IM11

INFORME MENSUAL
NÚMERO 428 | NOVEMBRE 2018

ENTORN ECONÒMIC I FINANCER

MERCATS FINANCERS
La borsa dels EUA: sobrevalorada?

ECONOMIA INTERNACIONAL
Brexit: *compte enrere*

ECONOMIA ESPANYOLA
L'any vinent, quant gastarem?

ECONOMIA PORTUGUESA
Correcció del dèficit pressupostari a gran velocitat

DOSSIER: LES CONSEQÜÈNCIES ECONÒMIQUES DE L'ENVELLIMENT

L'envelliment de la població i el seu impacte macroeconòmic

El cicle demogràfic de l'estalvi i els tipus d'interès

Els reptes de l'envelliment: una nova societat, una nova economia

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Novembre 2018

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

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

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

Data de tancament d'aquesta edició:
31 d'octubre de 2018

ÍNDEX

1 EDITORIAL

3 RESUM EXECUTIU

4 PREVISIONS

7 MERCATS FINANCERS
9 *La borsa dels EUA: sobrevalorada?*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL
15 *Les finances públiques, el taló d'Aquil·les de l'economia brasilera*
17 Brexit: *compte enrere*

21 ECONOMIA ESPANYOLA
23 *L'any vinent, quant gastarem?*
25 *Nou impuls del sector exportador*

27 ECONOMIA PORTUGUESA
29 *Correcció del dèficit pressupostari a gran velocitat*

32 DOSSIER: LES CONSEQÜÈNCIES ECONÒMIQUES DE L'ENVELLIMENT
32 *L'envelliment de la població i el seu impacte macroeconòmic*
Josep Mestres
35 *El cicle demogràfic de l'estalvi i els tipus d'interès*
Adrià Morron Salmeron
38 *Els reptes de l'envelliment: una nova societat, una nova economia*
Javier Garcia-Arenas

Cada vegada més joves

Algú que avui compleixi anys és molt més jove que algú que complia aquesta mateixa edat un temps enrere. Havent viscut el mateix temps, el qui compleix anys avui es troba, en general, en millor forma física i mental i també viurà més anys. Som cada vegada més joves!

I, segons com es miri, també som cada vegada més vells. Perquè la millora en l'esperança de vida, combinada amb el descens de la natalitat, fa que augmenti l'edat mitjana de la població. A Europa, està previst que el pes de la població de més de 65 anys augmenti des del 20% actual fins al 30% el 2050. Per cada 100 persones entre 16 i 64 anys, avui n'hi ha 30 de més de 65 anys i, el 2050, n'hi haurà 50. El pes de la població de més de 80 anys serà més del doble que l'actual i, de fet, serà molt semblant al de la població menor de 14 anys.

És clar que l'envelliment de la població és un desafiament enorme per a les properes dècades, segurament a la mateixa altura que els reptes del canvi tecnològic i del canvi climàtic. En particular, el canvi demogràfic exercirà una forta pressió sobre els comptes públics, tant per la via de les despeses en programes ja existents com per noves demandes socials. Alhora, pot llastar també el creixement econòmic i, de retruc, els ingressos de les Administracions públiques.

Clarament, les despeses en pensions, en sanitat i en dependència hauran de créixer a mitjà i a llarg termini. Per fer-ho possible, en un marc de sostenibilitat dels comptes públics, serà necessari reprioritzar les despeses i identificar les fonts d'estalvi (incloses les millores d'eficiència obtingudes, per exemple, de la transformació digital profunda de l'Administració pública). La reducció del deute públic també ha de ser una palanca important de reducció de despeses (per interessos, en aquest cas). Per la part dels ingressos, hi ha un marge ampli per millorar l'eficiència: per exemple, reduint la complexitat del sistema impositiu i lluitant contra el frau.

D'altra banda, totes les projeccions existents apunten a la necessitat de revisar els programes de pensions públics per assegurar-ne la sostenibilitat. Les palanques per aconseguir-ho hauran de ser múltiples, inclosa la introducció d'incentius per a l'allargament de les vides laborals i de mecanismes que incorporin una visió a llarg termini en la fixació de la pensió inicial i de les seves revaloracions al llarg del temps. I serà imprescindible un enfocament ampli: també és necessari, entre altres aspectes, estimular una major participació al mercat de treball en totes les edats i reduir la taxa d'atur estructural (un tema especialment rellevant en el cas d'Espanya); dissenyar una política immigratòria que contribueixi a pal·liar els efectes de l'envelliment de la població, i promoure el creixement de la productivitat, que, al capdavall, és el que determina el creixement dels salaris.

La magnitud del desafiament exigeix actuar ja. Desafortunadament, la seva complexitat i el fet que pot ser percebut com un repte llunyà empenyen a ajornar el debat i les solucions. Pitjor fins i tot, hi ha el risc que el debat sigui capturat per aproximacions populistes, que acostumen a oferir uns diagnòstics sense rigor i unes suposades solucions que no solament no són efectives, sinó que poden agreujar la magnitud del desafiament. Com més esperem a enfocar aquest tema d'una manera rigorosa, més costosos seran els ajustos necessaris i, per aquest motiu, també més difícils d'assumir políticament.

Enric Fernández
Economista en cap
31 d'octubre de 2018

Cronologia

OCTUBRE 2018

12 L'agència de qualificació Moody's millora la nota creditícia de Portugal, de Ba1 a Baa3 (de nou en grau d'inversió).
19 L'agència de qualificació Moody's rebaixa la nota creditícia d'Itàlia, de Baa2 a Baa3.

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.

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.

Agenda

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.
9 Portugal: comerç internacional (setembre).
13 Portugal: IPC (octubre).
14 Espanya: IPC (octubre).
Portugal: avanç del PIB (3T).
Japó: PIB (3T)
22 Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (setembre).
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).

DESEMBRE 2018

5 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (novembre).
6 Consell Europeu.
10 Portugal: comerç internacional (octubre).
12 Portugal: IPC (novembre).
13 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
18 Espanya: enquesta trimestral de cost laboral (3T).
18-19 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
20 Portugal: crèdits i dipòsits (octubre).
21 Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (octubre i 3T).
26 Espanya: balança de pagaments (3T).
Posició d'inversió internacional neta (3T).
27 Espanya: taxa d'estalvi de les llars (3T).
Execució pressupostària de l'Estat (novembre).
Portugal: execució pressupostària de l'Estat (novembre).
28 Espanya: avanç de l'IPC (desembre).

La volatilitat torna a ser protagonista

Creixement mundial robust, tot i que una mica més moderat. Segons els últims indicadors disponibles, el creixement de l'economia global s'ha moderat lleugerament, tot i que manté un ritme d'avanç sòlid. Això es reflecteix en les nostres previsions de creixement mundial, que han estat revisades lleugerament a la baixa i se situen ara en el 3,7% el 2018 i en el 3,6% el 2019. I és que els riscos a la baixa que hem apuntat en els últims mesos continuen prenent forma. En el pla comercial, les tensions entre els EUA i la Xina afecten el clima de confiança global. En el pla macrofinancer, la normalització de la política monetària nord-americana continua pressionant el bloc dels països emergents i genera repunts de volatilitat als mercats. Per la seva banda, la moderació del ritme de creixement del gegant asiàtic, tot i ser suau, no està lliure d'incerteses. D'aquesta manera, el conjunt d'aquestes dinàmiques pesa sobre el clima de confiança global, i tant les economies avançades com les emergents en pateixen els efectes.

Evolució dispar de les economies avançades. Les últimes dades de creixement dels EUA mostren que l'economia continua creixent a un ritme vigorós i per damunt del seu potencial. En aquest entorn de creixement elevat i de mercat laboral proper a la plena ocupació, els riscos de sobreescalfament de l'economia nord-americana es mantenen ben presents. Això suggereix que la Fed mantindrà la política de pujades de tipus, com ho apunta l'escenari de CaixaBank Research, que preveu una pujada més enguany i dues l'any vinent. En contrast, les tensions polítiques i el deteriorament de la demanda externa continuen pesant sobre l'evolució de l'economia de la zona de l'euro. Així, el pols que mantenen la Comissió Europea i el Govern italià després que aquest apugés la previsió de dèficit públic fins al 2,4% per al 2019 ha situat la prima de risc del país per damunt dels 300 p. b. i ha afectat, de manera limitada, les primes de risc de la resta de països de la perifèria de la zona de l'euro. Així mateix, les negociacions entre el Regne Unit i la UE prossegueixen per tancar un acord que permeti una sortida ordenada de la Unió. No obstant això, els condicionants polítics derivats de la posició de feblesa del Govern britànic en l'àmbit domèstic suggereixen que l'assoliment de l'acord és molt probable que s'ajorni fins més enllà del novembre.

Els mercats pateixen l'entorn de més incertesa. Després d'un mes de setembre que va retornar una certa calma als mercats, la volatilitat va tornar a l'octubre. En aquesta ocasió, i malgrat les bones dades macroeconòmiques, les correccions van començar per les borses nord-americanes, amb una caiguda de l'S&P del 6,9% en el conjunt del mes d'octubre, i es van transmetre als altres mercats internacionals. A Europa, per exemple, al clima de més aversió al risc es van afegir les tensions polítiques esmentades més amunt, i l'índex Eurostoxx 50 va recular el 5,9%. Per la seva banda, al bloc emergent, el comportament va ser dispar, amb les caigudes més importants concentrades als mercats asiàtics, mentre que els índexs de l'Amèrica Llatina van mostrar un lleuger avanç.

Suau, però esperada, desacceleració del creixement a Espanya. Les últimes dades disponibles confirmen que l'economia espanyola canvia de marxa i que el seu creixement s'estabilitza en cotes més sostenibles que les registrades en els últims anys. Aquesta suavització del creixement ha sorprès, no per la seva materialització, sinó per la seva composició. Així, mentre que CaixaBank Research esperava una moderació gradual del creixement de les demandes interna i externa, les últimes dades mostren que la demanda interna continua avançant amb pas ferm, mentre que la major part de l'ajust es realitza pel costat de la demanda externa. Així, la incertesa que pesa sobre els fluxos comercials globals, l'alentiment del sector turístic i l'embranzida de les importacions derivada del bon funcionament de la demanda interna llasten la demanda externa, que, probablement, acabarà l'any amb una contribució negativa al creixement. Finalment, cal destacar els pressupostos que el Govern ha presentat a Brussel·les, els quals contemplen mesures d'augment de les despeses, que seran compensades amb escreix per les mesures d'augment dels ingressos, de manera que es preveu que el dèficit continuï caient del 2,7% previst per a enguany fins a l'1,8% el 2019, si finalment s'aproven aquests pressupostos.

Evolució favorable, tot i que una mica més moderada, de l'economia portuguesa. Després del repunt de l'activitat del 2T (creixement del 2,4% interanual), els indicadors d'activitat i de confiança suggereixen que el creixement es continuarà suavitzant en els propers trimestres. Així i tot, l'evolució de l'economia portuguesa es manté ferma, tal com ho mostra l'evolució de la taxa d'atur, que se situa ja per sota del 7%. També destaca la compressió de la prima de risc sobirana, en relació amb altres economies perifèriques, esperonada, en aquest cas, per la millora del *rating* per part de Moody's, que s'ha basat en la bona evolució dels comptes públics i en la diversificació creixent de les fonts de creixement. Els pressupostos presentats pel Govern lusità, que preveuen reduir el dèficit fins al 0,2% el 2019, donen força a aquesta revisió.

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	2,70	3,32	3,20
Líbor 12 mesos	3,86	1,18	1,67	2,05	3,10	3,44	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	0,16	0,68	1,35
Deute públic 5 anys	3,91	3,16	0,30	0,31	0,60	1,11	1,77
Deute públic 10 anys	4,42	4,13	1,43	1,46	1,65	2,06	2,66
Prima de risc	11	192	114	110	100	80	70
Portugal							
Deute públic 3 anys	3,68	4,85	0,76	–0,05	0,17	0,85	1,68
Deute públic 5 anys	3,96	5,42	2,05	0,46	0,82	1,44	2,20
Deute públic 10 anys	4,49	5,90	3,75	1,84	2,00	2,51	3,11
Prima de risc	19	369	346	149	135	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	79,00	69,00	66,00
Brent (euros/barril)	36,35	67,78	52,10	54,17	66,39	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**	**3,3**	**3,7**	**3,7**	**3,6**	**3,5**
Països desenvolupats	***2,7***	***1,1***	***1,7***	***2,3***	***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	1,3	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***	***4,7***	***4,6***	***4,6***
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	1,3	2,0
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**	**3,2**	**3,7**	**3,7**	**3,3**
Països desenvolupats	***2,1***	***1,6***	***0,8***	***1,7***	***2,0***	***1,8***	***1,8***
Estats Units	2,8	1,7	1,3	2,1	2,5	2,0	1,9
Zona de l'euro	2,1	1,5	0,2	1,5	1,8	1,8	1,7
Alemanya	1,7	1,4	0,4	1,7	1,9	2,0	1,8
França	1,8	1,3	0,3	1,2	2,2	1,9	1,7
Itàlia	1,8	1,4	0,0	1,3	1,3	1,6	1,5
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	1,8
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	2,3	2,0
Països emergents	***6,7***	***6,0***	***4,2***	***4,3***	***4,9***	***4,9***	***4,4***
Xina	1,7	2,7	2,0	1,6	2,0	2,4	2,4
Índia	4,5	9,0	4,9	3,3	4,1	3,8	4,6
Indonèsia	8,7	6,0	3,5	3,8	3,2	3,1	2,7
Brasil	7,3	6,2	8,8	3,5	3,7	4,1	4,1
Mèxic	5,2	4,1	2,8	6,0	4,7	3,9	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	15,5	17,0	10,0
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	1,8
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	2,3	1,8	0,8	0,6	0,6
Cap. o nec. financ. resta món (acum., % PIB) [1]	–5,3	–1,7	2,5	2,1	1,0	0,8	0,8
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	0,0	–0,2	–0,2
Cap. o nec. financ. resta món (acum., % PIB) [1]	–7,9	–3,4	1,6	1,4	0,9	0,6	0,5
Saldo públic (acum., % PIB) [2]	–4,4	–6,8	–2,0	–3,0	–0,7	–0,6	–0,5

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

Previsions

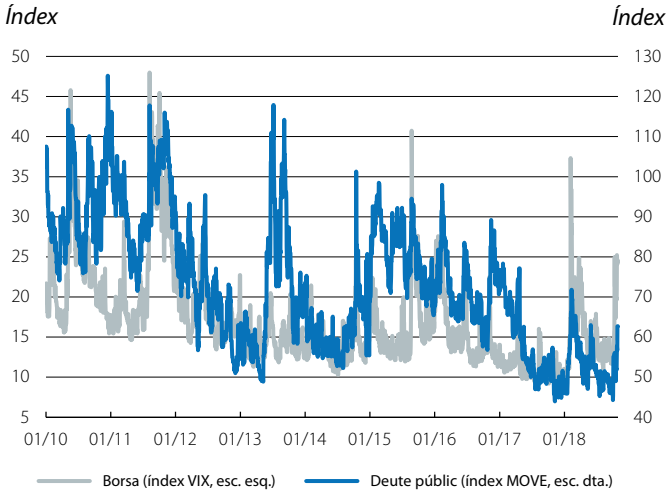
Les correccions tornen als mercats

La tardor comença amb un nou repunt de volatilitat. Després d'un setembre amb un to relativament positiu, a l'octubre, els mercats financers van tornar a patir un repunt de volatilitat i l'acumulació de pèrdues generalitzades a les borses de les economies avançades i emergents va dominar la conjuntura del mes. A més a més, a Europa, la situació es va agreujar pel nou repunt d'incertesa política, en especial al voltant de la política fiscal italiana, que va penalitzar les primes de risc perifèriques malgrat un Banc Central Europeu (BCE) que va reiterar el seu compromís amb el manteniment d'un entorn acomodatici en els propers trimestres. Aquest repunt de la volatilitat entronca amb l'alerta contra la complaença que ha manifestat recentment el Fons Monetari Internacional (FMI). En concret, a l'últim informe d'estabilitat financera global, publicat a l'octubre, l'FMI va recordar que, en l'entorn financer acomodatici dels últims anys, s'han acumulat vulnerabilitats que podrien tensionar el sistema financer internacional davant un enduriment de les condicions monetàries més intens de l'esperat (com l'increment del deute a escala mundial i les elevades valoracions d'alguns actius).

Les borses pateixen pèrdues generalitzades. A l'octubre, es va frenar el to constructiu amb el qual, al setembre, les borses internacionals es van recuperar de la inestabilitat de l'estiu. A diferència de les últimes correccions, que havien afectat, en especial, les borses emergents i europees (mentre que els índexs nord-americans continuaven batent màxims històrics), a l'octubre, les pèrdues borsàries van començar als EUA i van generar un sentiment d'aversió al risc que va penalitzar la majoria de les borses internacionals. Així, en el conjunt del mes, l'índex S&P 500 dels EUA va recular gairebé el 7%, seguit de prop per les pèrdues una mica inferiors de les borses europees. Per la seva banda, a les economies emergents, la forta reculada de l'índex MSCI per al conjunt de la regió (el –8,8%) va ser conseqüència d'un comportament dispar als índexs asiàtics (penalitzats per una caiguda acumulada propera al 8% a la Xina) i llatinoamericans (entre els quals va destacar l'avanç del 10,2% de la borsa brasilera).

