de Nadal dels funcionaris públics en 12 mensualitats), que va ser compensada amb escreix per la despesa en adquisició de béns i serveis (el +7,7%) mitjançant el pagament dels deutes pendents a la sanitat pública. D'aquesta manera, les dinàmiques observades reforcen l'expectativa que el dèficit públic tancarà l'any 2018 per sota de l'1,0% del PIB.

El preu de l'habitatge es desaccelera, però continua en cotes elevades. El preu de l'habitatge va augmentar l'11,2% interanual en el 2T 2018, una xifra 1,0 p. p. per sota del registre del 1T i que va posar fi a cinc trimestres consecutius d'acceleració dels preus. Aquesta desacceleració, però, era esperada i reforça l'expectativa que l'oferta retallarà la bretxa que la separa de la demanda, gràcies a l'augment de concessió de noves llicències i de noves construccions d'habitatges, la qual cosa contribuirà a una evolució més moderada dels preus.

La reducció del crèdit al sector privat no financer es modera. L'FMI, en l'avaluació recent del país, va destacar la major solidesa dels balanços i del sistema bancari i, en especial, els avanços en la reducció dels préstecs dubtosos, així com l'augment de l'eficiència operativa. No obstant això, l'FMI també va assenyalar la necessitat de continuar reduint els elevats nivells de crèdit dubtós, que són una trava per millorar la rendibilitat del sistema bancari portuguès. Per la seva banda, les dades disponibles fins al juliol continuen reflectint un creixement ferm de les noves operacions de crèdit, amb un fort augment de les noves operacions per a la compra d'habitatge (el 27,2% interanual) i del crèdit al consum (el 15,4%). A més a més, s'observa un augment de les noves operacions de crèdit a les empreses no financeres (el +14,1%, amb un paper destacat del segment de les grans empreses). No obstant això, l'*stock* de crèdit al sector privat no financer continua disminuint (–1,5% interanual al juliol), tot i que de forma més moderada que l'any passat (–4,3%).

Portugal: saldo públic

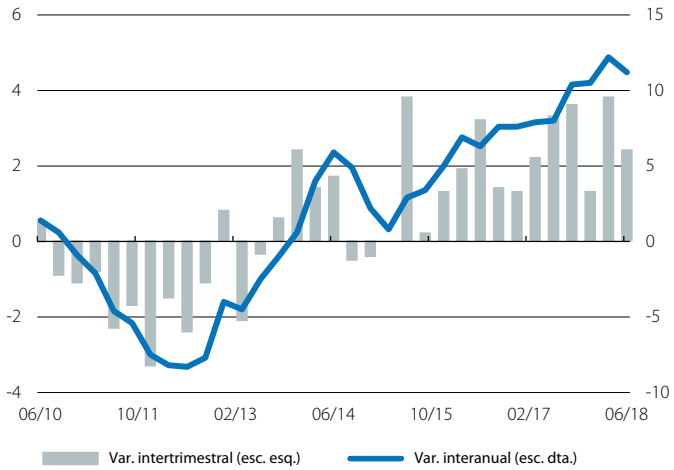
(% del PIB)



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

Portugal: preu de l'habitatge

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



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

Portugal: crèdit al sector privat

Juliol 2018

	Saldo (milions d'euros)	Variació interanual (%)
Crèdit a particulars	120.469	0,0
Crèdit per a habitatge	98.178	–1,3
Crèdit al consum i altres finalitats	22.291	5,6
Consum	14.602	12,8
Crèdit a empreses	72.234	–3,8
No promotors immobiliaris	65.955	–3,6
Promotors immobiliaris*	6.279	–6,0
Crèdit total al sector privat*	**192.703**	**–1,5**

Nota: ** Crèdit concedit al sector privat no financer.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc de Portugal.*

Recuperació de l'ocupació i creixement de l'economia portuguesa

Una de les principals característiques de la recent recuperació econòmica a Portugal ha estat l'evolució sorprenentment positiva del mercat laboral. De fet, entre el 2014 i el 2017, el nombre de llocs de treball va augmentar en més de 351.000, la qual cosa representa un creixement mitjà anual de l'1,9%, lleugerament superior a l'avanç del PIB, de l'1,8% de mitjana en el mateix període. Quins són els principals factors que contribueixen a aquesta evolució?

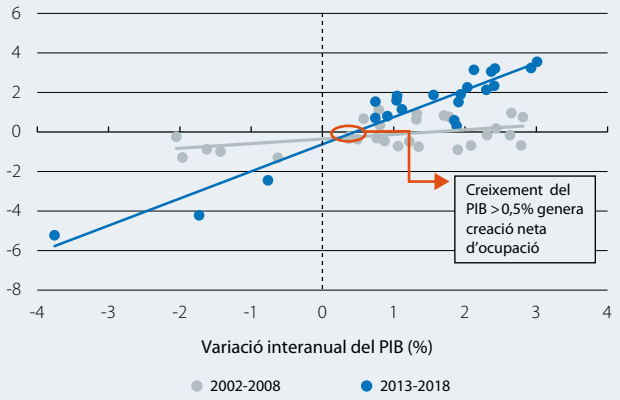
La relació entre el PIB i l'ocupació: abans i després de la crisi

Entre el 4T 2013 (període que marca l'inici de la recuperació de l'activitat econòmica i de l'ocupació) i el 2T 2018, l'ocupació va augmentar el 9,2% i el PIB, el 8,3%, la qual cosa revela una ràtio d'1,1 llocs de treball creats per cada nova unitat del PIB, un valor molt elevat i substancialment superior al registrat a la zona de l'euro en el mateix període (0,6). Aquest valor contrasta amb l'observat temps enrere en l'economia portuguesa, ja que, del 1995 al 2008, la relació entre l'ocupació i el PIB era de 0,6 llocs de treball per unitat de PIB.

Una de les explicacions d'aquest dinamisme del mercat laboral és que l'economia ha estat capaç de crear ocupació en termes nets a partir de taxes de creixement del PIB més baixes que abans de la crisi financera internacional. Com s'observa al primer gràfic, la corba que relaciona el creixement de l'ocupació amb el del PIB (l'anomenada corba d'Okun) ha guanyat pendent des del 2013, de manera que els augments en la taxa de creixement del PIB s'associen a una major acceleració en la taxa de creixement de l'ocupació. El gràfic també ajuda a constatar que l'economia lusitana ara és capaç de crear ocupació a partir d'un creixement del PIB del 0,5% interanual, una taxa significativament inferior a la del període de l'any 2002 al 2008, que se situava en l'1,5%.

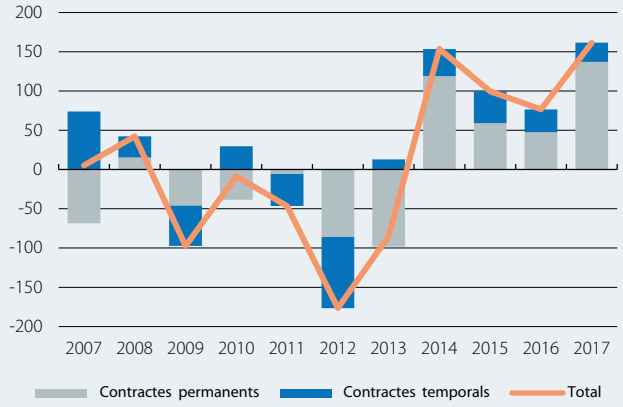
La relació més estreta entre l'ocupació i el PIB després de la crisi coincideix amb les reformes estructurals introduïdes al mercat laboral, en especial les implementades en el període 2011-2015. En aquest sentit, el BCE ha destacat que els països que van implementar reformes estructurals, com és el cas de Portugal, veuen ara com l'ocupació reacciona de forma més marcada a la recuperació del PIB.[1] A Portugal, les reformes aplicades en aquest període es van encarar a simplificar la legislació i van aconseguir incrementar la flexibilitat del mercat laboral, tal com ho mostra

Portugal: creixement del PIB i de l'ocupació
Variació interanual l'ocupació (%)



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

Portugal: empleats per compte d'altri
Variació interanual (milers)



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

l'indicador *employment protection legislation* (EPL) elaborat per l'OCDE.[2] Més concretament, l'OCDE considera que les modificacions en l'àmbit de les indemnitzacions dutes a terme en aquest període[3] poden haver impulsat de forma significativa la recent creació d'ocupació. També és probable que els programes de suport a la contractació[4] hagin tingut un impacte positiu.