El BCE confirma el final del QE. En la reunió de l'octubre, el BCE no va modificar els paràmetres de la política monetària i va reiterar que espera mantenir el full de ruta anunciat al juny. Aquesta decisió, que es va ajustar a les expectatives dels analistes i dels inversors, es va basar en una visió positiva de l'escenari macroeconòmic (amb un equilibri entre un entorn extern menys favorable i el bon funcionament de la demanda domèstica) i en la confiança en la convergència de la inflació cap a l'objectiu. Així, s'espera que les compres netes d'actius acabin al desembre del 2018 i que no es modifiquin els tipus d'interès oficials abans de l'última part del 2019. A més a més, el BCE, en mantenir constant la dimensió del seu balanç (amb la

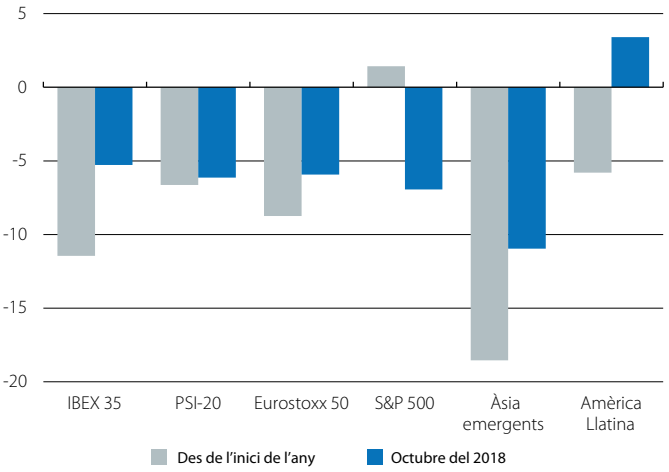
Volatilitat implícita als mercats financers



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

Principals borses internacionals

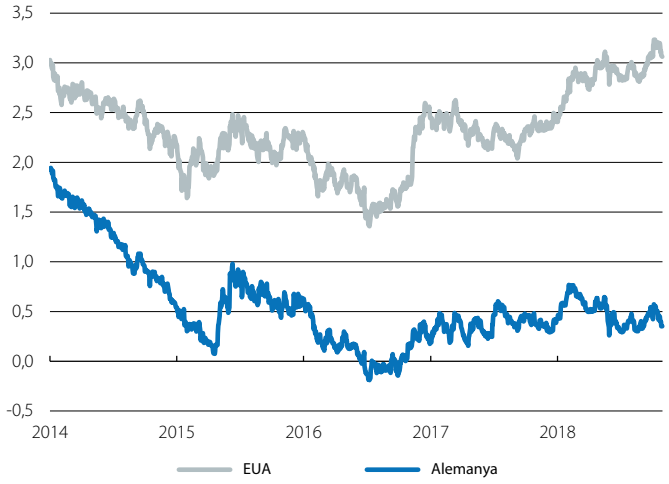
Variació acumulada (%)



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.*

reinversió dels bons en balanç que vagin vencent), continuarà comprant actius durant un període llarg de temps.

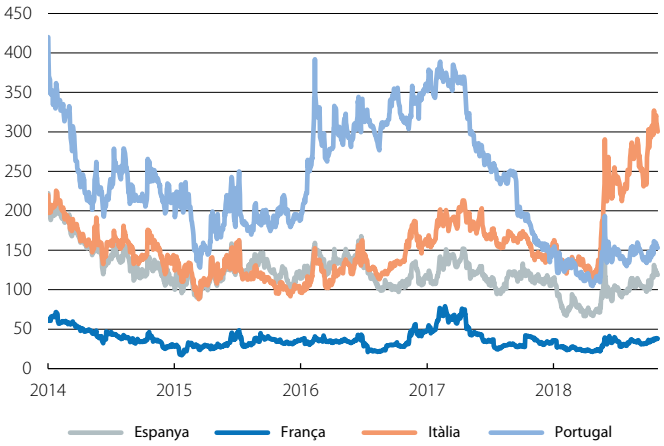
La incertesa penalitza la perifèria de la zona de l'euro. Malgrat que les decisions del BCE continuen donant suport a unes condicions monetàries acomodatícies, al llarg de l'octubre, les primes de risc de la perifèria de la zona de l'euro es van mostrar volàtils i amb una tendència a repuntar. El principal factor que explica aquesta inestabilitat és la incertesa política, en especial al voltant de la política fiscal d'Itàlia, on la prima de risc es va consolidar per damunt dels 300 p. b., amb un fort increment que la va situar temporalment en cotes no vistes des del 2013. A més a més, Moody's va rebaixar la nota creditícia del deute sobirà italià (de Baa2 a Baa3, encara en grau d'inversió) i S&P va empitjorar-ne la perspectiva (d'estable a negativa) malgrat mantenir la nota en BBB. En aquest context, les primes de risc d'Espanya i de Portugal van ser arrossegades a l'alça, però de forma més moderada. De fet, la prima portuguesa va retallar diferències amb Espanya en veure's beneficiada per la millora de la nota creditícia per part de Moody's (de Ba1 a Baa3), que la va situar de nou en grau d'inversió. Així, Moody's es va sumar a les decisions de Fitch i d'S&P dels últims trimestres, i, per primera vegada des del final del 2011, les tres grans agències assignen una nota en grau d'inversió a Portugal.

El dòlar nord-americà es manté fort. Els missatges de la Reserva Federal dels EUA (Fed) continuen reforçant l'estratègia d'increments graduals dels tipus d'interès de referència. Així, a l'octubre, els inversors van reaccionar amb un augment de les *yields* nord-americanes, que, en el cas del bo a 10 anys, va fer que se superés de forma temporal el 3,20% (+15 p. b. en relació amb el tancament de setembre). No obstant això, el moviment es va desfer a mesura que s'imposaven les correccions en borsa i que els inversors buscaven actius refugi, com el deute sobirà dels EUA. La convicció sobre l'enduriment de la política monetària de la Fed també es reflecteix al mercat de divises, on, a l'octubre, el dòlar es va reforçar enfront de les principals divises de les economies avançades (l'euro i la lliura es van depreciar una mica més del 2%, mentre que el ien es va apreciar lleugerament per damunt del 0,5%) i emergents (llevat del real brasiler, que es va apreciar amb força arran de la victòria electoral del candidat d'extrema dreta, Jair Bolsonaro).

El petroli es modera. A l'octubre, el preu del barril de Brent es va suavitzar des dels 85 dòlars amb què havia començat el mes i es va situar al voltant dels 75 dòlars. En els últims mesos, la reducció de les exportacions de l'Iran i el sobrecompliment de l'acord de retallades en la producció de cru (entre l'OPEP, Rússia i altres socis) han empès a l'alça el preu del petroli. Ateses aquestes forces, i amb l'entrada en vigor de les sancions nord-americanes sobre l'Iran al novembre, la reunió de desembre entre l'OPEP, Rússia i altres socis sobre l'acord de retallada de la producció comença a centrar l'atenció de cara a una possible ampliació (si això no succeeix, l'acord vigent acabaria al final del 2018).

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

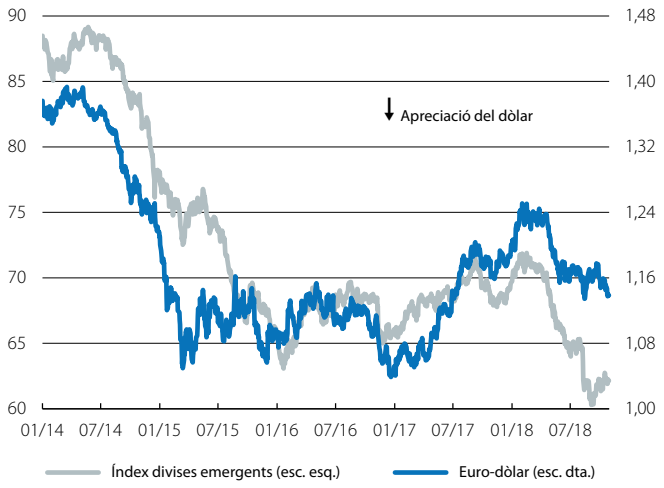
(p. b.)



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

Divises internacionals enfront del dòlar

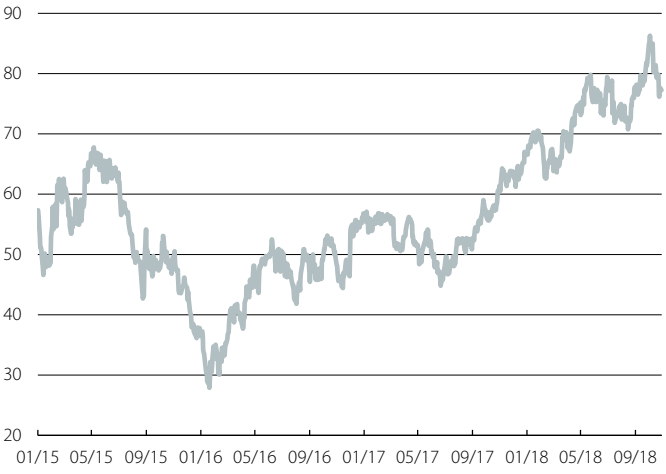
Índex *Dòlars per euro*



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.*

La borsa dels EUA: sobrevalorada?

Malgrat la caiguda de les últimes setmanes, l'evolució de la borsa nord-americana des del fons de la crisi ha estat espectacular. El passat mes de setembre, abans de les turbulències recents, la capitalització borsària de l'S&P 500 va registrar diversos màxims històrics. De fet, des del juliol del 2009 (primer trimestre de la recuperació econòmica després de la Gran Recessió), l'índex borsari S&P 500 ha augmentat el 174%, la qual cosa representa un creixement anualitzat de l'11,9%. Ateses aquestes xifres, la pregunta és immediata: està sobrevalorada la borsa nord-americana?

La valoració de les accions d'una empresa ve determinada per moltes variables, de manera que respondre la pregunta anterior no és una tasca fàcil. No obstant això, hi ha diversos indicadors que n'aclareixen alguns dels determinants i que ens poden ajudar a concretar si un actiu està justament valorat o no. Un dels més esmentats és el CAPE (de les sigles en anglès de *cyclically adjusted price-to-earnings*), proposat pel Premi Nobel d'Economia Robert J. Shiller, que divideix la capitalització total d'un índex borsari, o d'una empresa, per la mitjana dels beneficis reportats per les empreses integrants, o per l'empresa en qüestió, en els 10 últims anys.[1] Així, el fet que una empresa tingui una ràtio CAPE més elevada que una altra ens indica que el preu pagat per l'acció de la primera empresa reflecteix altres factors diferents als beneficis passats de la companyia, com l'expectativa d'un augment dels beneficis en el futur o la sobrevaloració de l'acció.

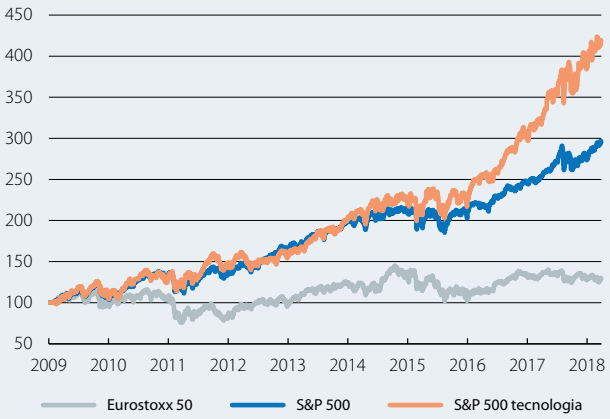
El CAPE per al conjunt de l'S&P 500 s'ha mantingut per damunt dels 30 punts des de l'inici d'enguany i, al setembre, es va arribar a situar per damunt dels 33. Què ens suggereixen aquests nivells? D'una banda, en una observació amb perspectiva històrica, aquest nivell se situa clarament per damunt de la seva mitjana des del 1881 (16,9 punts). A més a més, hem de tenir en compte que el CAPE només ha superat els 30 punts en l'avantsala del *crash* borsari del 1929 i en la bombolla de les *puntcom* el 2000, la qual cosa ens suggereix que el CAPE es troba en nivells notòriament elevats, la qual cosa, en ocasions anteriors, ha indicat una sobrevaloració a la borsa dels EUA. De l'altra, el CAPE té un gran poder predictiu sobre els retorns borsaris a mitjà i a llarg termini,[2] i, en aquest sentit, els seus nivells actuals suggereixen que la rendibilitat de l'S&P 500 en els propers 10 anys seria inferior al 4% anual (molt per sota de l'11,9% registrat entre el 2009 i el 2018).

A l'hora de buscar explicacions a aquests elevats nivells de CAPE, s'ha considerat que el sector tecnològic és el possible responsable d'aquesta elevada valoració, en part per haver estat l'origen de la bombolla borsària de les *puntcom* el 2000, en part per haver registrat uns rendiments anualitzats des de mitjan 2009 clarament superiors al conjunt de l'S&P 500 (prop del 20%). No obstant això, les dades ens mostren que no solament és el sector tecnològic el que registra un CAPE relativament alt, sinó que aquests CAPE elevats són un fenomen força generalitzat entre els sectors que componen l'índex, i, a més a més, una fracció important d'aquests sectors es troba per damunt de la mitjana històrica (vegeu el segon gràfic).[3]

Una altra possible explicació de l'alça del CAPE de l'S&P 500 podria ser un aspecte metodològic de la ràtio, l'efecte del qual esperem que s'esvaeixi en els propers trimestres.

Borses nord-americana i europea

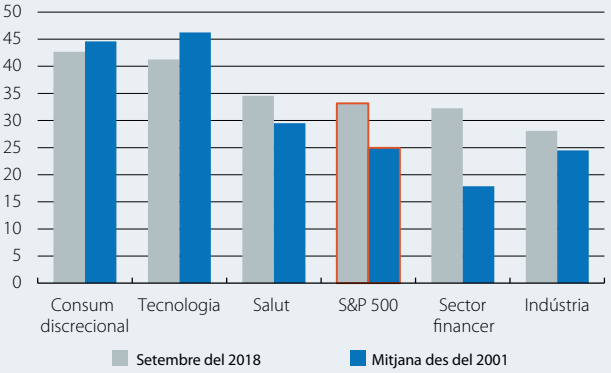
Índex (100 = juliol 2009)



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

Borsa nord-americana: índex CAPE

(Punts)



Nota: *Aquests cinc sectors representen el 79% del total de l'índex S&P 500.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

1. També es realitza un ajust per l'evolució dels preus al consum.
2. En concret, explica gairebé el 80% de la variabilitat en els retorns borsaris a un horitzó futur de 10 anys. Vegeu l'article «Valoració de la borsa nord-americana: hi ha motius de preocupació?», al Dossier de l'IM11/2017.
3. El fet que el sector tecnològic tingui un CAPE no tan diferent del d'altres sectors indica que la seva forta revaloració borsària ha anat acompanyada d'una sòlida generació de beneficis.

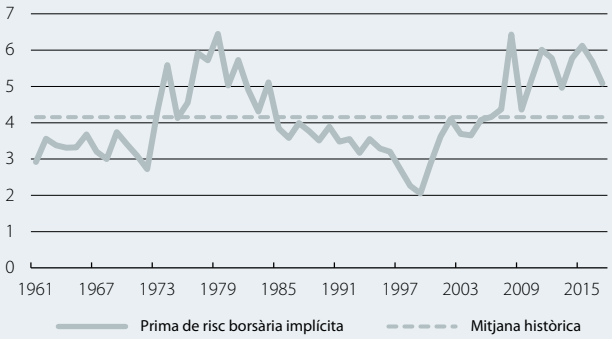
En incloure els beneficis empresarials dels 10 últims anys, el CAPE incorpora els baixos resultats registrats per les empreses durant la Gran Recessió. De forma mecànica, cap a la meitat de l'any vinent, a mesura que aquests baixos beneficis passats es deixin d'incloure en la fórmula, la mitjana dels beneficis dels 10 últims anys augmentarà i pressionarà el CAPE a la baixa. En concret, estimem que aquest efecte base podria reduir aquest indicador fins a 3 punts, un ajust significatiu, però amb el qual encara es mantindria al voltant dels 30 punts.