No obstant això, cal afegir que el ràpid augment de l'ocupació en els últims anys respon també a factors temporals. En concret, la pressió sobre les empreses per ajustar costos durant el període recessiu en va forçar moltes a dur a ter-

1. Banc Central Europeu, Butlletí Econòmic del juny del 2016.
2. Vegeu OCDE (2017), «Labour Market Reforms in Portugal 2011-2015: A Preliminary Assessment». L'EPL es va reduir en 0,95 punts, una de les reduccions més significatives en el conjunt dels països de l'OCDE, tot i que es manté en nivells elevats (3,18 enfront de 2,04 a l'OCDE el 2013).
3. El valor de les indemnitzacions que cal pagar pels acomiadaments en els contractes indefinits es va reduir de 30 dies de salari per any treballat a 12 dies, i es va eliminar el nivell mínim d'indemnització que cal atribuir al treballador. Les noves regles s'apliquen als nous contractes laborals.
4. Per exemple, el Contracte Ocupació, una ajuda financera a la contractació d'aturats inscrits als centres d'ocupació.

me un ajust excessiu d'ocupació per poder sobreviure, un fenomen que s'està revertint ara que la recuperació s'ha consolidat. Durant el període 2008-2013, es van destruir 630.000 lloc de treball (és a dir, el 12% dels llocs existents el 2008), en part arran d'un mercat laboral rígid i dual i del fet que el teixit empresarial portuguès està compost per empreses petites, que tenen menys probabilitats de supervivència en períodes de crisis. La rigidesa del mercat laboral i la presència insuficient de mecanismes per reduir el nombre d'hores treballades per ocupat[5] durant el període de la crisi van potenciar la pèrdua de llocs de treball. A més a més, la menor protecció dels treballadors temporals (en relació amb els qui tenen un contracte indefinit) i l'elevada dualitat del mercat[6] van fomentar la reducció del nombre de treballadors mitjançant la no-renovació dels seus contractes.

La composició sectorial també importa

La major sensibilitat de l'ocupació al creixement del PIB també s'explica pels canvis en l'estructura sectorial del PIB. En el període de recessió (2008-2013), la destrucció de llocs de treball va ser més intensa als sectors de la construcció (l'ocupació va disminuir l'11,8% anual) i de la indústria (el −4,2%) que al dels serveis (el −0,8%). En aquest període, el pes dels serveis en el valor afegit brut (VAB) total va augmentar fins al 76,7% el 2013, 2,5 p. p. més que el 2008, mentre que el sector de la construcció va perdre importància en una magnitud semblant i el pes de la indústria es va mantenir estable. Així, atès que l'ocupació al sector serveis tendeix a ser molt sensible a les variacions en el creixement del PIB, l'augment del pes dels serveis contribueix a reduir la diferència entre el creixement del PIB i de l'ocupació total. Entre el 1T 2014 i el 2T 2018, l'ocupació als serveis va tenir un creixement acumulat del 12,5%, mentre que el creixement del VAB va ser més moderat: el 7,2%.

Però la construcció i la indústria també han contribuït de forma important a la reactivació de l'ocupació, ja que van experimentar una forta creació de llocs de treball després de la important destrucció observada en el període de recessió econòmica. A tall d'exemple, al sector de la construcció, es va destruir un de cada dos llocs de treball i, al de la indústria, un de cada cinc. En termes acumulats, entre el 1T 2014 i el 2T 2018, l'ocupació va augmentar el 13,3% al sector de la construcció i el 14,9% al de la indústria, després que, en el període de recessió (2008-2013), s'hagués registrat una caiguda acumulada del 45,8% i del 18,5%, respectivament.

5. La reducció del nombre d'hores treballades durant el període 2008-2013 va ser paral·lela a la pèrdua de llocs de treball. És a dir, l'ajust al mercat laboral es va produir essencialment en el marge extensiu (nombre de llocs de treball) i no en l'intensiu (hores per treballador).
6. En la primera meitat del 2018, el pes dels contractes temporals en el total de l'ocupació per compte d'altri era del 19%, un percentatge similar al registrat el 2008.

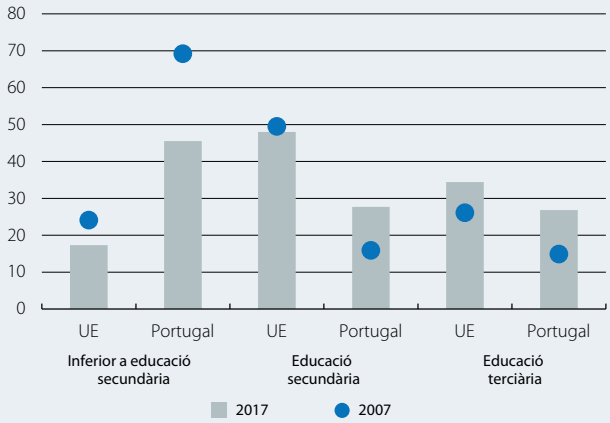
Com serà la relació entre l'ocupació i el PIB en el futur?

La terciarització de l'economia (més pes dels serveis en l'estructura productiva) i un mercat laboral menys rígid continuaran fomentant una relació més estreta entre l'ocupació i el PIB en el futur: com hem vist, segons la corba d'Okun, ara l'economia és capaç de crear ocupació amb taxes de creixement del PIB més baixes que abans, la qual cosa permet que els individus es beneficiïn més ràpidament de la recuperació de l'activitat econòmica.

L'altra cara de la moneda del fort ritme de creació d'ocupació és el menor ritme de creixement de la productivitat del treball. Malgrat que una part del fort repunt de l'ocupació sigui resultat de factors temporals i que, per tant, puguem esperar una certa recuperació del creixement de la productivitat del treball en els propers anys, hi ha motius per pensar que aquest creixement serà limitat. En aquest sentit, continua destacant la baixa qualificació de la mà d'obra portuguesa. En efecte, el 2017, Portugal era el país de la UE amb un percentatge més elevat de treballadors amb un nivell d'estudis inferior a l'educació secundària.[7] Incrementar el capital humà continua sent un dels principals reptes per impulsar la productivitat.

Portugal: empleats en funció del nivell educatiu

Fracció del total de treballadors entre 15 i 64 anys (%)



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

7. Banc de Portugal, Butlletí Econòmic del maig del 2018.

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	05/18	06/18	07/18	08/18	09/18
Índex coincident d'activitat	1,5	2,7	2,8	2,5	2,1	2,1	1,9	1,7	1,6	...
Indústria										
Índex de producció industrial	2,4	4,0	2,5	2,3	0,5	–2,7	–0,1	–1,3	–2,9	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	–0,7	2,3	3,5	2,1	0,0	–0,5	0,5	0,9	1,6	–1,2
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	23,7	...	23,7	...	...	...
Preu de l'habitatge *(euro/m² - taxació)*	3,8	5,0	4,5	5,4	6,1	...	6,1	...	...	...
Serveis										
Turistes estrangers (*acum. 12 mesos*)	10,9	12,3	12,1	11,2	7,6	7,9	6,3			
Indicador de confiança als serveis *(valor)*	7,3	13,8	14,8	13,2	14,4	13,7	18,9	18,3	14,5	16,7
Consum										
Vendes comerç al detall	2,7	4,1	4,1	5,9	2,6	5,6	3,2	2,4	3,4	...
Indicador coincident del consum privat	1,7	2,4	2,5	2,3	2,1	2,1	2,0	1,8	1,6	...
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–11,1	0,5	2,3	2,0	2,8	4,1	1,3	–1,4	–1,3	–1,5
Mercat de treball										
Població ocupada [1]	1,2	3,3	3,5	3,2	2,4	2,5	2,8	2,2	1,9	...
Taxa d'atur (% de la població activa)	11,1	8,9	8,1	7,9	6,7	7,1	6,8	6,8	6,8	...
PIB	**1,9**	**2,8**	**2,5**	**2,2**	**2,4**	**...**	**2,4**	**...**	**...**	**...**

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	05/18	06/18	07/18	08/18	09/18
General	0,6	1,6	1,8	0,9	1,2	1,4	2,0	2,2	1,3	2,3
Subjacent	0,8	1,3	1,6	0,9	0,9	1,1	1,5	1,8	0,7	...

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	05/18	06/18	07/18	08/18	09/18
Comerç de béns										
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	0,8	10,0	10,0	6,5	7,4	7,2	7,4	8,1	...	...
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	1,5	13,5	13,5	11,0	9,8	9,0	9,8	9,5	...	...
Saldo corrent	**1,1**	**0,9**	**0,9**	**0,9**	**0,0**	**0,6**	**0,0**	**0,0**	**...**	**...**
Béns i serveis	3,8	3,5	3,5	3,2	3,1	3,6	3,1	3,2	...	...
Rendes primàries i secundàries	–2,7	–2,6	–2,6	–2,3	–3,1	–3,0	–3,1	–3,3	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**3,0**	**2,7**	**2,7**	**2,7**	**1,9**	**2,3**	**1,9**	**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	05/18	06/18	07/18	08/18	09/18
Dipòsits										
Dipòsits de llars i empreses	3,7	1,7	2,1	2,6	4,3	4,3	4,9	3,6	...	...
A la vista i estalvi	19,5	15,7	2,1	2,6	4,3	15,4	16,2	11,4	...	...
A termini i preavís	–3,2	–5,8	–4,4	–4,1	–2,9	–2,9	–2,5	–1,8	...	...
Dipòsits d'AP	–17,9	1,3	12,1	1,9	–0,8	–9,7	12,8	–1,2	...	...
TOTAL	**2,3**	**1,6**	**2,6**	**2,6**	**4,0**	**3,5**	**5,4**	**3,4**	**...**	**...**
Saldo viu de crèdit										
Sector privat	–3,9	–4,0	–3,4	–1,8	–1,8	–1,7	–1,6	–1,5	...	...
Empreses no financeres	–5,6	–6,5	–6,0	–3,1	–3,7	–3,6	–3,6	–3,8	...	...
Llars - habitatges	–3,3	–3,1	–2,1	–1,9	–1,6	–1,6	–1,4	–1,3	...	...
Llars - altres finalitats	–0,5	0,9	0,2	3,0	4,1	4,3	4,5	5,6	...	...
Administracions públiques	–9,4	9,3	22,9	19,0	14,8	17,4	10,6	–13,9	...	...
TOTAL	**–4,2**	**–3,5**	**–2,4**	**–1,0**	**–1,1**	**–1,0**	**–1,2**	**–2,1**	**...**	**...**
Taxa de morositat *(%)* [3]	**17,2**	**13,3**	**13,3**	**13,0**	**...**	**...**	**...**	**...**	**...**	**...**

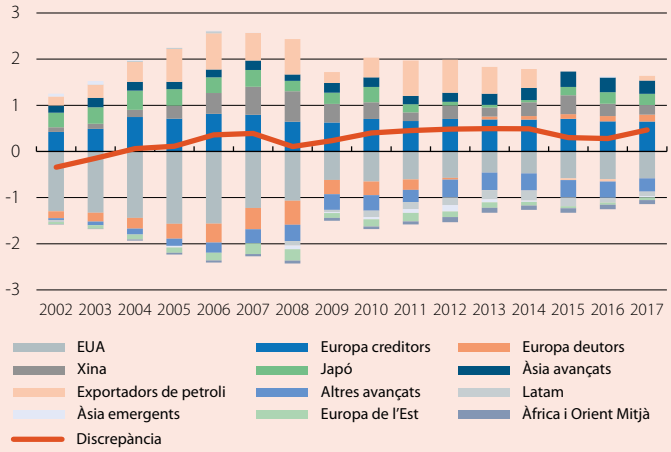
Notes: *1. Estimació de l'INE. 2. Dades agregades del sector bancari portugués i residents a Portugal. 3. Dada fi del període.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE, Banc de Portugal, Comissió Europea i Associació Europea de Productors d'Automòbils.*

El paper dels desequilibris globals 10 anys després

Deu anys després de l'esclat de la gran crisi econòmico-financera global, l'economia mundial creix a cotes properes al 4% anual, un ritme raonablement elevat. La majoria de projeccions apunten a la continuïtat d'aquesta tendència a mitjà termini. No obstant això, en aquest escenari d'avanços notables, alguns factors de risc ben coneguts tornen a incomodar. Entre ells, els desequilibris globals.

Però, quan parlem de desequilibris globals, a què ens referim exactament? En general, entenem els desequilibris globals com una situació de dèficits i de superàvits per compte corrent elevats i persistents que poden tenir repercussions globals. La presència de dèficits (i superàvits) per compte corrent no és preocupant *a priori*, ja que poden ser el resultat de moviments òptims de capitals des de països amb baixes perspectives de creixement (els superavitaris) cap a països amb millors perspectives futures (els deficitaris). No obstant això, si aquests dèficits (i superàvits) s'originen, per exemple, a través de polítiques fiscals fortament expansives, d'un excés d'estalvi (motivat per un escenari amb elevada aversió al risc) que es dirigeix a països estrangers amb un ventall desenvolupat d'actius segurs o de polítiques mercantilistes, sí poden ser motiu d'inquietud.

Desequilibris globals: saldos de la balança per compte corrent
(% del PIB mundial)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI (WEO, abril del 2018).*

Una combinació d'aquests factors va generar, precisament, uns desequilibris globals preocupants al començament del mil·lenni. Així, mentre que, en els primers anys de la dècada dels 2000, la suma dels dèficits per compte corrent a tot el món no superava l'1% del PIB mundial, el 2007 superava el 2,5% (vegeu el primer gràfic). Un augment que, òbviament, també es donava pel costat dels superàvits. Així mateix, aquest increment a banda i banda del compte corrent es va concentrar en uns pocs països. En el pla superavitari, les fortes pujades van provenir de l'Europa central (amb Alemanya com a estendard); dels països exportadors de petroli, que es van beneficiar del fort repunt del preu del petroli (des dels gairebé 30 dòlars per barril de qualitat Brent de l'any 2000 als més de 100 dòlars el 2007), i de la Xina, on el fort estalvi del país asiàtic a la recerca d'actius segurs i les polítiques neomercantilistes de suport als sectors exportadors van ser elements impulsors clau dels desequilibris globals.[1] A l'altre costat del tauler, els creixents dèficits fiscals als EUA i en nombrosos països de l'Europa perifèrica van ser un factor important en l'increment dels desequilibris globals[2] (la hipòtesi dels *twin* dèficits, que preconitza que les polítiques fiscals massa expansives disminueixen l'estalvi nacional net i agreugen la dependència de l'exterior, va adquirir rellevància en aquesta dècada).[3]

Aquesta acumulació dels desequilibris durant els primers anys de la dècada dels 2000 va exacerbar les conseqüències de la crisi del 2008. L'aturada sobtada en els fluxos internacionals de capitals que es va produir després del col·lapse de Lehman Brothers va obligar les economies molt dependents de l'estalvi extern (i, per tant, amb un voluminós dèficit per compte corrent) a retallar de forma abrupta la despesa, la qual cosa va deprimir l'activitat econòmica. Així mateix, la forta interconnexió global entre les principals economies, mitjançant els fluxos comercials i financers, va propiciar que el problema adquirís dimensió mundial.

Cal destacar que, després de l'esclat de la crisi, una gran part dels dèficits i superàvits excessius es van corregir de forma substancial. Així, el dèficit per compte corrent global es va situar el 2012 al voltant de l'1,5% del PIB mundial. Així mateix, va ser destacable la reducció en la dispersió dels saldos corrents dels països. En concret, les majors economies deficitàries van reduir el desequilibri exterior conjunt a la meitat. A tall d'exemple, els EUA, principal responsable de l'elevat dèficit per compte corrent mundial, van arribar a reduir el dèficit en 1 punt de PIB mundial, mentre que, a l'altre banda, la Xina va reduir en gairebé mig punt de PIB mundial el seu superàvit corrent.[4]

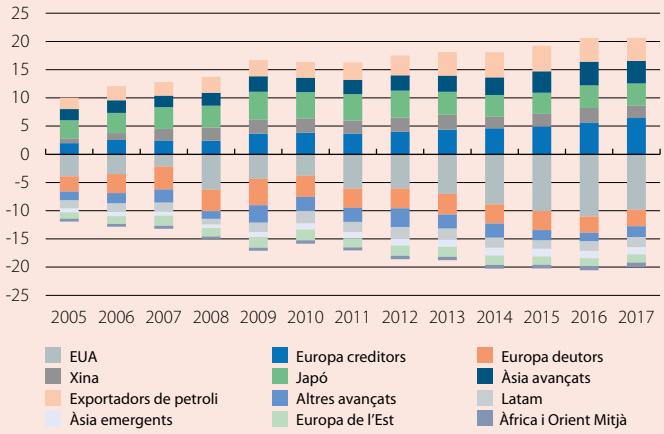
1. L'elevat estalvi dels països de l'Àsia emergent és conegut amb el terme econòmic de *global savings glut*.
2. Vegeu l'article «De la Gran Recessió a l'actualitat: els errors de la política monetària i fiscal», en aquest mateix *Informe Mensual*.
3. Vegeu Chinn, M. (2017), «The Once and Future Global Imbalances? Interpreting the Post-Crisis Record», Federal Reserve Bank of Kansas City's Jackson Hole Conference.
4. En percentatge dels respectius PIB, els EUA van passar d'un dèficit màxim del 5,8% el 2006 a un de mínim del 2,1% el 2013. La Xina, per la seva banda, va passar d'un superàvit de gairebé el 10% el 2007 a l'1,5% el 2013 (segons les dades de l'FMI, WEO, abril del 2018).