Per entendre millor fins a quin punt és elevat el nivell actual del CAPE, també és útil analitzar-ne l'evolució al llarg del cicle econòmic. En aquest sentit, el tipus d'interès lliure de risc de l'economia és una variable informativa. Normalment, en els períodes en què els tipus d'interès són baixos, les cotitzacions borsàries solen ser més elevades, ja que el valor present dels beneficis futurs per acció és superior i empeny els preus i el CAPE a l'alça.[4] No obstant això, atès que, en els propers mesos, esperem que els tipus als EUA vagin augmentant de forma gradual, arran de l'enduriment de la política monetària duta a terme per la Fed, les cotitzacions borsàries es trobaran en un entorn menys favorable. En concret, si analitzem la relació històrica entre la rendibilitat del bo sobirà nord-americà a 10 anys i la ràtio proposada per Robert Shiller, aquesta ràtio tendeix a situar-se al voltant dels 25 punts en un escenari en què el tipus sobirà dels EUA es consolidi al voltant del 3,5%. Una reducció del CAPE, per definició, s'hauria de produir per un descens de la cotització borsària o per un augment dels beneficis empresarials. En aquest sentit, si tenim en compte la reducció de 3 punts per la desaparició de l'efecte base de la Gran Recessió i assumim que els beneficis empresarials continuaran creixent segons la mitjana dels dos últims anys, una reducció del CAPE fins als 25 punts requeriria una correcció borsària, aproximadament, del 12%. Més enllà de la importància d'interpretar aquesta xifra amb cautela, atesa l'elevada incertesa que l'envolta, la magnitud d'aquesta reculada no és gens menyspreable, però queda força lluny de les correccions experimentades en altres períodes, en què el CAPE es va situar per damunt dels 30 punts (tant en el cas de la bombolla de les *puntcom* el 2000 com en el *crash* del 1929, els descensos van ser superiors al 30%).

Un altre indicador que ens pot ajudar a identificar les possibles situacions de sobrevaloració en la renda variable és la prima de risc borsària implícita (PRBI), que ens mostra quina és la compensació addicional que exigeixen els inversors per invertir en borsa en lloc de fer-ho en actius amb un risc més baix (com el deute sobirà dels EUA). Nivells baixos d'aquesta mesura suggereixen que els inversors exigeixen poca compensació per la presa de risc, la qual cosa podria indicar que són complaents amb la borsa, situació que caracteritza les bombolles. Hi ha diverses metodologies per estimar aquest indicador, des de molt senzilles a molt complexes. Una de les més utilitzades es basa en l'obtenció de la taxa de descompte dels fluxos de caixa futurs esperats (principalment dividends) d'una acció per, tot seguit, restar-li el retorn del tipus d'interès lliure de risc i obtenir la PRBI.[5] En l'actualitat, aquest indicador se situa en nivells superiors al 5%, una mica per damunt de la mitjana històrica del 4,1%. Malgrat que això indica que els inversors exigeixen una rendibilitat clarament superior a l'oferta pel deute sobirà i tendeix a matisar les conclusions extretes de l'anàlisi del CAPE, la tendència a la baixa que ha mostrat en els últims anys podria ser un senyal d'alerta.[6]

Borsa nord-americana: prima de risc borsària implícita de l'S&P 500

Diferencial entre la taxa interna de retorn (TIR) de la borsa i el tipus d'interès lliure de risc (p. p.)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Aswath Damodaran (disponibles a http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar).*

Així i tot, tal com hem comentat més amunt, determinar si un actiu financer està sobrevalorat és una tasca molt complexa, i les eines de les quals disposem aclareixen alguna de les moltes dimensions que influeixen en les cotitzacions borsàries. En aquest sentit, hi ha diversos arguments que atenuen les conclusions sobre els elevats nivells actuals del CAPE. No obstant això, tot i que sigui temptador pensar que «aquesta vegada és diferent», no s'ha de menysprear el poder predictiu dels indicadors presentats en aquest article.

4. L'estreta relació entre el CAPE i els tipus d'interès queda ben il·lustrada pel fet que, en els 55 últims anys, el tipus d'interès sobirà dels EUA a 10 anys explica gairebé el 50% de les variacions del CAPE de l'S&P 500.

5. Vegeu «La prima de risc borsària implícita: un indicador clarament imperfecte que cal tenir en compte», a l'IM11/2015.

6. A més a més, hem de tenir en compte que la compra a gran escala d'actius per part de la Reserva Federal ha disminuït els tipus d'interès sobre el deute sobirà nord-americà, la qual cosa podria haver esbiaixat la PRBI a l'alça.

Tipus d'interès (%)

	31-oct	28-set	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	1,3
Euríbor 12 mesos	–0,15	–0,16	1	3,6	3,5
Deute públic a 1 any (Alemanya)	–0,66	–0,59	–7	–2,2	8,8
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	–0,62	–0,52	–10	0,7	13,0
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	0,39	0,47	–8	–3,7	2,7
Deute públic a 10 anys (Espanya)	1,55	1,50	5	–1,7	8,9
Deute públic a 10 anys (Portugal)	1,87	1,88	–1	–7,3	–20,4
EUA					
Fed funds (límit superior)	2,25	2,25	0	75,0	100,0
Líbor 3 mesos	2,56	2,40	16	86,6	117,9
Líbor 12 mesos	3,08	2,92	16	97,3	123,2
Deute públic a 1 any	2,65	2,56	9	91,8	122,9
Deute públic a 2 anys	2,87	2,82	5	98,7	127,0
Deute públic a 10 anys	3,14	3,06	8	73,5	76,1

Spreads de deute corporatiu (p. b.)

	31-oct	28-set	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2018 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	74	69	5	29,2	23,7
Itraxx Financer Sènior	92	84	8	48,1	41,0
Itraxx Financer Subordinat	187	171	15	82,1	71,4

Tipus de canvi

	31-oct	28-set	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2018 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,131	1,160	–2,5	–5,8	–2,9
EUR/JPY (iens per euro)	127,760	131,930	–3,2	–5,6	–3,5
EUR/GBP (lliures per euro)	0,886	0,890	–0,5	–0,2	1,1
USD/JPY (iens per dòlar)	112,940	113,700	–0,7	0,2	–0,6

Primeres matèries

	31-oct	28-set	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2018 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	416,1	415,0	0,3	–3,7	–2,7
Brent ($/barril)	75,5	82,7	–8,8	12,9	23,0
Or ($/unça)	1.214,8	1.192,5	1,9	–6,8	–4,4

Renda variable

	31-oct	28-set	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2018 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	2.711,7	2.914,0	–6,9	1,4	5,3
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	3.197,5	3.399,2	–5,9	–8,7	–13,0
Ibex 35 (Espanya)	8.893,5	9.389,2	–5,3	–11,5	–15,5
PSI 20 (Portugal)	5.030,7	5.359,3	–6,1	–6,6	–8,1
Nikkei 225 (Japó)	21.920,5	22.201,8	–1,3	–3,7	–0,4
MSCI emergents	955,9	1.047,9	–8,8	–17,5	–14,6

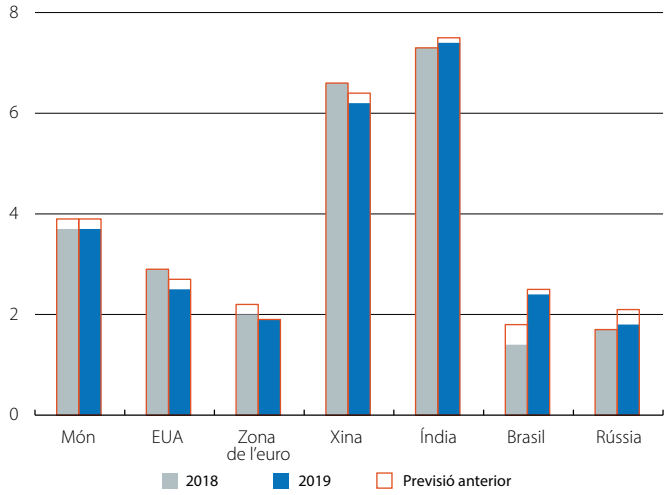
Creixement global significatiu, però amb riscos a la baixa persistents

Lleugera revisió a la baixa de les previsions de creixement mundial. Aquesta revisió es basa en la suau moderació dels indicadors d'activitat global, com l'índex de sentiment empresarial (PMI) compost global, que es manté en zona clarament expansiva (per damunt dels 50 punts), tot i que va tornar a disminuir per tercer mes consecutiu, fins a situar-se en els 52,8 punts al setembre. Una reculada que s'ha donat tant per a l'agregat de les economies emergents com per al de les avançades. L'escenari de CaixaBank Research s'ha ajustat a aquesta moderació amb una lleugera revisió a la baixa (1 dècima) en les xifres de creixement global per a enguany i per a l'any vinent, tot i que es continua projectant un avanç en nivells sòlids (el 3,7% el 2018 i el 3,6% el 2019). De la mateixa manera, l'FMI, en l'actualització recent de l'Informe de Perspectives Globals (World Economic Outlook, en anglès), també ha reduït les previsions de creixement mundial (fins al 3,7% per al 2018 i el 2019) i ha mantingut un balanç de riscos esbiaixats a la baixa. La revisió del Fons representa, en gran part, un menor creixement previst entre els emergents i és el resultat de dues tendències oposades: mentre la recuperació del petroli justifica la millora de les perspectives dels exportadors energètics, altres emergents veuran penalitzat el creixement futur a causa de l'escalada de les tensions comercials a nivell mundial (l'FMI esmenta, explícitament, la Xina i l'Índia). Un cas a part són els emergents, que, a més de patir la combinació de tendències globals poc propícies (enduriment de les condicions financeres mundials, tensions geopolítiques i efectes de la guerra comercial), exhibeixen febleses idiosincràtiques (per exemple, l'Argentina, Turquia i l'Iran).

Els riscos a la baixa es mantenen presents. En el pla comercial, en les últimes setmanes, i malgrat el desenvolupament positiu que va representar l'acord entre els EUA, Mèxic i Canadà per reformar el tractat comercial entre els tres països (NAFTA abans i ara USMCA), les tensions comercials entre els EUA i la Xina continuen ben presents. Malgrat que no pensem que la intensificació de les sancions aranzelàries entre els dos països pugui desembocar en una guerra comercial a escala mundial en tota regla, els riscos han augmentat de forma considerable en els últims mesos. En aquest sentit, les eleccions legislatives *midterms* nord-americanes (el 6 de novembre) poden jugar un paper important en l'evolució d'aquestes tensions. Si els republicans en surten reforçats, Trump ho podria veure com un suport a la seva política comercial i continuar imposant sancions. Si, en canvi, els demòcrates recuperen la Cambra dels Representants de manera contundent, el president podria optar per recalibrar la política comercial. No en va, el 56% dels nord-americans creuen que els acords de lliure comerç han estat positius per al país en el seu conjunt. Tot i que aquest percentatge és considerablement inferior entre els votants republicans (el 43%), ha tendit a augmentar de manera significativa en els últims anys (segons una enquesta del Pew Research Center).

FMI: previsions del PIB per al 2018 i el 2019

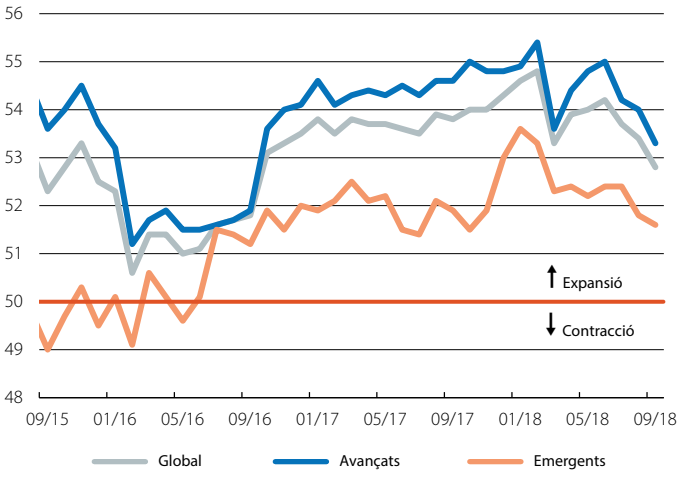
Variació anual (%)



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

Indicadors d'activitat: PMI compost

Índex



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

Itàlia: objectius de dèficit

(% del PIB)

	2018	2019	2020	2021
Nous objectius	–1,6	–2,4	–2,1	–1,8
Objectius anteriors	–1,6	–0,8	0,0	0,2
Diferència	0,0	–1,6	–2,1	–2,0

Font: *CaixaBank Research, a partir de previsions del Govern italià.*

A Europa, els factors geopolítics dominen el mapa de riscos. En concret, en la reunió del Consell Europeu de mitjan octubre, el Regne Unit i la UE no van aconseguir arribar a un 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 continuarà al mercat únic i a la unió duanera fins al final del 2020. Tot i que preveiem que, efectivament, s'assolirà un acord de sortida, és probable que la seva formalització s'ajorni més del desitjat, ja que s'estima que el procés de ratificació de l'acord al Regne Unit serà complicat. Per la seva banda, Itàlia ha copat l'atenció durant aquestes últimes setmanes, ja que el nou pressupost públic per al 2019 comporta una desviació significativa de l'objectiu acordat prèviament amb Brussel·les al maig (d'un dèficit del 0,8% del PIB al 2,4%). Aquest canvi dificulta la correcció de l'elevat deute públic italià (superior al 130% del PIB) i genera tensions amb Brussel·les. De fet, la Comissió Europea ja ha manifestat formalment el rebuig a aquesta proposta, atès que considera que infringeix seriosament les normes fiscals de la UE, i ha donat a Itàlia un termini de tres setmanes (fins a mitjan novembre) per revisar-la.

ZONA DE L'EURO

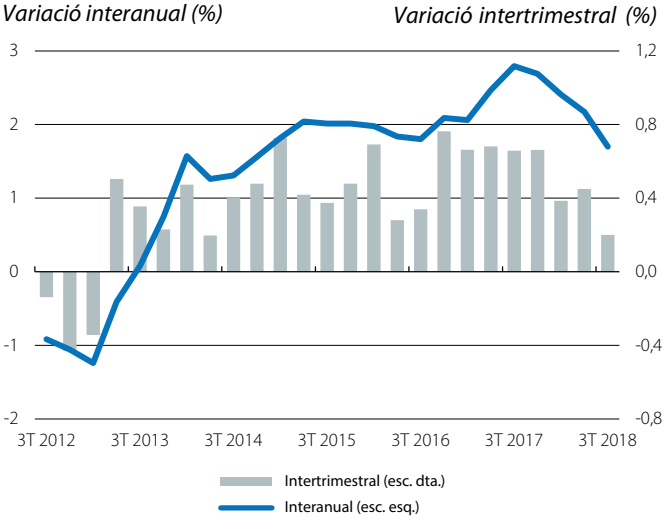
A la zona de l'euro, el creixement del PIB va decebre en el 3T 2018 en situar-se clarament per sota del que esperava el conjunt d'analistes. En concret, el PIB va avançar el 0,2% intertrimestral en el 3T (l'1,7% interanual), la qual cosa representa una desacceleració en relació amb la primera meitat de l'any (quan va avançar el 0,4% intertrimestral). Entre els països dels quals disposem de dades, va haver-hi llums i ombres. En concret, va destacar en positiu França, amb un creixement del 0,4% intertrimestral i de l'1,5% interanual en el 3T (el 0,2% intertrimestral i l'1,7% interanual en el 2T 2018). En canvi, Itàlia va decebre amb un avanç intertrimestral nul i amb un creixement interanual del 0,8% (el 0,2% intertrimestral i l'1,2% interanual en el 2T 2018). Pel que fa a Alemanya, tot i que encara no coneixem les dades del PIB, tot sembla indicar que la seva economia s'ha vist llastada de forma temporal per la nova normativa sobre vehicles, que va entrar en vigor l'1 de setembre i que introdueix una regulació més estricta sobre les emissions contaminants.

Els primers indicadors de sentiment econòmic apunten al manteniment d'un creixement més moderat en l'últim trimestre de l'any. En particular, l'índex PMI compost per al conjunt de la zona de l'euro (que mesura el sentiment empresarial) va caure fins als 52,7 punts a l'octubre, el nivell més baix dels dos últims anys, tot i situar-se en zona expansiva. El descens va ser propiciat per la desacceleració (esperada) de les exportacions, en produir-se en un entorn de persistents tensions comercials. Així mateix, la normativa sobre els vehicles també pot haver contribuït a aquest registre més baix. Per la seva banda, l'índex de confiança del consumidor va repuntar lleugerament a l'octubre fins als –2,7 punts, un registre similar a la mitjana del 2017 (–2,5 punts).