En els últims anys, els desequilibris corrents s'han mantingut estables al voltant d'aquest 1,5%. Tot i que es mantenen encara per damunt dels nivells del començament dels 2000, se situen clarament per sota dels nivells del 2007. Així i tot, dos elements matisen aquesta visió relativament tranquil·litzadora. En primer lloc, l'important impuls fiscal que du a terme l'Administració nord-americana, amb la rebaixa impositiva que va aprovar el Congrés al desembre del 2017 i amb l'augment de despesa previst per al 2018 i el 2019, ampliarà el dèficit corrent nord-americà. Un increment que, sens dubte, repercutirà de forma negativa en els desequilibris globals. No en va, els EUA continuen sent el país amb el dèficit per compte corrent més elevat del món: amb 449.141 milions de dòlars el 2017, representava el 51% del dèficit total que acumula el conjunt de països deficitaris.

En segon lloc, la globalització financera ha afegit una capa de complexitat als fluxos internacionals de capitals que els saldos per compte corrent no capturen. Així, la correcció global dels comptes corrents després de la crisi podria estar amagant riscos financers internacionals encara importants o, fins i tot, a l'alça.[5] D'una banda, el saldo per compte corrent i, per tant, la seva contrapartida en el compte financer poden haver disminuït en termes nets, però, al mateix temps, els fluxos bruts –entrades i sortides de capital– són molt rellevants, i les seves oscil·lacions poden ser una font rellevant d'inestabilitat. El 2008, per exemple, mentre que, als EUA, el dèficit per compte corrent es va corregir en 30.000 milions de dòlars, la caiguda de les entrades brutes de capitals al país va ser d'1,7 bilions. Aquesta caiguda va reflectir, principalment, l'aturada de fluxos d'entrada europeus als EUA i, en menor mesura, la disminució dels fluxos procedents de l'Àsia emergent. Situació que, d'altra banda, no hauríem pronosticat amb la simple observació dels saldos per compte corrent, ja que la regió europea en conjunt presentava un saldo corrent net equilibrat i era l'asiàtica la que ostentava un superàvit important per compte corrent. El motiu que explica el diferent comportament d'Europa i d'Àsia va ser que els bancs europeus estaven molt exposats als productes financers nord-americans recolzats per hipoteques i els seus homòlegs asiàtics, no.

Posició de la inversió internacional neta

(% del PIB)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI (WEO, abril del 2018).*

D'altra banda, la forta expansió en les posicions d'actius i passius internacionals dels països matisa la rellevància dels saldos per compte corrent com a mesura de vulnerabilitat macrofinancera. Un elevat *stock* d'actius i passius financers comporta que cada vegada siguin més importants els guanys nets de capital i menys els balanços corrents en el canvi de la posició d'inversió internacional neta de les economies (PIIN),[6] que, al capdavall, és el que mostra la capacitat d'aquestes economies de complir les obligacions de pagament a mitjà i a llarg termini. En aquest sentit, en els últims anys, les posicions deutores i creditores externes (indexades per la PIIN) no han deixat de créixer i es continuaran ampliant, segons les estimacions més recents de l'FMI. Una evolució que, sens dubte, afegeix una certa pressió a l'escenari de tranquil·litat que emana d'uns saldos per compte corrent més continguts (vegeu el segon gràfic).

En definitiva, el desenvolupament de la globalització financera ha comportat un nivell de complexitat notable en les relacions macrofinanceres internacionals. Això exigeix analitzar diferents indicadors per poder valorar amb més precisió l'estrès macrofinancer global. Així, malgrat que la reducció dels desequilibris globals des dels màxims del 2007 és simptomàtica d'un nivell més controlat en aquest estrès, les elevades posicions externes deutores d'algunes economies i els significatius fluxos bruts de capitals internacionals ens prevenen en contra d'una visió massa complaent, ja que ens indiquen que alguns focus de vulnerabilitat macrofinancera no s'han esvaït.

Clàudia Canals
CaixaBank Research

5. Vegeu Obstfeld, M. (2012), «Does the Current Account Still Matter?», American Economic Review, 102(3), 1-23. Vegeu, també, Borio, C. E. i Disyatat, P. (2015), «Capital flows and the current account: Taking financing (more) seriously», BIS Working Paper.
6. La PIIN es defineix com la diferència entre l'*stock* d'actius i passius financers externs.

De la Gran Recessió a l'actualitat: els errors de la política monetària i fiscal

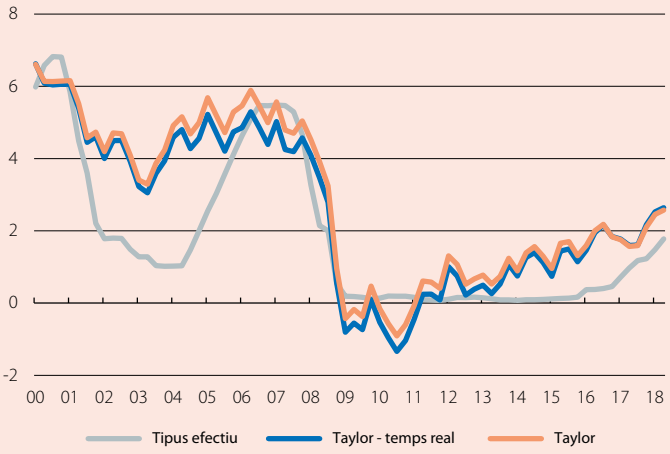
En una trobada amb diversos economistes al novembre del 2008, la monarca britànica Elizabeth II va preguntar: «Per què ningú no se'n va adonar?», en referència a la crisi financera que aquell any va reduir de forma substancial la rendibilitat dels actius financers de la corona anglesa. Encara avui, quan s'han complert exactament 10 anys de l'inici de la crisi, és difícil respondre aquesta pregunta, però, amb la perspectiva que dóna el pas del temps, sí que podem afirmar que les decisions de política monetària i fiscal van jugar un paper significatiu que ajuda a entendre per què es van produir l'esclat de la crisi financera i la posterior Gran Recessió. En aquest article, intentarem aclarir la naturalesa errònia de les diferents decisions de política monetària i fiscal que van facilitar la creació dels desequilibris financers i macroeconòmics previs a la crisi i, també, veurem fins a quin punt hem après d'aquella amarga experiència.

Per començar, és important recordar que les polítiques fiscals i monetàries d'un país o d'una regió haurien d'actuar com a estabilitzadors de l'economia i tenir caràcter contracíclic, és a dir, estimular-la en els períodes recessius del cicle econòmic i intentar assegurar un creixement sostenible i equilibrat de l'activitat econòmica en les fases de bonança per estar més ben preparat per a les èpoques de vaques magres. Els economistes coincideixen a assenyalar que, en els anys previs a la Gran Recessió, les dues polítiques van ser massa acomodatícies als EUA i a la zona de l'euro, la qual cosa va afavorir la creació de desequilibris financers i macroeconòmics. Aquest fet va poder ser degut a dos factors: les autoritats fiscals i monetàries potser van decidir de forma intencionada estimular més del compte una economia que, com sabem, ja estava creixent per damunt del seu potencial o bé no es va llegir de forma correcta el moment cíclic en què es trobava l'economia i es va pensar que encara hi havia marge per a un major creixement. Això últim podria haver dut les autoritats a pensar que eren necessàries mesures fiscals o monetàries laxes per estimular la demanda, quan, en realitat, ara sabem que l'economia ja creixia per damunt del seu potencial. En el pla monetari, la laxitud de les polítiques també s'explica perquè les autoritats es van centrar en l'evolució dels preus, però no van tenir en compte els riscos macrofinancers que aquestes polítiques comportaven.

Per esbrinar fins a quin punt la política monetària va ser excessivament acomodatícia en els anys previs a la crisi financera, podem utilitzar la regla de Taylor, que indica quin hauria de ser el tipus d'interès fixat pel banc central en funció de la inflació, una mesura que estableix la distància entre l'activitat econòmica i el seu potencial (l'anomenada bretxa de producció), i altres variables addicionals.[1] A més a més, amb la finalitat d'identificar la influència que va poder tenir una interpretació inexacta del moment cíclic, podem estimar el tipus d'interès de Taylor que obtenim amb la bretxa de producció que realment va haver-hi i comparar-lo amb el tipus de Taylor que utilitzaven les autoritats en els anys 2000 en temps real. Així podem veure, al primer gràfic, com, efectivament, el tipus d'interès fixat per la Reserva Federal es va situar entre el 2002 i mitjan 2005 molt per sota del suggerit per la regla de Taylor. Així mateix, si comparem les dues regles de Taylor, veiem que són semblants, de manera que els errors derivats d'una estimació imprecisa en temps real van tenir un paper modest.

EUA: política monetària

(%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal d'Atlanta.*

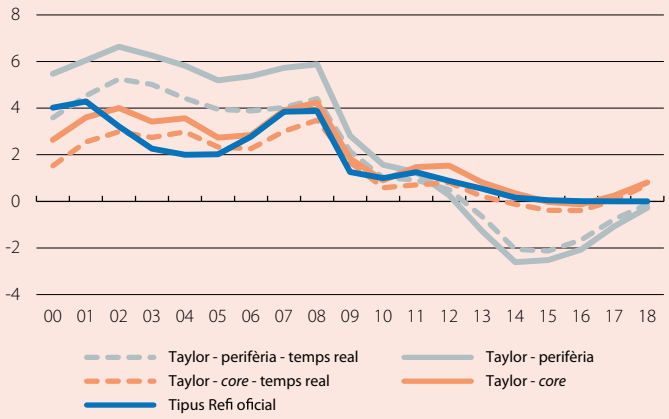
Hem realitzat el mateix exercici per a la zona de l'euro, però separant els principals països que la formen entre països *core* i perifèrics. Si observem el segon gràfic, podem extreure dues conclusions interessants. Primer, la diferència entre el tipus d'interès suggerit per la regla de Taylor i el tipus oficial del Banc Central Europeu ens mostra que, entre els anys 2002 i 2005, la política monetària del BCE era més sensible a la situació econòmica dels països *core* que a la dels perifèrics. Per exemple, l'any 2004, el tipus d'interès suggerit per la regla de Taylor va ser del 5,8% per als països perifèrics. No obstant això, en aquell mateix any, el tipus oficial va ser, de mitjana, del 2%, molt més proper al 3,6% que la regla de Taylor prescrivia per als països *core*. Segon, la miopia a l'hora d'identificar la fase del cicle econòmic en què es trobava cada país sí que va poder ser molt rellevant a Europa, ja que la diferència entre el tipus suggerit per la regla de Taylor correcta i el que obtenim amb dades en temps real és de 0,7 i d'1,3 p. p. per als països *core* i perifèrics, respectivament. Així, les autoritats monetàries van pensar, possiblement, que la necessitat d'apujar tipus era menys urgent del que realment era.

1. En concret, $i_t^{Taylor} = \rho\,(i_{t-1}^{Taylor}) + (1-\rho)\,[(r_t^n + \pi^*) + 1{,}5\,(\pi_t - \pi^*) + 0{,}5\,(\gamma_t - \gamma_t^n)$ on $\rho = 0{,}5$ és el paràmetre d'allisament, r_t^n és el tipus d'interès natural estimat segons el model Laubach-Williams, π_t és la inflació actual i $\pi^* = 2\%$ la inflació objectiu, γ_t és el PIB i γ_t^n, el PIB potencial.

En realitat, els dos bancs centrals ja van mostrar el 2004 una certa preocupació davant l'enfocament excessivament acomodatici de la política monetària, però les decisions que van adoptar per afrontar aquestes preocupacions van ser insuficients i, sovint, van arribar tard. Per exemple, les actes de la reunió del març del 2004 de la Fed mostren que «diversos membres pensaven que mantenir la política monetària estimulant molt més temps podria incentivar un augment del palanquejament i de la presa de riscos».[2] En aquest mateix sentit, el llavors president del BCE, Jean-Claude Trichet, va comentar davant el Parlament Europeu al novembre d'aquell mateix any que la política monetària excessivament expansiva duta a terme pel BCE podria originar bombolles en determinats mercats. No obstant això, el tipus refi es va mantenir inalterat en el 2% durant tot l'any posterior als advertiments de Trichet.

Zona de l'euro: política monetària

(%)



Nota: *Core inclou França i Alemanya, mentre que perifèria inclou Espanya, Grècia, Itàlia i Portugal. En els dos casos s'ha ponderat cada país en funció del PIB.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea.*

Pel que fa a la política fiscal, la funció estabilitzadora que se li atribueix tampoc va funcionar de forma eficaç en els anys previs a la crisi ni als EUA ni a la zona de l'euro. En aquesta última regió, les conseqüències d'una política fiscal inadequada van ser especialment infaustes. De fet, les polítiques fiscals adoptades en alguns països de la zona de l'euro quan l'economia encara estava en època de vaques grasses abans de la crisi són un exemple de manual de com els efectes adversos d'una recessió es poden veure agreujats en funció de les decisions en matèria fiscal. Així, els països (Grècia n'és un clar exemple) on el nivell de deute no s'havia reduït prou els anys previs a la crisi van afrontar la recessió financera en una situació delicada que no els va permetre realitzar polítiques fiscals expansives per moderar la caiguda de l'activitat, ja que això hauria qüestionat la sostenibilitat del deute públic. La política fiscal d'aquests països va acabar sent procíclica, ja que van haver d'ajustar els comptes públics durant la fase recessiva del cicle, en lloc de realitzar aquests ajustos durant els anys previs, quan l'economia creixia per damunt del seu potencial. En canvi, els països (Alemanya n'és un bon exemple) on les polítiques fiscals van permetre assolir uns nivells de deute relativament baixos abans de la recessió van poder mitigar l'impacte de la crisi sense que això comportés un risc per a la capacitat de pagament del deute sobirà.

Deu anys després de l'esclat de la crisi, és natural preguntar-se quina és la situació actual. Des del punt de vista de la política monetària, sembla que els tipus d'interès s'apropen, lleugerament per sota, als nivells suggerits per la regla de Taylor. No obstant això, hem de tenir en compte que les diverses mesures no convencionals dutes a terme pels bancs centrals, en concret la compra massiva d'actius financers, han intensificat la laxitud de les polítiques de les autoritats monetàries.[3] Si considerem, doncs, la dimensió del balanç dels bancs centrals, les polítiques monetàries continuen sent més laxes del que haurien de ser-ho, i això pot estar contribuint a la sobrevaloració d'alguns actius financers. Pel que fa la política fiscal, els ajustos pressupostaris que han dut a terme els països perifèrics i el major control sobre els nivells de deute i dèficit dels Estats membres per part de la Comissió Europea apunten a una política fiscal menys procíclica i, per tant, més preparada per afrontar futures recessions. No obstant això, els nivells de deute que arrosseguen molts països són més elevats que el 2008, la qual cosa redueix el marge de maniobra de les autoritats fiscals en cas d'una nova recessió. Per exemple, el 2008, Espanya va afrontar la Gran Recessió amb un nivell confortable de deute sobre el PIB del 39%, mentre que ara aquest indicador se situa en el 98%.