ESTATS UNITS

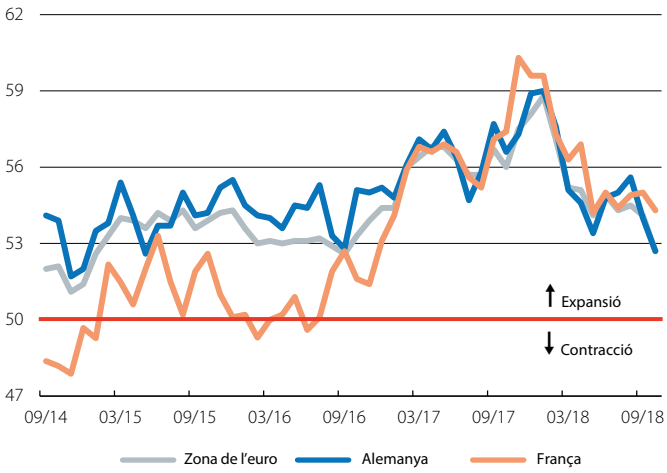
Les dades de creixement del 3T corroboren la bona marxa de l'economia nord-americana. En concret, el PIB va avançar un

Zona de l'euro: creixement del PIB



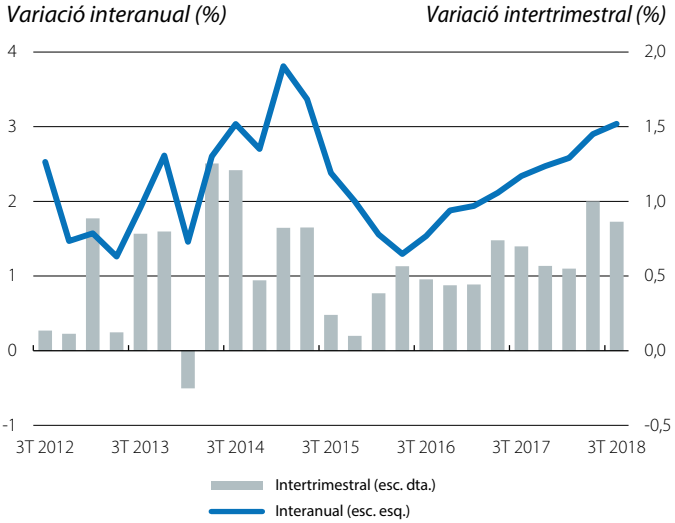
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.*

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



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

EUA: creixement del PIB



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

sòlid 0,9% intertrimestral (el 3,0% interanual). L'avanç ha sorprès en positiu, en especial davant el creixement del 2T (l'1,0% intertrimestral), ja molt elevat. Per components de demanda, el fort ritme de creixement va rebre el suport, en bona part, de l'avanç del consum privat, de la gran contribució positiva del component d'existències i del consum públic (davant l'increment de la despesa pública aprovat al febrer al Congrés nord-americà). Aquests elements van compensar la caiguda de les exportacions i de la inversió residencial. D'altra banda, cal destacar la feblesa de la inversió empresarial, en especial en equipaments, malgrat que s'hauria d'haver vist beneficiada per la nova fiscalitat (retallada impositiva i més incentius fiscals a la inversió). En aquest sentit, l'esvaïment gradual de l'estímul fiscal contribuirà a moderar el creixement del PIB el 2019.

Les bones dades del mercat laboral i de la inflació no han de generar complaença. Malgrat la lleugera moderació en la inflació general del setembre, tant la general com la subjacent es van mantenir en nivells ferms (en el 2,3% i en el 2,2%, respectivament). En un entorn de creixements notables i amb un mercat laboral proper a la plena ocupació (la taxa d'atur es va situar en el 3,7% al setembre, el nivell més baix des del 1969), els riscos de sobreescalfament no són menyspreables. En aquest sentit, l'escenari de CaixaBank Research preveu que la Reserva Federal continuarà normalitzant la política monetària per contenir aquests riscos amb una nova pujada enguany i dues més al llarg del 2019. Això situaria el tipus de referència en l'interval 2,75%-3,00% al final del 2019.

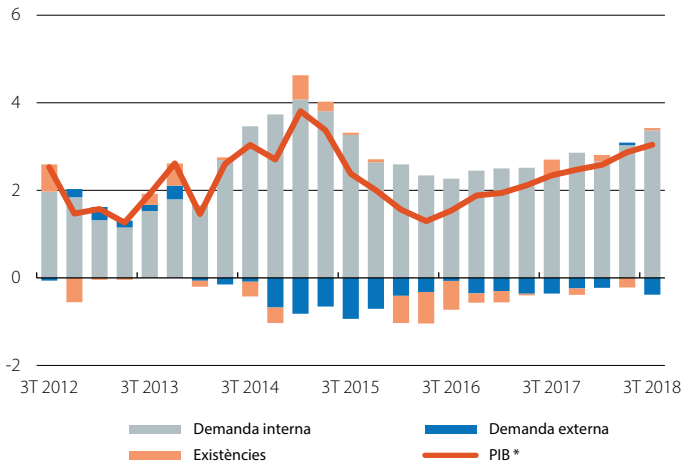
EMERGENTS

A la Xina es confirma la desacceleració de l'economia. En concret, el PIB de la Xina va créixer el 6,5% interanual en el 3T i, tot i que es tracta d'un ritme de creixement notable, se situa 2 dècimes per sota de l'avanç del trimestre anterior i confirma que el país es desaccelera. De fet, l'índex d'activitat de CaixaBank Research per a l'economia xinesa suggereix que l'alentiment podria ser una mica més clar del que suggereixen les dades oficials de PIB. De cara als propers trimestres, preveiem que l'economia asiàtica es continuarà desaccelerant, malgrat que ho farà de forma gradual. Per tant, és probable que el Govern xinès mantingui algunes de les mesures d'estímul ja implementades (per exemple, les reduccions en els requisits de capital dels bancs).

A Llatinoamèrica, les dues principals economies discorren per camins diferents. Al Brasil, la incertesa continuarà pesant sobre el creixement econòmic. La victòria de Bolsonaro pot oferir una agenda reformista moderada amb la finalitat de corregir el fort desequilibri dels comptes públics brasilers, tot i que serà difícil que es duguin a terme canvis més ambiciosos, a causa de la fragmentació política en el poder legislatiu (vegeu el Focus «Les finances públiques, el taló d'Aquil·les de l'economia brasilera», en aquest mateix *Informe Mensual*). Per la seva banda, a Mèxic, el PIB del 3T va avançar un considerable 0,9% intertrimestral (el 2,6% interanual) i va deixar enrere alguns trimestres d'una certa feblesa, propiciada per la incertesa política i comercial.

EUA: PIB per components

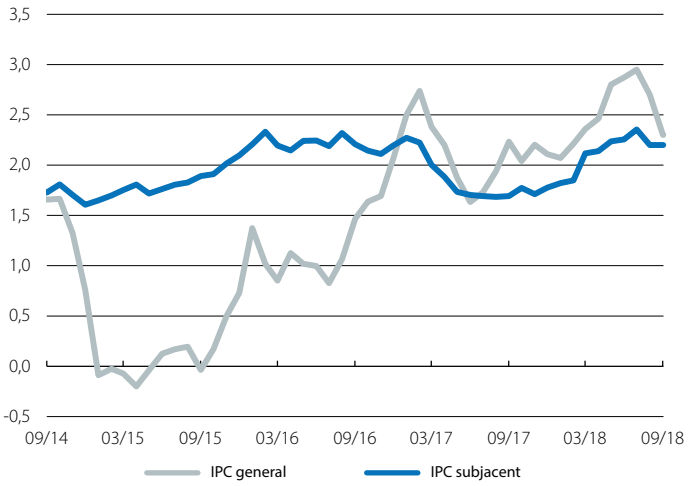
Contribució al creixement interanual (p. p.)



Nota: ** Variació interanual (%).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Economic Analysis.*

EUA: IPC

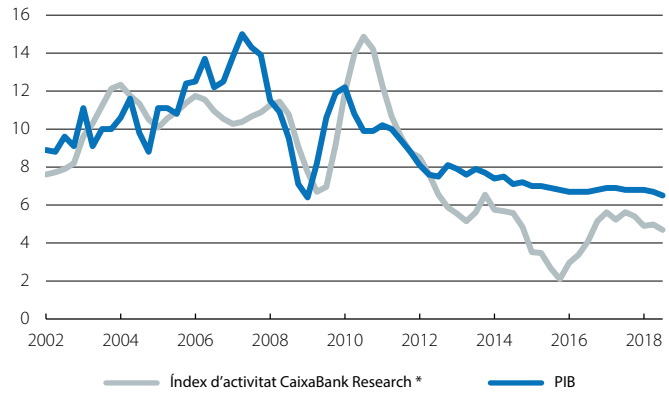
Variació interanual (%)



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

Xina: PIB enfront de l'indicador d'activitat CaixaBank

Variació interanual (%)



Nota: **Mitjana mòbil dels quatre últims trimestres de l'índex d'activitat. El creixement en el 3T s'ha calculat a partir de dades mensuals del juliol i de l'agost.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc Popular de la Xina i de l'Oficina Nacional d'Estadística de la Xina.*

Les finances públiques, el taló d'Aquil·les de l'economia brasilera

El nou president del Brasil no tindrà gaire temps per celebrar la victòria. Els reptes als quals s'enfronta el seu país són de gran envergadura, de manera que farà bé si passa amb celeritat de les promeses electorals a l'adopció de mesures. En concret, la primera prioritat del nou Executiu hauria de ser, sens dubte, afrontar la complicada situació de les finances públiques.

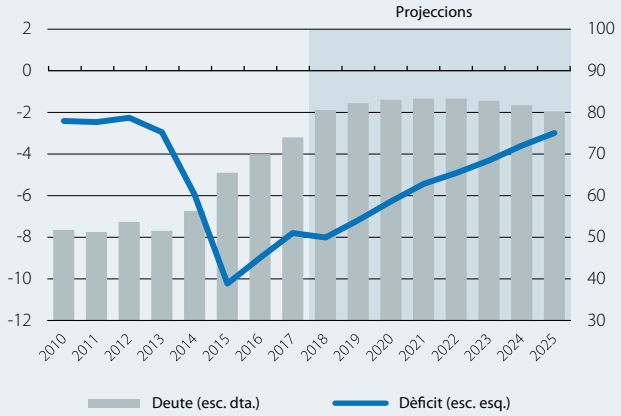
Des del punt de vista europeu, no hem de mirar la situació econòmica del Brasil com si fos un problema aliè i que només hagi de preocupar els qui han invertit al país. D'una banda, a diferència d'altres emergents, com Turquia o l'Argentina, les interconnexions financeres i econòmiques del Brasil amb la resta del món són substancials. De l'altra, el Brasil, a més de ser la primera economia llatinoamericana, és un proveïdor central de diferents primeres matèries a nivell global.

Atesa la importància sistèmica del país, no és estrany que rebi sempre una elevada atenció per part dels inversors, atenció que, en els últims mesos, s'ha centrat, en gran part, en la capacitat del nou Govern d'executar les molt necessàries, però gairebé sempre ajornades, reformes estructurals que necessita, com la millora de les infraestructures de transport i d'energia, del marc regulador –que continua sent excessivament complex i poc efectiu– i dels problemes crònics d'inseguretat. Però, per damunt de tot, preocupa la situació de les finances públiques del Brasil, el sanejament de les quals, si no es prenen mesures en profunditat, serà cada vegada més difícil.

Es tracta d'una preocupació fonamentada: el 2017, el dèficit públic es va situar en el 7,8% del PIB i el deute públic, en el 74,0%, registres clarament superiors als habituals entre els emergents. A més a més, s'ha arribat a aquests nivells d'una forma relativament ràpida, ja que, el 2013, les dues xifres eren, respectivament, el 3,0% i el 51,5% del PIB. A més a més, tot fa pensar que aquestes xifres es continuaran deteriorant si no s'adopten mesures d'ajust d'ampli abast.

Quins són els factors que pressionen a l'alça el desequilibri de les finances públiques? Un primer candidat natural és l'evolució de l'economia mateixa, la qual, en els últims anys, ha hagut de bregar amb una recessió greu i amb una recuperació exigua: si, en el període 2009-2013, el creixement mitjà anual va ser del 3,3%, en els quatre últims anys, ha estat del –1,4%. No obstant això, segons les estimacions de l'FMI, el dèficit públic efectivament registrat i l'ajustat cíclicament són relativament similars en gairebé tot el període comprès entre el 2002 i el 2017. O, el que és el mateix, el deteriorament del saldo públic es produeix per motius estructurals, aliens a la negativa evolució econòmica dels últims anys.

Brasil: projeccions del dèficit i del deute públics



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc Central del Brasil i d'Oxford Economics.*

Un segon sospitós habitual en països amb un nivell de deute públic elevat és el pagament dels interessos. En la mitjana del 2014-2017, quan el dèficit públic va ser del 8,2% del PIB, el pagament d'interessos va ser equivalent al 6,6% del PIB (és a dir, el gros del dèficit registrat era degut al pagament dels interessos, mentre que el dèficit públic primari, de l'1,6% del PIB, era molt més petit). No obstant això, si ampliem el focus temporal, la conclusió es manté: en els «anys bons», és a dir, del 2000 al 2013, el Brasil va pagar, de mitjana anual, el 6,1% del seu PIB en interessos. Aquesta és una càrrega pesada, i la seva evolució, a curt termini, és difícil de canviar, però no sembla que el deteriorament del dèficit públic del Brasil sigui el resultat, exclusivament, d'un augment del cost del deute.

Un tercer candidat que explica el deteriorament dels comptes públics sol ser el baix nivell d'ingressos, usualment un taló d'Aquil·les de les economies emergents. Tampoc no és el cas. El nivell d'ingressos del Brasil és elevat: tot i que, en proporció del PIB, han disminuït una mica en els últims anys, els ingressos públics encara superen el 30% del PIB (la mitjana de l'OCDE és de l'ordre del 35%).

En definitiva, cap dels factors anteriors explica, aïlladament, l'empitjorament del dèficit públic i, en conseqüència, l'escalada del deute, que es produeix, en certa mesura, a partir del 2014 i amb més intensitat des del 2015. Per trobar la causa, cal fixar l'atenció en la despesa. En aquests anys, es produeix un augment superior al 25% en la despesa pública. Es tracta, com és obvi, d'un augment molt elevat, sense precedents en les últimes dècades, i que, a més a més, atès que la dinàmica de despesa pública brasilera té un fort caràcter inercial, produeix una situació d'histèresi (és a dir, el canvi de nivell es manté en el temps).

Això explica per què, quan s'intenta reaccionar, els resultats són escassos. Així, i malgrat que, el 2016, es va establir un límit al creixement de les partides principals de despesa social en mans del Govern central (de manera que no podien créixer més que la inflació), la mesura només ha servit per aconseguir que la despesa se situï per sota del 40% del PIB. Certament, s'ha frenat la tendència alcista d'anys anteriors, però encara no s'ha corregit.

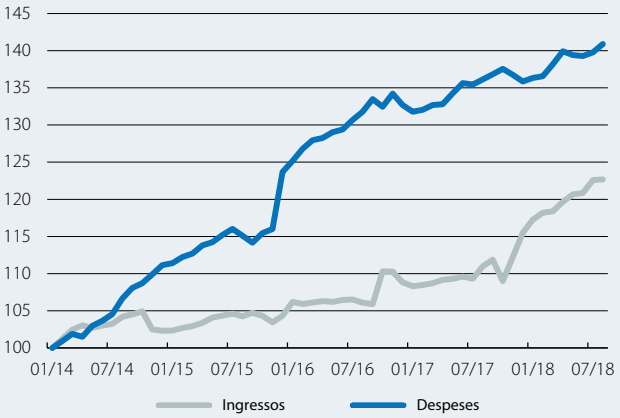
El problema de fons essencial és que el Govern només és responsable directe d'una part relativament petita de les despeses públiques. Així, fins i tot si es descompten els interessos pagats, aproximadament el 80% de la despesa primària del Govern central són despeses no discrecionals. En particular, destaca que més del 40% de les despeses primàries es destinen a la Seguretat Social. Es tracta d'una partida que ha crescut al llarg dels anys i que no donarà treva en el futur. Segons les estimacions de l'FMI, es passarà d'una despesa en pensions de l'ordre del 14% del PIB el 2021 al 18% el 2030 i al 26% el 2050. Aquest fort augment no és el resultat d'una situació demogràfica adversa, com en moltes economies desenvolupades. Diferents estudis reiteren que, atesos els recursos disponibles, el Brasil compta amb un sistema molt generós.[1] En concret, és relativament freqüent jubilar-se aviat (un cop cotitzats 35 anys, els homes, i 30 anys, les dones, no hi ha edat mínima de jubilació) amb taxes de reemplaçament o de substitució elevades. En aquest sentit, cal lamentar que els intents de l'anterior Govern d'aconseguir una reforma moderada del sistema, centrada en l'augment de les exigències de cotització i en la fixació d'una edat obligatòria de jubilació, fracassessin.

La tessitura de les finances públiques és, per tant, complicada, i el menú d'alternatives a disposició del nou Govern és certament limitat, llevat que s'opti per un canvi profund en el sistema de despesa. Sense aquesta reforma en profunditat, poc probable si tenim en compte el que ha succeït en el passat, el més probable és que assistim a una gestació difícil d'un programa d'ajust que tractarà de reduir les despeses discrecionals, de contenir els salaris públics i d'aconseguir una reforma de la Seguretat Social, segurament no gaire diferent de la que va naufragar en la legislatura anterior. Pel costat dels ingressos, cal esperar algun augment impositiu, un cert reordenament de l'embolic de beneficis fiscals discrecionals i un procés modest de privatitzacions, però l'impacte fiscal podria acabar sent reduït. El panorama fiscal és, i continuarà sent, complicat, i, en conseqüència, els dubtes sobre la sostenibilitat de les finances públiques continuen sent una font d'incertesa per al Brasil... i per al món.

1. Vegeu, per exemple, OCDE (2017), «Pension Reform in Brazil», Policy Memo.

Brasil: ingressos i despeses del Govern central

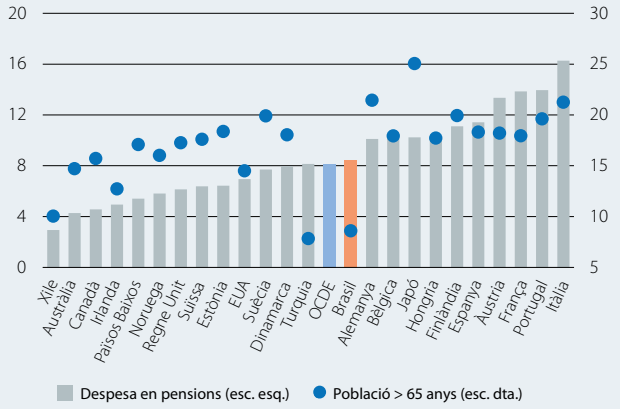
Índex (100 = gener 2014)



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

Despesa en pensions i població més gran de 65 anys

(% del PIB) *(% de la població total)*



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE i del Banc Central del Brasil.*

Brexit: compte enrere

Quan falten menys de sis mesos per al *brexit*,[1] encara queden esculls importants per resoldre i el procés de ratificació de l'acord de separació al Regne Unit pot ser complicat. A això se sumen els dubtes sobre si, després del *brexit*, els dos blocs arribaran a un acord que garanteixi una relació estreta entre els dos i que minimitzi els danys econòmics de la separació. En aquest Focus, repassarem els principals reptes que cal abordar per garantir una sortida ordenada del Regne Unit i el procés que s'inicia immediatament després, el qual hauria de dur les dues parts a acordar el futur marc de relacions.

Semblava que el procés de sortida del Regne Unit de la UE estava ben canalitzat quan, al desembre del 2017, la UE i el Regne Unit van establir les bases de l'acord de sortida. En concret, les dues parts van acordar la quantitat que el Regne Unit ha de pagar a la UE per honrar les obligacions financeres contretes mentre el Regne Unit formava part de la UE (l'anomenat *financial settlement* o *brexit bill*), els drets dels ciutadans britànics que actualment resideixen a la UE (i viceversa) després del *brexit*, i l'aplicació d'una clàusula *backstop* que garanteixi que la frontera entre Irlanda del Nord i la República d'Irlanda es mantingui oberta sigui quin sigui el marc futur de relacions entre la UE i el Regne Unit.[2] També es va acordar, al març del 2018, establir un període de transició després del *brexit* –fins al desembre del 2020–, durant el qual les dues parts negociarien la relació futura. En concret, es va acordar que, durant aquest període, el Regne Unit es mantindria dins el mercat únic i la unió duanera per minimitzar qualsevol disrupció i per ajudar els diferents actors econòmics a acomodar-se al nou escenari *postbrexit*. No obstant això, l'entrada en vigor d'aquest període de transició està condicionada pel fet que les dues parts tanquin definitivament l'acord de sortida.

L'assoliment relativament ràpid d'aquestes metes havia reduït els temors a un fracàs en les negociacions i a una sortida desordenada del Regne Unit. De fet, s'esperava que es poguessin tancar els detalls de l'acord de sortida a l'inici d'aquesta tardor, per propiciar que les dues parts el poguessin ratificar abans de la data del *brexit*.[3]

No obstant això, les negociacions s'estan complicant, la qual cosa ha ajornat la formalització de l'acord, com a mínim, fins al final d'enguany. En particular, sembla que les dues parts no es posen d'acord sobre la forma que ha de tenir la clàusula *backstop* sobre Irlanda. Per a la UE, aquesta provisió ha de contemplar que Irlanda del Nord es mantingui en la unió duanera i al mercat únic de béns de manera indefinida. No obstant això, això implicaria dividir el territori duaner del Regne Unit, en imposar controls fronterers entre Irlanda del Nord i la resta del Regne Unit, als quals el Govern britànic s'oposa amb fermesa. Així mateix, també exclouria Irlanda del Nord de qualsevol acord comercial que el Regne Unit signés amb un tercer país. Per això, el Govern britànic proposa que tot el Regne Unit (i no solament Irlanda del Nord) es mantingui, *de facto* i de manera temporal, en la unió duanera més enllà del període de transició. Així mateix, també ha suggerit la possibilitat d'ampliar aquest període fins al final del 2021 per donar més temps a les negociacions d'un futur acord comercial (i evitar, així, que s'hagi d'aplicar el *backstop*). Així, sembla que el Regne Unit tracta de tancar l'acord de sortida sense detallar gaire la solució al problema de la frontera irlandesa, mentre que la UE voldria passar a l'etapa següent de les negociacions amb unes especificacions clares sobre la clàusula *backstop*.

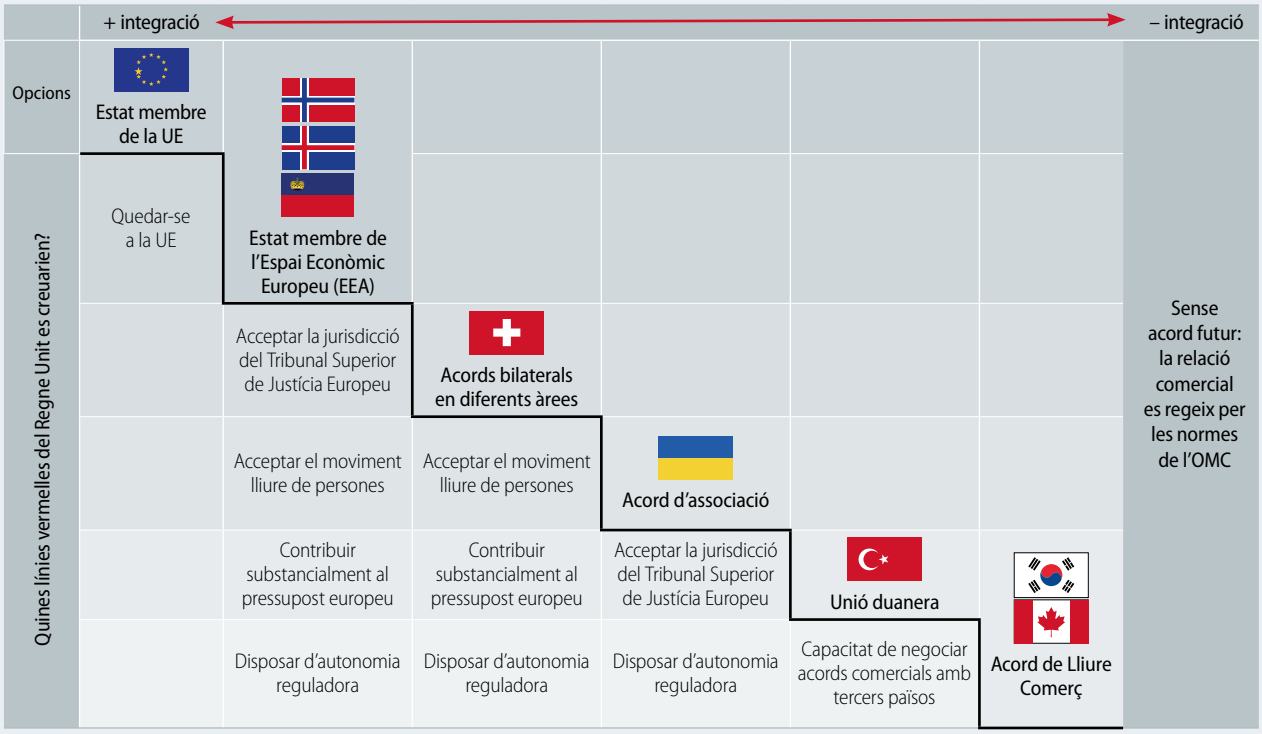
A més a més, un cop tancat l'acord de sortida, s'haurà de ratificar al Parlament britànic, un procés que no serà fàcil i que pot posar en risc l'acord assolit entre el Govern britànic i la UE. En l'actualitat, el Govern britànic no pot donar per descomptat que aconseguirà el suport necessari per ratificar l'acord al Parlament. D'una banda, el bloc euroescèptic dins el partit conservador no vol que el Govern britànic faci concessions a Brussel·les per tractar de mantenir la frontera oberta a Irlanda, ni que el Regne Unit estigui lligat a una unió duanera amb la UE durant un període més llarg de l'estrictament necessari, de manera que pot acabar bloquejant la ratificació de l'acord. De l'altra, alguns diputats del partit laborista també estarien disposats a votar en contra de l'acord que negociï el Govern britànic i la UE. Així i tot, s'espera que el Govern britànic aconsegueixi ratificar l'acord final i fer efectiu l'acord de transició, ja que l'alternativa d'arribar al dia del *brexit* sense un acord de separació comportaria elevats costos econòmics.

Més enllà de l'acord de sortida, després del *brexit*, quedaran importants qüestions per resoldre. En particular, el Regne Unit i la UE disposaran de 21 mesos –si no s'amplia el període de transició– per traçar els detalls de la futura relació comercial. Malgrat que, en l'actualitat, el marc de relacions futur és incert, sí coneixem els principals eixos al voltant dels quals giraran les negociacions i la posició inicial de cada bloc.

Per a la UE, l'acord futur haurà de respectar la normativa de la Unió. En particular, des de l'inici de les negociacions, els 27 van deixar clar el compromís amb la indivisibilitat de les quatre llibertats que regeixen el tractat de Roma i el Mercat Comú Europeu: la llibertat de moviment de béns,

1. Està previst que el Regne Unit surti de la UE el 29 de març del 2019.
2. Aquesta clàusula s'aplicaria, només, fins que tingués efecte un marc futur de relacions que garantís que la frontera es manté oberta.
3. L'acord de sortida ha de ser ratificat per la UE (per majoria simple al Parlament Europeu i per majoria qualificada al Consell Europeu) i pel Regne Unit (a les dues cambres).

Marc de relacions futures entre el Regne Unit i la UE



Nota: *Cada bandera representa un país amb el qual la UE té aquest tipus de relació.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de documents de la Comissió Europea.*

de serveis, de capital i de persones. Així mateix, la UE també va deixar clar que, a l'hora de definir la relació *postbrexit*, vol que el Regne Unit respecti l'equilibri de beneficis i d'obligacions que comporta l'accés al mercat únic.[4] En altres paraules, la UE no pot permetre que el Regne Unit esculli només les parts del mercat únic que li siguin més convenients i rebutgi les que no (el que es coneix com *cherry-picking*). Per aquest motiu, el Regne Unit pot acceptar totes les obligacions que comporta l'accés al mercat únic, tal com ho fan Estats no membres de la UE però membres de l'Espai Econòmic Europeu (com Noruega), o operar sota l'anomenat règim de tercer país (com, per exemple, Canadà) i optar per un acord comercial bilateral amb la UE.

La posició del Regne Unit, en canvi, és menys clara. El que sí sabem és que el Govern britànic tractarà d'evitar que es creuin les seves línies vermelles, és a dir, aquells elements que considera no negociables (vegeu el gràfic adjunt). Una mostra d'això és que, en la proposta coneguda com Chequers –la primera proposta oficial del Regne Unit sobre la relació futura amb la UE–, el Govern britànic proposa mantenir l'accés al mercat únic de béns, però sense acceptar íntegrament la jurisdicció del Tribunal Superior de Justícia Europeu ni el lliure moviment de persones. No obstant això, això és incompatible amb la posició de la UE de compliment de certes obligacions per accedir al mercat únic.

Per tant, atesa l'existència d'aquests condicionants, sembla poc probable un acord que permeti el comerç sense restriccions entre el Regne Unit i la UE, però amb control unilateral de la immigració i cap paper per al Tribunal Superior de Justícia Europeu. En aquest context, és probable que els dos blocs tractin de negociar un acord d'associació en diferents dimensions (comercial, en seguretat, defensa i política exterior) que mantingui uns vincles el màxim d'estrets possible. Així i tot, qualsevol model de relació futura que impliqui la sortida del Regne Unit del mercat únic i de la unió duanera comportarà barreres comercials, en especial en el comerç de serveis, sector en què el Regne Unit és molt competitiu.

4. A més de la lliure circulació de persones, l'accés al mercat únic també implicaria contribuir al pressupost de la UE i acceptar la jurisdicció del Tribunal Superior de Justícia Europeu.

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

ESTATS UNITS

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	07/18	08/18	09/18
Activitat									
PIB real	1,6	2,2	2,5	2,6	2,9	3,0	–	–	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	3,4	4,1	5,3	4,4	5,2	5,6	6,0	5,7	5,0
Confiança del consumidor *(valor)*	99,8	120,5	126,0	127,1	127,2	133,7	127,9	134,7	138,4
Producció industrial	–1,9	1,6	3,0	3,4	3,4	4,7	4,1	4,9	5,1
Índex activitat manufacturera (ISM) *(valor)*	51,4	57,4	58,7	59,7	58,7	59,7	58,1	61,3	59,8
Habitatges iniciats *(milers)*	1.177	1.208	1.259	1.317	1.261	1.218	1.184	1.268	1.201
Case-Shiller preu habitatge 2a mà *(valor)*	189	200	205	209	211	...	212	...	...
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	4,9	4,4	4,1	4,1	3,9	3,8	3,9	3,9	3,7
Taxa d'ocupació *(% pobl. > 16 anys)*	59,7	60,1	60,1	60,3	60,4	60,4	60,5	60,3	60,4
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–2,7	–2,8	–2,8	–2,9	–2,8	...	–2,8	–2,9	...
Preus									
Inflació general	1,3	2,1	2,1	2,2	2,7	2,6	2,9	2,7	2,3
Inflació subjacent	2,2	1,8	1,8	1,9	2,2	2,2	2,4	2,2	2,2

Nota: *1. Saldo acumulat durant els 12 últims mesos. Milers de milions de dòlars.*
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	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	07/18	08/18	09/18
Activitat									
PIB real	1,0	1,7	2,0	1,1	1,3	...	–	–	–
Confiança del consumidor *(valor)*	41,7	43,8	44,5	44,4	43,7	43,4	43,5	43,3	43,4
Producció industrial	–0,2	4,5	4,1	2,5	2,0	...	0,7	–0,4	...
Índex activitat empresarial (Tankan) *(valor)*	7,0	19,0	25,0	24,0	21,0	19,0	–	19,0	–
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	3,1	2,8	2,7	2,5	2,4	...	2,5	2,4	...
Balança comercial [1] *(% PIB)*	0,7	0,5	0,5	0,4	0,4	0,2	0,5	0,3	0,2
Preus									
Inflació general	–0,1	0,5	0,6	1,3	0,6	1,1	0,9	1,3	1,2
Inflació subjacent	0,6	0,1	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3

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

XINA

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	07/18	08/18	09/18
Activitat									
PIB real	6,7	6,9	6,8	6,8	6,7	6,5	–	–	–
Vendes al detall	10,4	10,3	9,9	9,9	9,0	9,0	8,8	9,0	9,2
Producció industrial	6,1	6,6	6,2	6,6	6,6	6,0	6,0	6,1	5,8
PMI manufactures (oficial)	50,3	51,6	51,7	51,0	51,6	51,1	51,2	51,3	50,8
Sector exterior									
Balança comercial [1]	512	435	435	420	395	364	376	361	364
Exportacions	–8,4	8,5	10,1	13,6	11,3	11,4	11,3	8,5	14,3
Importacions	–5,7	16,1	13,2	19,2	20,1	20,7	27,6	20,5	14,8
Preus									
Inflació general	2,0	1,6	1,8	2,2	1,8	2,3	2,1	2,3	2,5
Tipus d'interès de referència [2]	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Renminbi per dòlar	6,6	6,8	6,6	6,4	6,4	6,8	6,7	6,8	6,9

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.*

UNIÓ EUROPEA

Indicadors d'activitat i ocupació

Valors, llevat que s'indiqui el contrari

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	07/18	08/18	09/18
Vendes al detall *(variació interanual)*	1,6	2,3	2,0	1,6	1,7	...	1,0	1,8	...
Producció industrial *(variació interanual)*	1,6	3,0	4,1	3,2	2,4	...	0,3	0,9	...
Confiança del consumidor	–7,8	–2,5	–0,2	0,5	0,0	–1,8	–0,5	–1,9	–2,9
Sentiment econòmic	104,2	110,8	114,3	114,0	112,5	111,5	112,1	111,6	110,9
PMI manufactures	52,5	57,4	59,7	58,3	55,5	54,3	55,1	54,6	53,2
PMI serveis	53,1	55,6	55,9	56,4	54,6	54,4	54,2	54,4	54,7
Mercat de treball									
Ocupació (persones) *(variació interanual)*	1,4	1,6	1,6	1,5	1,5	...	–	...	–
Taxa d'atur: zona de l'euro *(% pobl. activa)*	10,0	9,1	8,7	8,5	8,3	8,1	8,1	8,1	8,1
Alemanya *(% pobl. activa)*	4,2	3,8	3,6	3,5	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
França *(% pobl. activa)*	10,1	9,4	9,1	9,2	9,1	9,3	9,2	9,3	9,3
Itàlia *(% pobl. activa)*	11,7	11,3	11,0	10,9	10,6	10,0	10,2	9,8	10,1
Espanya *(% pobl. activa)*	19,6	17,2	16,5	16,2	15,4	15,0	15,0	15,0	14,9

Font: *CaixaBank Research, a partir de les dades d'Eurostat, el Banc Central Europeu, la Comissió Europea i Markit.*