En definitiva, no sabem amb exactitud quan serà la propera recessió ni el seu grau de profunditat. Tampoc sabem si serem capaços de respondre llavors a una pregunta similar a la formulada per la reina Elizabeth II el 2008. El que sí sabem és que, en el passat, es van prendre algunes decisions que, amb el temps, podem afirmar que van ser incorrectes, en part per apostar per receptes equivocades i en part per una lectura errònia del moment cíclic en què ens trobàvem. Malgrat que les mesures que s'han pres amb posterioritat a la crisi han estat encaminades a resoldre aquests errors, la resposta de les polítiques fiscals i monetàries a la crisi també ens ha deixat amb una menor capacitat de resposta davant futures crisis (deute públic elevat, tipus d'interès molt baixos, balanços dels bancs centrals amb dimensions mai vistes...). Esperem que s'avanci per la senda adequada per corregir aquestes situacions a temps i evitar que la propera recessió ens pugui agafar amb el peu canviat.

Ricard Murillo Gili
CaixaBank Research

2. Vegeu l'article «Sobre música, riscos i palanquejament 10 anys després de Lehman», d'aquest mateix Dossier, per a més detalls sobre les conseqüències d'una presa excessiva de risc i de l'augment del palanquejament.
3. Per a una anàlisi més detallada del tema, vegeu l'article «Descobrint la política monetària a l'ombra», de l'IM02/2016.

Una regulació més adequada a la naturalesa del sector bancari

Com és ben sabut, el sistema financer està subjecte, inevitablement, a problemes d'informació asimètrica que poden provocar conflictes d'interessos entre els diferents agents: prestataris, creditors, accionistes, gestors de bancs, etc. Això tendeix a exacerbar el caràcter procíclic del sistema, és a dir, la tendència a l'aparició de *booms* de crèdit en fases expansives, i pot conduir a una acumulació excessiva de riscos, a nivells de capital massa baixos o a una mala praxi en la comercialització de productes.[1] En aquest context, la regulació intenta evitar que es donin cicles de creixement excessiu del crèdit i de presa de riscos, tot i que aquest objectiu no sempre és fàcil d'aconseguir, com ho vam veure durant l'última crisi, de la qual ara es compleixen exactament 10 anys.

En aquest article, analitzem en quina mesurada les iniciatives reguladores adoptades en els últims anys han servit per canalitzar desequilibris passats i dotar el sector bancari de prou capacitat per afrontar amb solvència escenaris adversos en el futur. Ens hem de preguntar, en definitiva, si hem après la lliçó perquè no es tornin a repetir els mateixos errors. Vegem si ho hem fet.

Ràtios de capital i de liquiditat a la zona de l'euro i als EUA

	Ràtio de capital * (%)		Ràtio crèdits/dipòsits (%)	
	2007	2017	2007	2017
Zona de l'euro	7,9	15,6	124	98
EUA	8,5	13,7	97	76

Nota: ** Ràtio Tier 1 (capital de primer nivell) sobre els actius ponderats per risc.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Federal Reserve Bank of St. Louis, del Federal Reserve Bank of New York, de l'EBA i del BCE.*

La crisi passada va evidenciar, entre altres problemes, dues grans fonts d'inestabilitat financera: el risc sistèmic i una excessiva prociclicitat del crèdit.

El risc sistèmic fa referència a pertorbacions del conjunt del sistema financer que poden ser causades, per exemple, per una entitat en problemes, tal com va succeir amb Lehman Brothers fa 10 anys. Una de les seves causes principals és l'anomenat risc moral, pel qual una entitat pren riscos excessius i assumeix que, abans de fer fallida, serà rescatada amb fons públics. Aquest problema es va fer especialment evident en les entitats «sistèmiques», considerades massa grans, complexes i interconnectades per fer fallida.[2] A més a més, aquestes entitats es beneficiaven d'un cost de finançament inferior, ja que els inversors donaven per descomptat que difícilment se les deixaria caure.

Aquest problema s'ha intentat corregir amb el reforç de l'anomenada regulació macroprudencial, que persegueix evitar crisis sistèmiques i fomentar una major estabilitat financera. Per aquest motiu, s'han incorporat recàrrecs de capital específics per a entitats considerades sistèmiques i també per a riscos sistèmics dins el marc de capital implementat a nivell global després de la crisi i conegut com Basilea 3. Addicionalment, per mitigar de manera creïble aquest problema, s'ha introduït un nou marc de resolució a Europa que facilita la reestructuració d'una entitat amb problemes i pretén evitar l'ús de fons públics en aquest procés. Aquest marc exigeix als accionistes i als creditors d'una entitat, i no als contribuents, assumir les pèrdues (*bail in*). I, perquè, a la pràctica, això sigui factible, s'han establert nous requisits d'absorció de pèrdues.[3]

D'altra banda, per mitigar o per suavitzar els cicles crediticis per prevenir una acumulació excessiva de riscos (la prociclicitat del sistema), Basilea 3 ha comportat un augment molt considerable dels requisits de capital, tant en quantitat com en qualitat. A més a més, aquest marc ha adoptat una àmplia bateria d'eines, com el matalàs de capital anticíclic, que serveix per acumular capital en períodes d'expansió per absorbir pèrdues en recessions,[4] així com altres mesures en matèria de capital i de liquiditat (ponderacions per risc dels actius més elevades, requisits més estrictes, requisits d'informació, etc.). Més enllà de Basilea 3, a nivell nacional, es poden desenvolupar mesures addicionals, si així ho decideix l'autoritat competent (que sol ser el banc central de cada país), per controlar la concessió de crèdit mitjançant límits sobre els préstecs en relació amb la seva garantia (*loan-to-value* o LTV) o la capacitat de pagament del deutor (*debt-to-income* o DTI).[5] Totes aquestes mesures són útils per mitigar la tendència cíclica del crèdit i de l'endeutament del sector privat i l'aparició de bombolles en alguns actius, però cal assenyalar que sempre tendiran a ser més efectives si es combinen de forma adequada amb instruments de política monetària i fiscal (vegeu l'article «De la Gran Recessió a l'actualitat: els errors de la política monetària i fiscal», d'aquest mateix Dossier).

1. Per a més detalls, vegeu J. Gual (2009), «El carácter procíclico del sistema financiero», Estabilidad Financiera, núm. 16, Banc d'Espanya.
2. Aquest problema també es va donar en grups d'entitats més petites, que, en conjunt, podien generar la mateixa inestabilitat en cas de fallida (*too many to fail*).
3. Requisits coneguts com MREL (*minimum requirement for own funds and eligible liabilities*).
4. Països com Suècia o Noruega ja l'apliquen i altres com França, el Regne Unit i Irlanda l'aplicaran aviat.
5. Portugal, per exemple, les ha utilitzat recentment per regular l'oferta de crèdit al mercat hipotecari.

Com hem vist més amunt, la regulació introduïda arran de la crisi s'ha encaminat a augmentar de manera significativa els requisits prudencials del sector bancari.[6] El resultat de tot plegat és que la solvència i la liquiditat del sector al conjunt de la UE i als EUA han millorat de forma substancial en relació amb el 2007 (vegeu la taula adjunta) i se situen actualment en nivells molt superiors al mínim exigit. Això n'augmenta la capacitat per absorbir *shocks* futurs, i els accionistes s'hi juguen més davant possibles pèrdues futures, la qual cosa hauria d'incentivar la prudència.

Així i tot, la crisi passada va demostrar que, per tenir un sector bancari realment sòlid, també és clau enfortir altres àmbits (més enllà del prudencial), la qual cosa ha comportat la implementació de mesures en matèria comptable, de govern corporatiu i de conducta. Així, en matèria comptable, amb la introducció de les noves normes comptables (IFRS 9), s'intenta reflectir de manera més fidel el risc de crèdit. D'aquesta manera, s'han augmentat les exigències de provisions per risc de crèdit, que actualment s'han de calcular per als crèdits deteriorats d'acord amb la pèrdua esperada durant tota la vida del préstec (abans es provisionaven els crèdits dubtosos en funció de la pèrdua esperada a 12 mesos), la qual cosa, en general, comporta un major nivell de provisions i fomenta l'estabilitat financera.