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	3T 2018	07/18	08/18	09/18
General	0,2	1,5	1,4	1,3	1,7	2,1	2,1	2,0	2,1
Subjacent	0,8	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,3	1,2	1,1

Font: *CaixaBank Research, a partir de les dades d'Eurostat, el Banc Central Europeu, la Comissió Europea i Markit.*

Sector exterior

Saldo acumulat durant els 12 últims mesos en % del PIB dels 4 últims trimestres, llevat que s'indiqui el contrari

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	07/18	08/18	09/18
Saldo corrent: zona de l'euro	**3,4**	**3,4**	**3,4**	**3,6**	**3,8**	**...**	**3,7**	**3,6**	**...**
Alemanya	8,5	7,9	7,9	7,9	8,1	...	8,0	7,9	...
França	–0,8	–0,6	–0,6	–0,4	–0,3	...	–0,3	–0,6	...
Itàlia	2,5	2,8	2,8	2,8	2,8	...	2,8	2,8	...
Espanya	2,3	1,8	1,8	1,8	1,4	...	1,3	1,2	...
Tipus de canvi efectiu nominal [1] *(valor)*	**94,3**	**96,5**	**98,6**	**99,6**	**98,5**	**99,2**	**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.*

Crèdit 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	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	07/18	08/18	09/18
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres [1]	1,8	2,5	3,0	3,3	3,7	4,1	4,0	4,1	4,3
Crèdit a les llars [2,3]	1,7	2,6	2,8	2,9	2,9	3,1	3,0	3,1	3,1
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres [4] *(%)*	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,2
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge [5] *(%)*	1,8	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	10,0	10,1	10,1	9,2	8,1	7,2	7,5	6,8	7,3
Altres dipòsits a curt termini	–1,9	–2,7	–2,4	–2,1	–1,5	–1,4	–1,1	–1,5	–1,5
Instruments negociables	2,7	1,1	–1,6	–5,8	–2,8	–5,4	–3,3	–4,0	–8,9
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars *(%)*	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3

Notes: *1. Ponderat pel flux de comerç exterior. Valors superiors signifiquen apreciació de la moneda. 2. Dades ajustades de vendes i titulitzacions. 3. Inclou les institucions financeres sense ànim de lucre al servei de les llars. 4. Crèdits de més d'un milió d'euros a tipus flexible i fins a un any de fixació del tipus oficial. 5. 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.*

Bon ritme d'avanç cap a una fase més madura del cicle

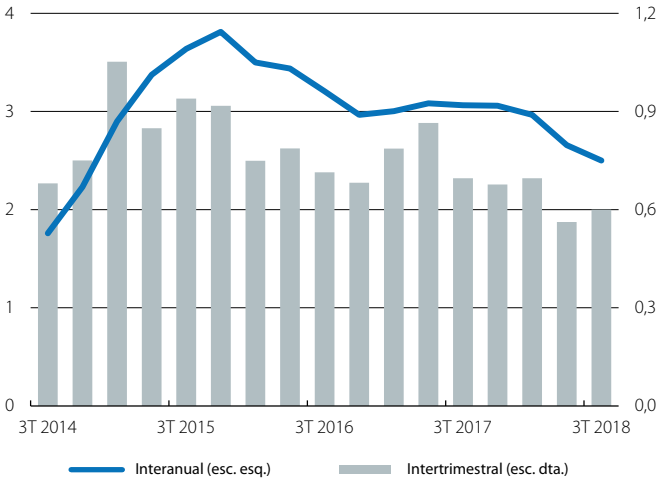
L'economia avança cap a una fase més madura. El mes passat, des de CaixaBank Research, vam revisar lleugerament l'escenari amb una rebaixa de 0,2 p. p. en les previsions de creixement per al 2018 i el 2019 (fins al 2,5% i el 2,1%, respectivament) per recollir la revisió de la sèrie històrica del PIB realitzada per l'INE, per l'augment dels riscos a la baixa en l'entorn internacional i per la moderació del creixement en una fase més madura del cicle econòmic. De la mateixa manera, l'actualització del quadre macroeconòmic del Govern, que s'inclou en l'esborrany del Pla Pressupostari per al 2019, també reflecteix aquest avanç de l'economia cap a una fase més madura del cicle econòmic. En particular, el Govern ha rebaixat les previsions del PIB en 0,1 p. p., fins al 2,6% per al 2018 i el 2,3% per al 2019, dades relativament coherents amb l'escenari de CaixaBank Research. A més a més, l'esborrany de pressupostos enviat a Brussel·les manté el compromís amb la reducció del dèficit fins a l'1,8% el 2018 (una reducció de 0,9 p. p., que inclou una correcció del dèficit estructural de 0,4 p. p.).

L'economia continua creixent de forma robusta en el 3T. Segons la primera estimació de l'INE, el creixement del PIB es va mantenir en el 0,6% intertrimestral i en el 2,5% interanual en el tercer trimestre de l'any (les mateixes xifres que en el 2T). Així, l'economia espanyola va registrar un ritme d'avanç superior al de les principals economies de la zona de l'euro, però una mica inferior a l'exhibit en els últims anys, la qual cosa reforça la visió d'una desacceleració suau a mesura que s'avança cap a una fase més madura del cicle. Per components, la demanda interna es va mantenir com a principal motor de l'economia (contribució de 3,0 p. p. al creixement interanual), i va destacar, en especial, el repunt del 0,6% intertrimestral del consum privat després d'haver patit una ensopegada en el 2T (el 0,1%), mentre que el creixement de la inversió es va mantenir en un sòlid 1,0% intertrimestral (una bona xifra que segueix el fort 3,5% del 2T). Per la seva banda, la demanda externa va presentar una contribució neta negativa (–0,5 p. p. després dels –0,8 p. p. del 2T). Malgrat tot, es va situar en línia amb el que s'esperava, a causa de les tensions comercials a nivell global i de la desacceleració de la zona de l'euro.

Els indicadors d'activitat donen suport a una desacceleració suau. Pel costat de l'oferta, els índexs PMI de manufactures i de serveis es van situar en els 52,4 i en els 52,6 punts, respectivament, en la mitjana del 3T, uns registres una mica inferiors als del 2T (mitjana de 53,7 i de 55,8 punts, respectivament). Així mateix, la producció industrial, amb un creixement de l'1,2% interanual a l'agost i del 0,7% al juliol, hauria avançat en el 3T a un ritme semblant al 0,9% registrat en el 2T. Finalment, pel costat de la demanda, en el 3T, les vendes al detall van recular el 0,4% interanual després de l'estancament en la mitjana del 2T.

Espanya: PIB

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



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

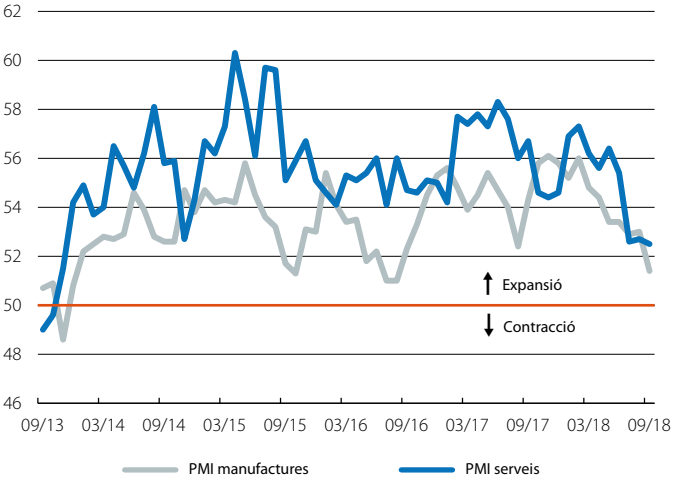
Quadre macroeconòmic del Govern

	Escenari nou	
	2018	2019
PIB real (%)	2,6	2,3
Anterior	*2,7*	*2,4*
Ocupació (%)	2,5	2
Taxa d'atur	15,5	13,8
Consum final (% del PIB)	2,2	1,8
Formació bruta de capital fix (% del PIB)	5,3	4,4
Exportacions (% del PIB)	3,2	3,4
Importacions (% del PIB)	4	3,8
Dèficit públic (% del PIB)	2,7	1,8
Deute públic (% del PIB)	97	95,5

Font: *Esborrany del Pla Pressupostari 2019.*

Espanya: indicadors d'activitat

Nivell



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

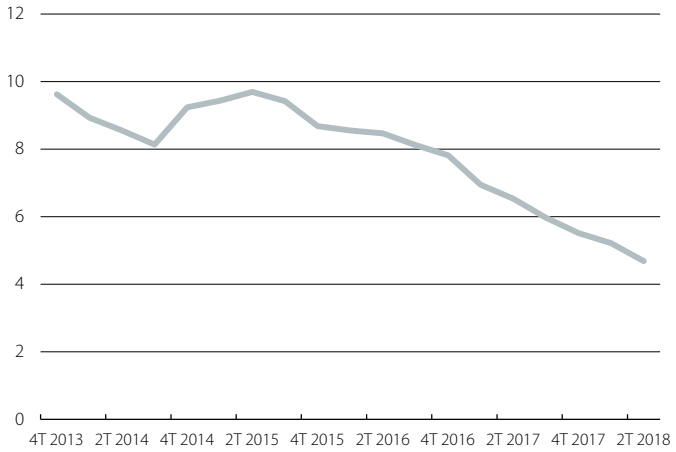
L'estalvi es manté en taxes baixes i els salaris creixen amb força. En concret, la taxa d'estalvi de les llars es va situar en el 4,7% en el 2T 2018 (acumulat de quatre trimestres), 0,5 p. p. per sota del registre del trimestre anterior. Aquesta disminució va reflectir una divergència entre el consum nominal, que va mantenir un creixement al voltant del 4% en el segon trimestre de l'any, i la renda bruta disponible (RBD), amb un avanç de l'1,9%. Així i tot, de cara als propers trimestres, preveiem que la taxa d'estalvi s'estabilitzarà gràcies a la recuperació del mercat laboral. Una mostra d'això és que el component més important de l'RBD, les rendes salarials, va créixer a un ritme similar al del consum nominal (el 3,8% interanual en el 2T 2018), la qual cosa suggereix que altres components més volàtils serien els responsables temporals del menor creixement de l'RBD.

Evolució positiva de l'ocupació en el 3T. Les dades més recents de l'enquesta de població activa (EPA) reflecteixen una sòlida creació d'ocupació en el 3T i una clara reducció de la taxa d'atur, del 16,4% en el 2T al 14,6% en el 3T (el nivell més baix des del 4T 2008). En particular, el creixement de l'ocupació en el 3T va ser del 2,5% interanual i del 0,5% intertrimestral, registres lleugerament inferiors als del 2T, però que representen un augment del nombre d'ocupats en 478.800 persones en els 12 últims mesos. Per sectors, el bon funcionament del sector serveis, amb la creació de 346.900 llocs de treball en l'acumulat dels quatre últims trimestres, va compensar el menor increment de l'ocupació al sector industrial (+55.000 ocupats). Finalment, en contrast amb aquestes bones dinàmiques, les dades de l'EPA indiquen que la taxa de temporalitat es va situar en el 27,4%, el mateix nivell que l'any anterior i en cotes molt superiors a les de les principals economies de la zona de l'euro. De cara als propers trimestres, s'espera que la bona evolució del mercat laboral perduri, però que, d'acord amb l'esperada suavització del ritme de creixement de l'economia espanyola, perdi una mica d'intensitat.

El sector exterior es modera. El superàvit de la balança per compte corrent es va situar en l'1,2% del PIB a l'agost (acumulat de 12 mesos), xifra lleugerament inferior a la del juliol (l'1,3%) i a la de l'agost del 2017 (l'1,9%). Aquesta moderació va reflectir, principalment, un deteriorament del saldo comercial dels béns energètics (afectat per la persistència d'uns preus del petroli més elevats) i una desacceleració de les exportacions de serveis no turístics. Així mateix, el 2018, s'observa una normalització dels fluxos de turistes després d'un 2017 extraordinàriament positiu. En particular, a l'agost passat, van arribar l'1,9% menys de turistes que a l'agost del 2017, un alentiment esperat si es considera la recuperació gradual d'alguns dels principals centres turístics de la ribera sud i oriental del Mediterrani. No obstant això, malgrat la menor arribada de turistes, la seva despesa total va augmentar l'1,8% interanual, fet que podria reflectir la substitució progressiva de turistes de nacionalitats amb un perfil de despesa més baixa pels d'una despesa més alta.

Espanya: estalvi brut de les llars sobre la renda disponible

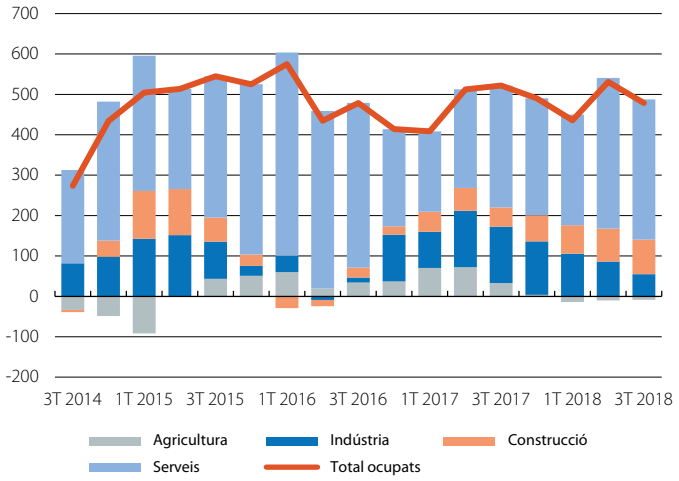
Dades acumulades de quatre trimestres (%)



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

Espanya: ocupació per sectors

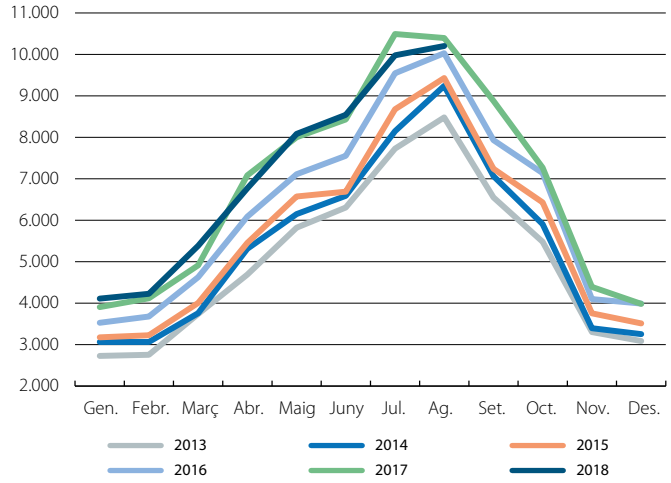
Variació interanual (milers)



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

Espanya: entrada de turistes estrangers

Nombre de turistes (milers)



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

L'any vinent, quant gastarem?

L'economia espanyola entra en una fase més madura del cicle, i, per tant, el seu creixement es modera de forma gradual cap a cotes més sostenibles a llarg termini. En aquest context, ens preguntem sobre el comportament que tindrà el principal motor de l'economia: el consum privat. Tal com veurem, cal esperar que el consum moderi el creixement, tot i que de forma molt gradual, gràcies als sòlids fonaments que el sostenen.

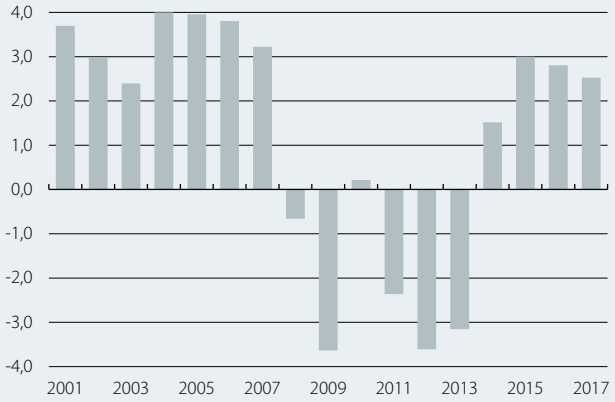
Com ho mostra el primer gràfic, després d'experimentar fortes caigudes entre el 2008 i el 2013, el consum de les llars va repuntar amb força el 2015 arran de la recuperació econòmica, de l'augment de l'ocupació i del consegüent increment de la renda bruta disponible de les famílies i de la seva riquesa, tant financera com immobiliària (vegeu el segon gràfic). No obstant això, la recuperació del consum ha anat més enllà del que suggereix la millora dels ingressos de les famílies, fet que mostrem en el tercer gràfic. La bretxa que s'ha obert entre el consum i els recursos que li donen suport es pot explicar, en part, per l'efecte del «consum embassat»: després de diversos anys d'estrenye's el cinturó i d'ajornar plans de consum per afrontar, primer, una recessió i, després, una incerta recuperació, moltes llars han passat a materialitzar aquests plans gràcies a la major confiança que ofereix el nou entorn econòmic.[1] Malgrat tot, això només ofereix un suport temporal, que, probablement, anirà perdent força. Quines són, per tant, les perspectives de creixement del consum a mitjà termini?