Així mateix, s'han intentat corregir alguns problemes de govern corporatiu inherents al sector financer que es poden veure agreujats quan els incentius entre diferents agents no estan del tot alineats.[7] Una manera d'alinear aquests incentius ha estat fomentar esquemes de compensació més vinculats a retorns i a riscos futurs per evitar una assumpció de riscos excessiva i massa curtterminista. Alhora, s'ha posat més èmfasi per part dels reguladors i dels supervisors en aspectes com la dimensió dels Consells d'Administració, la professionalització dels seus membres, la seva independència o les dinàmiques de funcionament. A això cal afegir l'esforç realitzat per les entitats per definir polítiques de control intern que estableixen llindars d'apetència per a cada risc (financer, de negoci, operacional, etc.). Addicionalment, en l'àmbit de conducta, s'ha produït un reforç significatiu de la transparència i en la comercialització de productes (informació sobre costos, riscos associats, etc.).[8]

La UE també s'ha embarcat, en els últims anys, en la construcció d'una unió bancària. Amb això es pretén reduir el vincle entre risc sobirà i risc bancari i mitigar la fragmentació financera. Així i tot, encara queda treball per fer. En particular, és imprescindible implementar un sistema de garantia de dipòsits comú que protegeixi per igual tots els dipòsits, amb independència de l'entitat i del país de procedència. Al mateix temps, és necessari un prestador d'última instància a nivell europeu que ofereixi suport al fons únic de resolució i al propi sistema de garantia de dipòsits davant esdeveniments sistèmics. També cal dissenyar un esquema de provisió de liquiditat per a les entitats en resolució.

Així mateix, malgrat els esforços realitzats per reduir la naturalesa procíclica del sector, algunes de les mesures implementades comporten efectes procíclics (com IFRS 9 o les ponderacions per risc dels actius), la qual cosa tendeix a limitar una part dels efectes beneficiosos per a l'estabilitat financera. Finalment, cal assenyalar que la intensificació de la regulació sobre el sector bancari tendeix a afavorir una desviació de l'activitat d'intermediació cap a sectors poc regulats, com l'anomenada banca a l'ombra.[9]

En definitiva, gràcies a la implementació de les mesures introduïdes després de la crisi, el sector financer és avui més robust que abans. Això contribuirà a minimitzar l'impacte per a l'economia i per a l'estabilitat financera en períodes de turbulències, ja que els països amb sistemes bancaris més ben capitalitzats solen estar associats a recessions més curtes i a una menor contracció en l'oferta de crèdit.[10] No obstant això, els deures pendents que hem esmentat s'haurien d'abordar de forma adequada més aviat que tard.

Gerard Arqué
CaixaBank Research

6. A les mesures ja esmentades, cal afegir la introducció d'una ràtio de palanquejament (ràtio simple de capital sobre actiu, sense tenir-ne en compte el risc) i de ràtios de cobertura de liquiditat i de finançament estable. Més recentment, s'ha revisat el marc de Basilea 3 per limitar també la dispersió en el càlcul dels actius ponderats per risc entre entitats.
7. Això succeeix, per exemple, quan els gestors d'un banc tenen incentius per maximitzar la rendibilitat del negoci a més curt termini que els accionistes, sense considerar que els riscos de les inversions realitzades es poden materialitzar a més llarg termini.
8. Normatives com, per exemple, MIFID 2 (d'aplicació des del 2018) regulen aquests àmbits.
9. Entitats (asseguradores, fons d'inversió, etc.) que duen a terme activitats financeres amb característiques bancàries, però que estan menys regulades i no compten amb una xarxa de protecció, com un prestador d'última instància.
10. Vegeu, per exemple, Jiménez *et al*. (2012), «Credit supply and monetary policy: identifying the bank balance-sheet channel with loan applications», Zurich Open Repository and Archive, i Jordà *et al*. (2017), «Bank Capital Redux: Solvency, Liquidity, and Crisis», Working Paper Series, 2017-6, Federal Reserve Bank of San Francisco.

Sobre música, riscos i palanquejament 10 anys després de Lehman

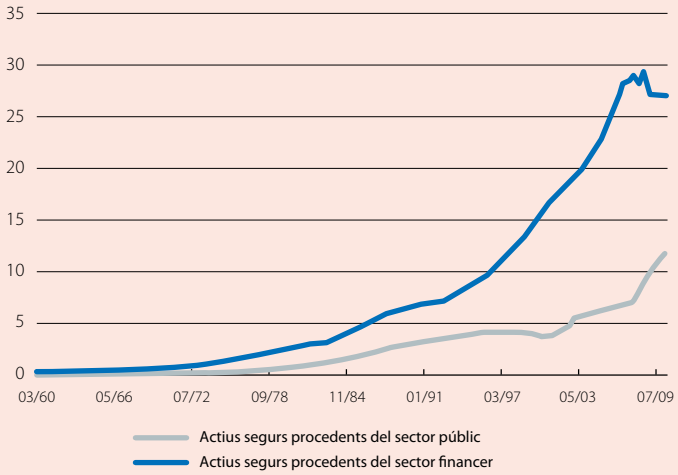
Fa 10 anys, el 15 de setembre del 2008, la fallida de Lehman Brothers va sumir el món en la pitjor crisi financera des de la Gran Depressió dels anys trenta. Si el seu origen se centrava en un mercat relativament petit (les hipoteques *subprime* dels EUA), com s'explica la seva explosió? Sabem[1] que la crisi financera va ser precedida per un llarg període de desequilibris globals, de condicions financeres laxes i d'una regulació financera inadequada. A tot plegat s'hi van afegir una presa de riscos excessiva i l'auge de l'endeutament per cristal□litzar en una crisi financera. Vegem quin paper van jugar aquests dos factors i quines seqüeles arrosseguem encara.

Com l'aversió al risc va engendrar una major presa de riscos

Per començar, cal remuntar-se a les crisis asiàtiques de les acaballes del segle XX i al *crash* borsari del 2001, que van desencadenar un augment de l'aversió al risc i un major desig, a nivell global, de posseir actius segurs. Aquesta demanda, inicialment insatisfeta per l'oferta existent, va incentivar el sistema financer de les economies avançades (amb els EUA al capdavant) a crear actius segurs mitjançant l'anomenat procés de titulització. Per exemple, al mercat hipotecari, aquest procés consistia a empaquetar crèdits hipotecaris en un nou títol, anomenat MBS,[2] que donava dret a rebre regularment els pagaments de les hipoteques que conformen l'MBS. Els MBS agrupaven un nombre molt elevat d'hipoteques, i, per aquest motiu, es considerava molt improbable que totes aquestes hipoteques deixessin de pagar-se alhora. Així, aquest flux es considerava «segur» i es podia titulitzar en un actiu que també seria segur. En efecte, el sector financer dels EUA va produir una gran oferta d'actius aparentment segurs per satisfer la demanda (vegeu el primer gràfic). De fet, l'atractiu va ser tan gran que la pràctica es va estendre ràpidament, fins al punt que les institucions financeres compraven i venien aquests actius entre elles i els guardaven en balanç. Malgrat tot, això va generar fortes interconnexions en el sistema financer: era la llavor que transmetria els problemes del mercat de les hipoteques a tot el sistema financer internacional.

*EUA: oferta d'actius segurs **

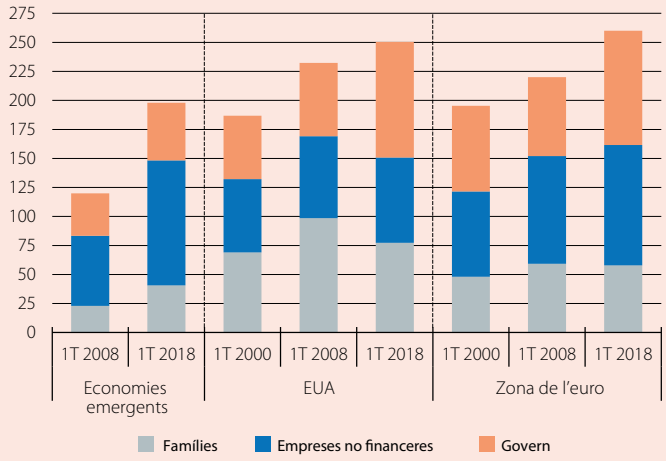
(Bilions de dòlars)



Nota: ** Conformen l'univers d'actius segurs, en la seva majoria, títols de deute d'emissors de contrastada solvència i d'estabilitat institucional.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Gorton* et al. *(2012), «The Safe-Asset Share», NBER Working Paper.*

Crèdit total al sector no financer

(% del PIB)



Nota: *El Banc de Pagaments Internacionals no proporciona dades sectorials per al conjunt d'economies emergents abans del 2008.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc de Pagaments Internacionals.*