Amb aquest objectiu, analitzem la sensibilitat del consum a l'evolució dels factors que determinen els ingressos de les llars: l'ocupació, els salaris, els tipus d'interès i el preu de l'habitatge (el principal actiu de moltes llars). Els resultats es mostren al quart gràfic.[2] D'una banda, s'evidencia que la reacció del consum a l'augment de l'ocupació és molt superior que en resposta a un increment salarial, si més no a curt termini. Si aquest resultat sembla sorprenent, una possible explicació és que els nostres patrons de consum canvien més quan passem d'estar aturats a trobar feina que com a reacció a les variacions

1. El desacoblament entre consum i renda no ha anat acompanyat d'un augment del deute del sector de les llars, sinó més aviat al contrari: en el 2T 2018, el deute de les llars es va situar en el 60,8% del PIB, més de 20 p. p. per sota de la cota assolida en els pitjors moments de la crisi.
2. Les sensibilitats es calculen en dues etapes. Primer, s'estima la relació a llarg termini entre el consum i els seus determinants: la renda bruta disponible, la riquesa financera neta de les llars i el preu de l'habitatge (totes les variables en logaritmes i deflactades per l'IPC). Després, s'estima una regressió entre el creixement intertrimestral del consum i la variació intertrimestral de l'ocupació, els salaris, el tipus d'interès hipotecari i el residu de l'equació de la primera etapa. Els tres primers factors capturen l'impacte a curt termini d'aquestes variables sobre el consum, mentre que l'últim factor captura la tendència del consum a retornar a la tendència a llarg termini.

Espanya: consum privat

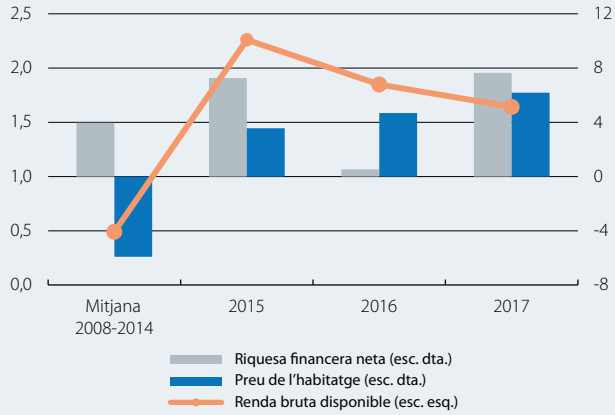
Variació interanual (%)



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

Espanya: evolució dels recursos de les llars

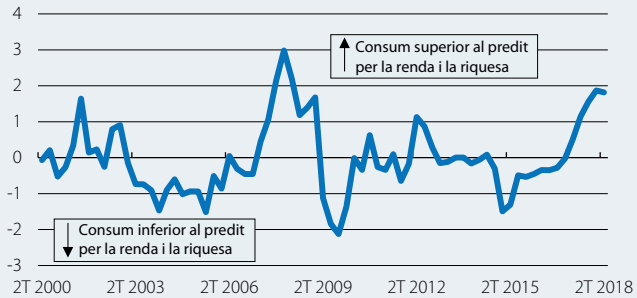
Variació interanual (%)



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

Espanya: relació entre consum i ingressos i riquesa

*Índex estandarditzat **



Nota: ** Residu d'una regressió del logaritme del consum real amb el logaritme de la renda bruta disponible, la riquesa financera neta de les llars i el preu de l'habitatge. Totes les variables han estat deflactades per l'IPC. Sèrie estandarditzada amb mitjana 0 i desviació estàndard 1.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE i del Banc d'Espanya.*

en el sou. D'altra banda, veiem que la resposta del consum s'incrementa al llarg del temps i que les diferències entre l'impacte de l'ocupació i els salaris es redueixen: és a dir, la propensió marginal al consum de les llars augmenta quan els guanys en renda bruta disponible passen a ser més duradors.

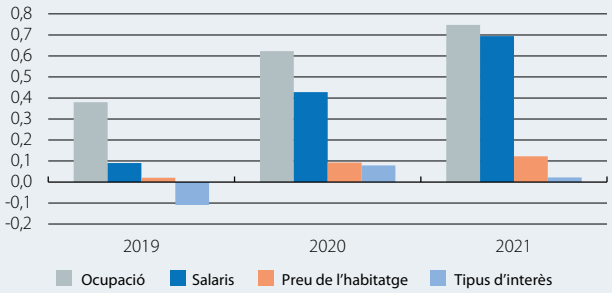
Un altre fet rellevant és que l'impacte del creixement dels preus de l'habitatge sobre el consum agregat és molt reduït.[3] Una possible explicació és que l'augment del preu de l'habitatge comporta un augment de la riquesa per a un sector de la societat (els propietaris), però una disminució del poder adquisitiu per a l'altre (els que volen comprar).[4] Finalment, destaquem que l'impacte que es pot esperar d'una pujada moderada de tipus d'interès (de 0,5 p. p.) és relativament baix.

Per realitzar projeccions del consum, cal fer-se una idea de les perspectives sobre l'ocupació, els salaris, els tipus d'interès i el preu de l'habitatge per a l'any vinent. Així, pel que fa a l'ocupació, cal esperar que el seu creixement es moderi a mesura que ho faci l'activitat.[5] No obstant això, s'espera que la demanda interna mantingui unes perspectives favorables i encara subsisteix un elevat grau de folgança al mercat laboral, de manera que preveiem que aquesta moderació serà lleugera i que l'ocupació continuarà creixent lleugerament per damunt del 2% el 2019 (el 2,5% en el 3T 2018). Per la seva banda, els últims indicadors suggereixen que els salaris podrien repuntar lleugerament el 2019 després de diversos anys de moderació. Per exemple, els increments salarials pactats en conveni fins al setembre del 2018 van ser de l'1,7%, mentre que els signats un any abans es van situar en l'1,3%. Pel que fa als tipus d'interès, les perspectives són molt estables: el BCE ja ha indicat que no apujarà el tipus d'interès de referència abans de l'últim tram del 2019 i és poc probable que s'allunyi d'aquesta previsió en absència de grans sorpreses macroeconòmiques. Així mateix, en relació amb el preu de l'habitatge, després de repuntar amb força en els tres últims anys, CaixaBank Research espera que el creixement dels preus es consolidi en cotes elevades, però més moderades que les de l'últim any.

Combinant aquestes perspectives amb els resultats anteriors, presentem tres escenaris per al consum en l'últim quadre: un escenari semblant al descrit més amunt, un altre que dibuixa una evolució una mica més forta de les variables considerades i un tercer que considera un escenari més moderat. Tal com es pot apreciar, en tots els casos el grau d'alentiment seria moderat. Així, preveiem que la demanda interna continuarà oferint un pilar de creixement sòlid en els propers trimestres.

Espanya: sensibilitat del consum real a diferents variables

Variació del creixement anual del consum real (p. p.)



Nota: *Reacció del creixement del consum agregat de les llars a un augment del creixement interanual de l'ocupació i dels salaris de l'1% des del 1T 2019. Per al cas del preu de l'habitatge, l'augment és del 2%. En tots els casos, l'augment és sostingut en tot l'horitzó temporal. El tipus d'interès s'assumeix que puja 0,5 p. p. el 2019 i que es manté estable en aquest nou nivell.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE i del Banc d'Espanya.*

Espanya: projeccions de creixement del consum real *

Variació interanual (%)

		2019		
	2018 **	Escenari 1	Escenari 2	Escenari 3
Ocupació	2,5	2,5	2,0	1,5
Salaris	0,6	3,0	1,8	0,5
Preu de l'habitatge	6,2	7,0	5,5	4,0
Tipus hipotecari (taxa) ***	1,9	2,4	2,1	1,9
Previsió de creixement del consum	2,7	2,8	2,5	2,3

Notes: ** L'impacte sobre el consum es calcula prenent la diferència entre els valors de cada variable en cada escenari amb els valors mitjans del 2018 i multiplicant aquest diferencial per les sensibilitats calculades amb anterioritat. La previsió del consum del 2019 s'obté sumant l'impacte obtingut en cada escenari a la mitjana de creixement del consum en els dos primers trimestres del 2018. ** Mitjana de les dades disponibles per als dos primers trimestres de l'any. *** S'assumeix que el tipus hipotecari reacciona un per un amb el tipus de referència del BCE.*
Font: *CaixaBank Research.*

3. Altres estudis corroboren que la propensió al consum davant un augment de la riquesa a Espanya és limitada. Vegeu, per exemple, Banc d'Espanya (2005), «Efectes de la riquesa immobiliària sobre el consum: resultat a partir de l'Enquesta Financera de les Famílies».
4. Una altra possible explicació seria que a Espanya, a diferència dels EUA, no se sol utilitzar l'habitatge com a garantia per finançar el crèdit al consum.
5. Per a una anàlisi de la relació entre el creixement del PIB i l'ocupació, vegeu el Focus «Una recuperació intensiva en ocupació: factors explicatius», a l'IM07/18.

Nou impuls del sector exportador

El sector exportador és un dels principals protagonistes de la recuperació de l'economia espanyola. Dues xifres ho il·lustren molt bé: entre el 2009 i el 2017, les exportacions de béns i serveis van augmentar del 22,7% del PIB al 34,5% del PIB i el nombre d'empreses que exporten de manera regular va augmentar gairebé el 50%.

No obstant això, en els últims trimestres, sembla que l'embranzida que el sector exportador dóna a l'economia espanyola ha perdut força: les exportacions de béns i serveis han passat de créixer el 4,7% de mitjana entre el 2013 i el 2017 al 2,3% en el 2T 2018. Una part d'aquesta desacceleració la podem atribuir a la menor embranzida de l'economia global i, en particular, a la desacceleració dels nostres principals socis comercials, els països de la zona de l'euro. Malgrat aquesta difícil conjuntura, el nombre d'empreses espanyoles que miren cap a l'exterior a la recerca de nous mercats continua augmentant.

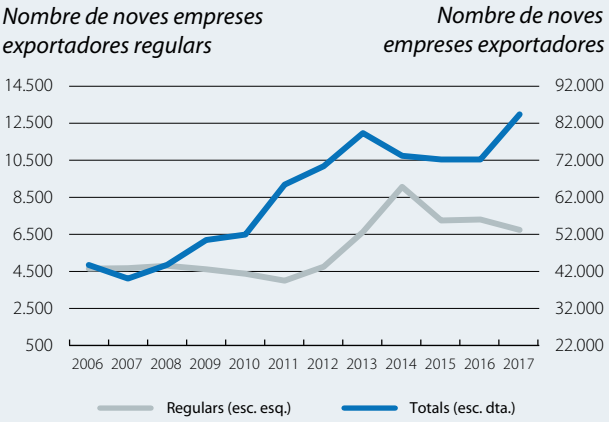
Com s'observa al primer gràfic, el fort augment en el nombre d'empreses exportadores observat des de l'inici de la crisi va anar seguit d'un repunt notable de les empreses que exporten de manera regular.[1] Això no és trivial. El mercat internacional és molt competitiu, i els primers anys en el procés d'internacionalització d'una empresa són claus: només les empreses que els superen i que aconsegueixen sobreviure solen ser capaces de mantenir-se al mercat internacional.

Analitzant amb una mica més de detall l'evolució recent de les empreses espanyoles que fan el salt al mercat internacional, destaquen dos elements, un de negatiu i un altre d'esperançador. L'element menys favorable és que la proporció de noves empreses exportadores que han aconseguit fer-se un lloc al mercat internacional ha flexionat lleugerament a la baixa en els últims anys. En concret, la taxa de supervivència de les noves empreses exportadores va sorprendre molt favorablement entre els anys 2009 i 2014, ja que el fort augment del nombre de noves empreses exportadores va anar acompanyat d'un augment de la seva taxa de supervivència, que va passar de l'11% registrat, de mitjana, en els anys anteriors a la crisi al 14% l'any 2014.[2] No obstant això, en els últims anys, aquesta taxa ha baixat fins a situar-se en el 9,2% el 2017.

1. Es qualifiquen com a exportadores regulars les empreses que exporten durant quatre anys seguits.
2. La taxa de supervivència es defineix com la proporció de noves empreses regulars l'any *t* en relació amb el nombre total de noves empreses exportadores l'any *t-3*.
3. Malgrat que no disposem de dades directes sobre la taxa de supervivència de les empreses exportadores per destinació de les exportacions, la proporció d'empreses regulars (és a dir, la fracció d'empreses que acumulen quatre anys exportant sobre el total d'empreses exportadores tres anys enrere) apunta en aquesta direcció.

El segon element que cal destacar és el notable repunt en el nombre de noves empreses exportadores observat l'any 2017. En concret, es va passar de 72.000 noves empreses exportadores el 2016 a més de 82.000 el 2017, un augment del 14%, similar al constatat entre els anys 2010 i 2014, però aquesta vegada partint des de cotes notablement més elevades. Així, si la taxa de supervivència es manté en les cotes actuals, el nombre de noves empreses exportadores regulars podria superar les 8.500 en els propers anys i batre, així, un nou rècord històric. No obstant això, hi ha un element que convida a la cautela. En concret, s'observa que el gros del creixement de les noves empreses exportadores es concentra als països de l'Amèrica Llatina, regió en què, en general, la taxa de supervivència ha estat relativament inferior.[3] En canvi, als països de la UE, on la taxa de supervivència sol ser superior, el nombre de noves empreses exportadores ha baixat lleugerament.

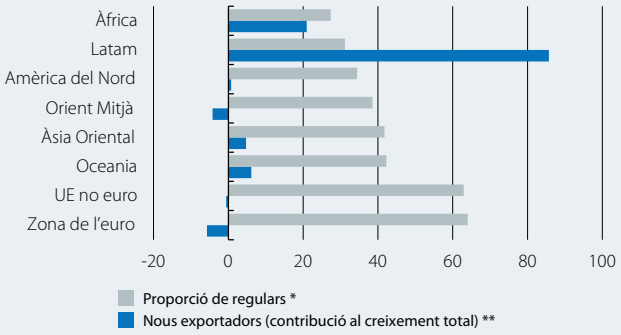
Espanya: noves empreses exportadores



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

Espanya: nous exportadors i exportadors regulars per destinació geogràfica

Període 2015-2017 (%)



Notes: ** Fracció d'empreses que acumulen quatre anys seguits exportant sobre el total d'empreses exportadores tres anys enrere (dada del 2017). **Variació del nombre d'empreses exportadores a cada destinació en relació amb la variació total del nombre d'empreses entre el 2015 i el 2017.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Departament de Duanes.*

Indicadors d'activitat i ocupació

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

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	08/18	09/18	10/18
Indústria								
Índex de producció industrial	1,9	3,2	2,7	0,9	...	1,2	...	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	–2,3	1,0	2,8	1,2	–2,6	–3,5	–3,0	–1,5
PMI de manufactures *(valor)*	53,2	54,8	55,3	53,7	52,4	53,0	51,4	...
Construcció								
Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)*	43,7	22,9	25,1	28,1	...	26,2	...	...
Compravenda d'habitatges *(acum. de 12 mesos)*	13,1	13,8	15,0	15,2	...	13,0	...	...
Preu de l'habitatge	1,9	2,4	2,7	3,8	...	–	–	–
Serveis								
Turistes estrangers *(acum. de 12 mesos)*	8,2	10,0	8,2	5,3	...	1,7	...	...
PMI de serveis *(valor)*	55,0	56,4	56,8	55,8	52,6	52,7	52,5	...
Consum								
Vendes comerç al detall	3,8	0,9	1,8	0,0	–0,4	0,1	–0,9	...
Matriculacions d'automòbils	11,4	7,9	11,8	9,2	17,0	48,7	–17,0	...
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–3,8	–0,7	–0,6	0,5	–3,3	–2,5	–8,0	–7,5
Mercat de treball								
Població ocupada [1]	2,7	2,6	2,4	2,8	2,5	–	–	–
Taxa d'atur (% de la població activa)	19,6	17,2	16,7	15,3	14,6	–	–	–
Afiliats a la Seguretat Social [2]	3,0	3,6	3,4	3,1	2,9	2,9	2,9	...
PIB	**3,2**	**3,0**	**2,8**	**2,5**	**2,5**	**–**	**–**	**–**

Preus

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

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	08/18	09/18	10/18
General	–0,2	2,0	1,0	1,8	2,2	2,2	2,3	2,3
Subjacent	0,8	1,1	1,0	1,0	0,8	0,8	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	1T 2018	2T 2018	3T 2018	08/18	09/18	10/18
Comerç de béns								
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	1,7	8,9	5,8	5,2	...	5,6	...	...
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	–0,4	10,5	6,6	6,9	...	6,8	...	...
Saldo corrent	**25,2**	**21,5**	**20,8**	**17,2**	**...**	**14,3**	**...**	**...**
Béns i serveis	36,0	33,6	33,5	29,5	...	26,6	...	...
Rendes primàries i secundàries	–10,7	–12,1	–12,7	–12,3	...	–12,3	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**27,8**	**24,2**	**23,8**	**20,4**	**...**	**17,4**	**...**	**...**

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

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.*

El bon ritme de creixement es basa en la demanda interna

Els indicadors d'activitat reflecteixen un bon ritme de creixement, però amb tendència a suavitzar-se. L'indicador coincident del Banc de Portugal exhibeix una suau tendència a la baixa, però continua situat en nivells històricament elevats i apunta a un creixement proper al 2% de cara als propers trimestres (una cota lleugerament inferior a les dels últims registres). Així, s'espera una moderació de l'economia en la segona meitat de l'any, a causa, en especial, d'una menor contribució del sector exterior (per l'esvaïment de diversos factors que venien donant suport a l'activitat, com el baix preu del petroli i un fort creixement entre els principals socis comercials). No obstant això, la demanda interna es continua mostrant sòlida i amb un bon funcionament dels consums privat i públic i de la inversió. En particular, el consum privat es continuarà beneficiant de la recuperació de l'ocupació i de la renda disponible, gràcies a l'acceleració dels salaris (en el primer semestre, les remuneracions netes van augmentar gairebé el 4,0%), mentre que el funcionament del consum públic es veurà influït per la proximitat de les eleccions legislatives (previstes per a l'octubre del 2019). Finalment, la inversió es continuarà recuperant de forma gradual, tot i que, possiblement, a un ritme més lent a causa de la moderació del creixement global. En conjunt, doncs, Portugal manté unes bones perspectives de cara als propers trimestres, però, en ser una economia petita i oberta al comerç, cal recordar que la desacceleració del creixement mundial apareix a l'horitzó com un risc a la baixa.