Implosió

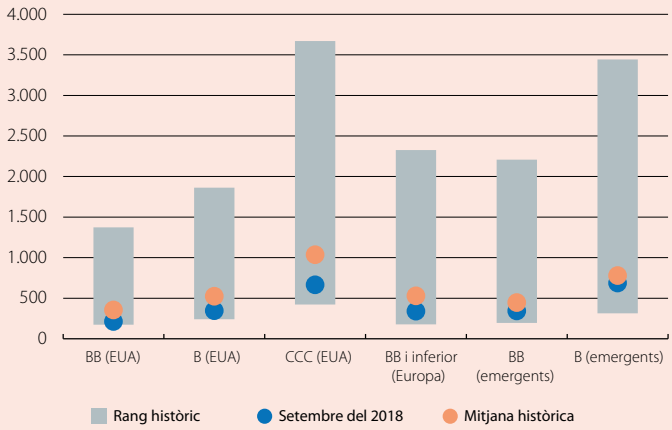
Més enllà de les interconnexions, la percepció de «seguretat» d'aquests actius tenia una fallada inherent: infraestimava la probabilitat d'augment generalitzat dels impagaments d'hipoteques. Al voltant de l'inici del segle XXI, amb tipus d'interès baixos i amb una activitat econòmica dinàmica, era ben humà pensar que el futur no seria gaire diferent, que el cost del crèdit es mantindria baix i que les taxes d'impagament serien mínimes. No obstant això, en sembrar alguns núvols sobre aquest sentiment optimista, l'augment dels impagaments d'hipoteques va fer que els inversors es preguntessin sobre la seguretat real d'aquests actius. És més, en prendre consciència que moltes de les institucions financeres tenien en balanç aquests actius, que ara havien passat a ser percebuts com menys valuosos, van qüestionar-ne la solvència. Finalment, l'opacitat i la complexitat del producte (un MBS podia contenir milers i milers d'hipoteques) van intensificar la desconfiança, davant la qual es va evaporar la concessió de préstecs entre institucions i, en definitiva, la liquiditat.

1. Vegeu els altres tres articles d'aquest mateix Dossier per a una anàlisi en profunditat de cada factor.
2. Les sigles corresponen, en anglès, a *mortgage-backed security*, és a dir, títol recolzat per crèdit hipotecari.

No només això, sinó que els dubtes sobre la solvència es van intensificar per l'altre protagonista d'aquest article: l'anomenat palanquejament. I és que les institucions financeres havien finançat l'expansió dels balanços (que acumulaven titulitzacions) amb un augment del palanquejament, és a dir, a través del deute (en lloc d'utilitzar el capital propi). D'una banda, això era afavorit per una mala regulació, atès que la titulització permetia reduir els requisits de capital exigits. De l'altra, l'excés d'optimisme va retroalimentar el palanquejament i va crear un cercle aparentment virtuós: l'expectativa de revaloració dels actius incrementava el valor del col·lateral, permetia prendre més risc i el nivell de deute contret augmentava, la qual cosa encara revalorava més els actius. De fet, fins i tot sabent que l'optimisme era excessiu, els agents volien continuar apostant: l'optimisme de la resta de l'economia continuava incrementant el valor dels actius i retroalimentava el cercle. En paraules de Charles Prince, llavors un dels màxims dirigents de Citigroup, «mentre soni la música, has d'aixecar-te i ballar». No obstant això, quan va parar la música, el cercle virtuós es va convertir en viciós: tenir un palanquejament elevat significava disposar de relativament poc capital per absorbir les pèrdues, la qual cosa qüestionava la solvència de les institucions i n'enduria l'accés al finançament. Això les forçava a vendre actius i deprimia els preus, de manera que la pèrdua conseqüent de valor tornava a qüestionar-ne la solvència i, de nou, retroalimentava el cercle.

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

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



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Bank of America Merrill Lynch.*

D'aquesta manera, les fortes interconnexions generades pel procés de titulització i per l'elevat palanquejament van actuar com a corretja de transmissió perquè l'augment dels impagaments de les hipoteques *subprime* el 2007 es filtrés a gran part del sistema financer internacional i l'apropés al col·lapse.

Riscos i deute 10 anys més tard

Avui dia encara arrosseguem seqüeles d'aquella crisi, tant en termes de palanquejament com de presa de riscos. D'una banda, a les economies avançades, el sector financer s'ha despalanquejat de forma significativa, però això ha estat compensat per un augment de l'endeutament del sector públic. A més a més, el deute de les famílies i de les empreses no financeres continua sent elevat, i, a les economies emergents, s'ha produït un fort creixement del deute, en especial entre les empreses no financeres a la Xina (el sistema financer de la qual exhibeix interconnexions fortes i opaques).[3]

De l'altra, la política monetària acomodatícia i els tipus d'interès baixos imperants des del 2008 (fruit de la severitat de la crisi financera i de la gran recessió posterior) han incentivat la presa de riscos a la recerca de retorns més elevats. Així, malgrat que, a grans trets, el sistema financer i econòmic internacional gaudeix d'una salut millor, han aparegut focus de risc localitzats. Pel que fa a la presa de riscos, en comprimir les primes de risc en mínims històrics (vegeu el tercer gràfic), les condicions financeres acomodatícies han facilitat l'emissió de bons corporatius de pitjor qualitat. A més a més, pel que fa al palanquejament, la recerca de retorns ha provocat una expansió massiva del mercat mundial dels anomenats préstecs palanquejats (préstecs comercials concedits a institucions amb un risc d'impagament elevat o que ja tenen elevats nivells de deute): el 2017, aquests préstecs van pujar als 788.000 milions de dòlars i van superar els nivells del 2007. És més, en aquest mercat, apareixen senyals propis d'una fase madura del cicle econòmic global: empreses amb una solvència dubtosa continuen tenint accés abundant al crèdit, els *ratings* del deute corporatiu han mostrat un cert deteriorament i les noves emissions de deute incorporen menys protecció per a l'inversor.[4] Finalment, el fort augment de l'endeutament corporatiu entre les economies emergents reflecteix també la possibilitat d'accedir a un finançament barat en dòlars o en euros. No obstant això, ja veiem que el sentiment pot virar amb la retirada dels estímuls monetaris per part de la Fed i del BCE.

Amb tots aquests elements, el món transita per un camí sinuós. Els principals bancs centrals s'enfronten al repte de retirar l'estímul monetari que va ser necessari per revifar l'economia mundial, precisament per evitar que, de nou, l'acumulació de vulnerabilitats desemboqui en turbulències financeres. Parafrasejant Warren Buffet, només al final del procés, quan les aigües de l'estímul monetari s'hagin retirat, veurem si l'economia global du vestit de bany o no.

Adrià Morron Salmeron
CaixaBank Research

3. Vegeu el Focus «El *shadow banking* a la Xina: una ombra allargada», a l'IM02/2017.
4. Per a més detalls, vegeu l'Informe d'estabilitat financera global de l'abril del 2018 elaborat pel Fons Monetari Internacional.

DADES RELLEVANTS

GRUP CAIXABANK
30 de juny de 2018

	MILIONS €
Recursos de clients	366.163
Crèdit a la clientela, brut	225.744
Resultat atribuït al Grup, acumulat en l'any	1.298
Capitalització borsària	22.157
Clients (milions)	15,7
Empleats	37.286
Oficines	5.239
Oficines *retail* a Espanya	4.543
Nombre de caixers a Espanya	9.411

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
Pressupost total	**520** *

* Dels quals 10 són destinats a Portugal.

BPI
30 de juny de 2018

	MILIONS €
Recursos de clients	33.311
Crèdit a la clientela, brut	23.080
Resultat atribuït al Grup, acumulat en l'any	366
Resultat atribuït d'activitats a Portugal, acumulat en l'any	223
Clients (milions)	1,9
Empleats	4.843
Oficines	497
Nombre de caixers	1.351

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.

INFORME SECTORIAL

Seguiment periòdic dels principals sectors d'activitat d'Espanya, a partir de l'anàlisi dels principals indicadors econòmics i del *big data*.

ICIE

Anàlisi dels punts forts i dèbils de 67 països, amb l'objectiu de determinar-ne l'atractiu per a la internacionalització de les empreses espanyoles.

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 importància de la geopolítica en un món globalitzat

- Incertesa geopolítica i economia: *¿deep impact?*
- La geopolítica en un món globalitzat: que parlin les dades!

CaixaBank Research

ELEMENTAL CHLORINE FREE GUARANTEED

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