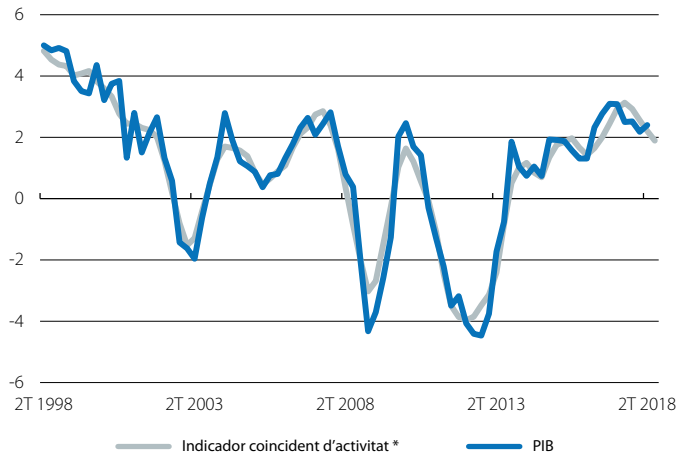
L'atur continua disminuint. El nombre d'aturats registrats va disminuir de forma significativa al setembre (el –17,5% interanual) i es manté al voltant dels mínims històrics, mentre que, a l'agost, la taxa d'atur es va mantenir estable en el 6,8% per tercer mes consecutiu (–2,0 p. p. en relació amb l'agost del 2017). De tota manera, la reducció del nombre d'aturats va avançar a un ritme lleugerament inferior al dels mesos anteriors, la qual cosa podria indicar que el ritme de recuperació del mercat laboral es comença a moderar.

Els preus mantenen un creixement moderat. A l'octubre, la inflació general es va situar en l'1,1%, 0,3 p. p. per sota del registre del setembre, i la inflació subjacent va disminuir fins al 0,5% (–0,3 p. p. en relació amb el setembre). Encara sense el detall per components, tot fa pensar que els preus de l'energia, arrossegats per l'increment del preu del petroli en els 12 últims mesos, continuen jugant un paper principal (al setembre, mes del qual es disposa del desglossament per components, van contribuir en +0,6 p. p. a una inflació general de l'1,4%).

La balança per compte corrent es deteriora. Per primera vegada des del 2015, el saldo de la balança per compte corrent s'ha situat en terreny negatiu en termes acumulats dels 12 últims mesos. A l'agost, aquest saldo va ser de –425 milions

Portugal: PIB i indicador coincident d'activitat

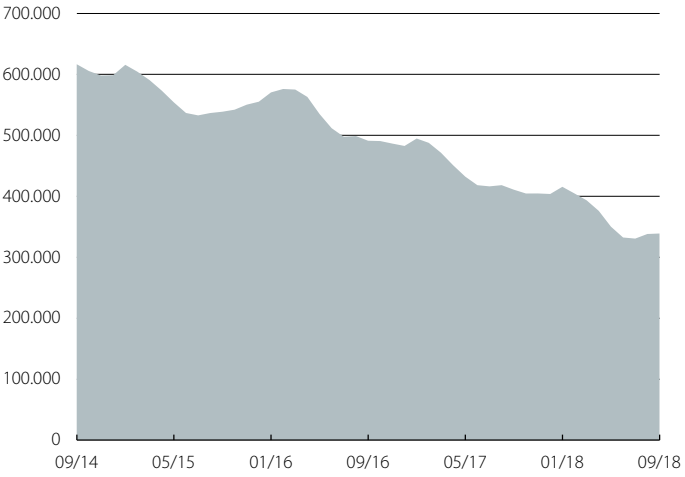
Variació interanual (%)



Nota: ** Nivell.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Datastream i del Banc de Portugal.*

Portugal: atur registrat

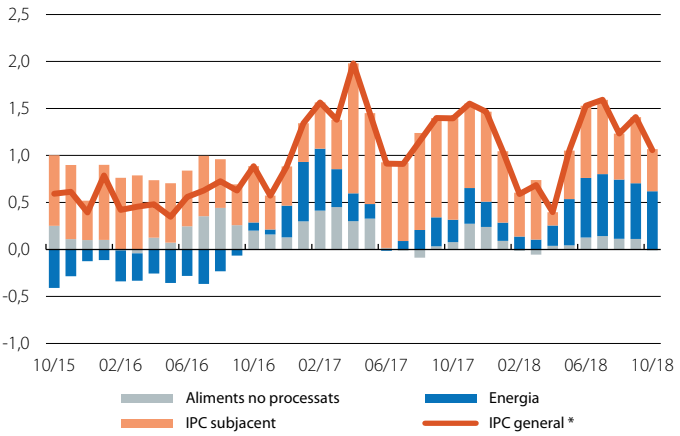
Nombre d'aturats registrats als centres d'ocupació



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

Portugal: contribució a la inflació per components

(p. p.)



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

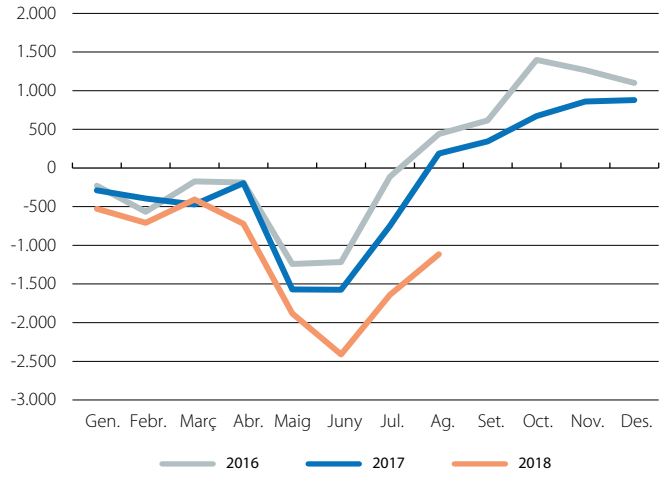
d'euros (el –0,2% del PIB) i va reflectir l'empitjorament de les balances de béns i de rendes primàries. No obstant això, algunes de les causes que expliquen aquest deteriorament no són necessàriament negatives. En concret, una part del deteriorament de la balança de béns no energètics és deguda al dinamisme de la inversió domèstica, un component del PIB amb un elevat contingut importador i l'avanç del qual, per tant, arrossega a l'alça les importacions. Així mateix, en la balança de rendes primàries, el deteriorament és conseqüència de la major inversió directa estrangera rebuda per Portugal, que provoca un increment dels pagaments de rendes a l'exterior. No obstant això, una part del deteriorament respon també a dinàmiques menys positives, com l'encariment del petroli, que, possiblement, continuarà afectant les importacions en els propers trimestres. Per la seva banda, gràcies al turisme, la balança de serveis és l'única que continua registrant un superàvit, tot i que comença a mostrar senyals de desacceleració.

Comptes públics en terreny positiu. Amb dades fins al setembre, les Administracions públiques registren un superàvit pressupostari de 1.338 milions d'euros, xifra que equival al +0,9% del PIB. Aquesta bona dinàmica s'ha vist afavorida pel funcionament ferm de l'economia i del mercat laboral, que han contribuït al creixement dels ingressos fiscals i de les contribucions socials (amb dades fins al setembre, les dues partides representen més del 80% del creixement total dels ingressos). Per la seva banda, la despesa va créixer el 2,2% interanual, una xifra inferior a la prevista pel Govern (el 4,5%) i que s'explica, en gran part, per un efecte de composició en les despeses de personal. En concret, si s'exclou del càlcul la partida destinada a la paga de Nadal dels funcionaris públics i dels pensionistes (el pagament de la qual, el 2017, es va dividir en 12 mensualitats), la despesa total hauria augmentat el 4,3% fins al setembre. En definitiva, un cop corregits aquests factors, el comportament observat fins ara reforça la nostra previsió del dèficit del 2018 del –0,7% del PIB i és coherent amb l'estimació del Govern (per a més detalls, vegeu el Focus «Correcció del dèficit pressupostari a gran velocitat», en aquest mateix *Informe Mensual*).

Els préstecs dubtosos han disminuït de forma significativa en relació amb els màxims del 2016. En el 2T 2018, la ràtio de préstecs dubtosos es va situar en l'11,7%, amb una reducció d'1,1 p. p. en relació amb el 1T 2018 i de 6,2 p. p. en relació amb el màxim registrat en el 2T 2016. Aquesta reducció substancial dels préstecs dubtosos és deguda a la venda de carteres d'actius dubtosos i reflecteix l'esforç considerable realitzat pel sector bancari per sanejar els balanços. Per sectors, la reducció dels préstecs dubtosos va ser especialment notòria en el cas de les empreses, on la ràtio es va reduir del 23,9% en el 1T 2018 al 22,3% en el 2T, tot i que es manté en nivells elevats. Per la seva banda, la contracció del crèdit al sector privat no financer es va alentir al setembre, a causa, principalment, del crèdit a l'habitatge, que, a l'agost, es va contreure l'1,2% interanual, i del crèdit a les societats no financeres, que va registrar una caiguda del 3,8% interanual.

Portugal: saldo de la balança per compte corrent

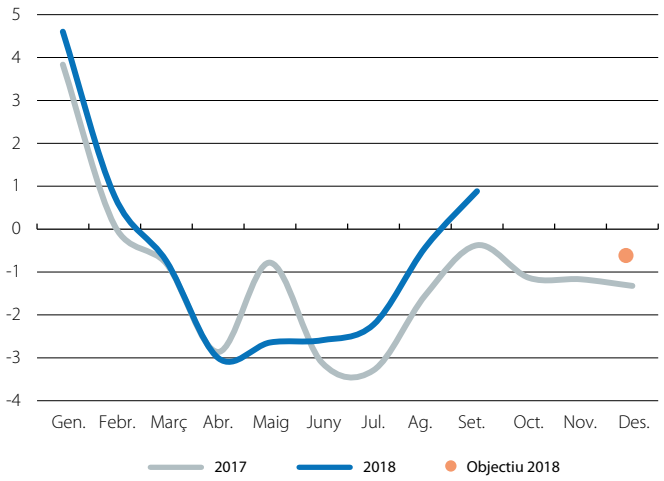
Milers d'euros (acumulat en l'any)



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

Portugal: saldo de l'Estat

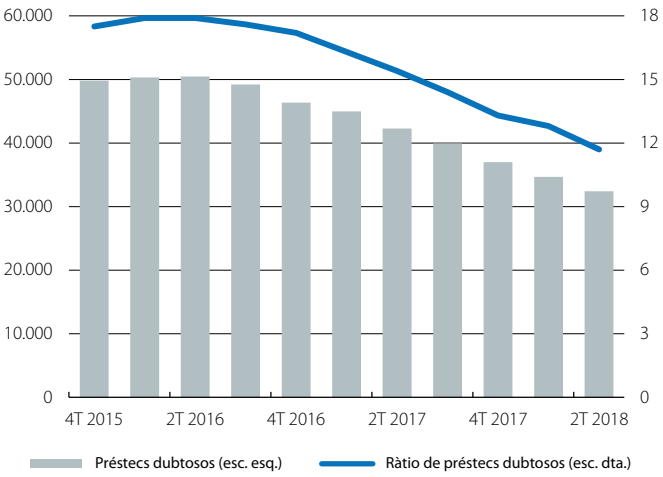
(% PIB)



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

Portugal: préstecs dubtosos

(Milions d'euros) *(%)*

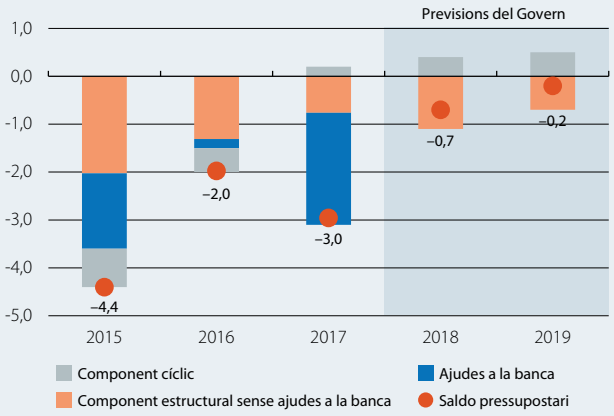


Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc de Portugal.*

Correcció del dèficit pressupostari a gran velocitat

Semblava difícil imaginar que el dèficit pressupostari de Portugal assolís nivells inferiors a l'1% del PIB poc temps després de sortir del procediment de dèficit excessiu (PDE). No obstant això, el 2017, el dèficit pressupostari de les Administracions públiques va assolir el nivell més baix des del 1974.[1] Aquesta dinàmica recent contrasta amb l'observada amb anterioritat: Portugal va superar el límit de dèficit del 3% del PIB gairebé cada any des del 2009 i la Comissió Europea el va incloure en el PDE fins al 2017. A més a més, no sembla que el bon registre del 2017 sigui puntual: la informació disponible des de l'inici de l'any fa pensar que el dèficit tornarà a assolir un nou mínim el 2018 (i possiblement per sota del que s'havia previst inicialment). Quins factors han contribuït a aquest ajust fiscal? Quines són les perspectives per al 2019? Què ens diu la proposta dels Pressupostos de l'Estat (PE) presentada recentment pel Govern?

Portugal: saldo pressupostari
(% PIB)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea i de les previsions del Govern portuguès.*

Com evolucionen els comptes públics el 2018?

Transcorregudes tres quartes parts de l'any, l'avaluació de la salut dels comptes públics el 2018 és positiva: l'execució pressupostària fins al mes de setembre assenyala que s'aconseguirà tancar l'any amb un dèficit públic del –0,7% del PIB, clarament per sota de l'1,1% previst fa un any en els PE 2018. Una de les raons d'aquesta millora és el bon funcionament cíclic de l'economia.

En aquest sentit, és probable que els ingressos fiscals i les contribucions socials superin les previsions inicials del Govern. De fet, les sensibilitats d'aquests ingressos en relació amb el PIB[2] i les previsions macroeconòmiques del Govern suggereixen que la previsió realitzada als PE 2018 per a aquesta partida d'ingressos era conservadora. En concret, es va assumir un creixement de l'ocupació i de les rendes del treball[3] inferior al que s'ha acabat registrant en la primera meitat de l'any: l'ocupació ha crescut el 2,6%[4] interanual i les rendes del treball han augmentat el 4,0%. Així mateix, en la primera meitat de l'any, el creixement del consum privat va ser del 2,5%, 0,6 p. p. per damunt de les previsions inicials del Govern, i ha beneficiat la recaptació procedent dels impostos indirectes.

En la mateixa línia, pel costat de la despesa, el bon funcionament cíclic de l'economia també podria oferir sorpreses positives. Atès que l'escenari per al mercat laboral assumit en els PE 2018 era conservador, és possible que la despesa en prestacions socials acabi sent inferior a les projeccions inicials. En particular, els PE assumien una taxa d'atur del 8,6%, clarament superior a la xifra observada fins al moment (el 7,2%, de mitjana, des de l'inici de l'any, amb dades fins a l'agost). Així, malgrat la implementació d'algunes mesures[5] al llarg del 2018 que han potenciat l'increment de les prestacions socials, és possible que la despesa global quedi per sota del que s'havia previst inicialment.

A més a més, la inversió pública també podria redundar en una menor execució de la despesa. Fins al setembre, les dades apunten a un grau d'execució al voltant del 61% del que s'havia pressupostat inicialment. Al mateix temps, tal com ha succeït en anys anteriors, amb la recent presentació de la proposta dels PE 2019, el Govern ha revisat a la baixa l'import estimat per a la inversió en el 0,2% del PIB. És a dir, enfront d'un creixement de la inversió inicialment previst en el 40,4% interanual, el Govern estima ara un avanç del 16,3%. Una de les principals raons que expliquen aquesta revisió podria ser el retard en la recepció de fons procedents de la UE en el marc del programa d'inversió Portugal 2020.[6]

En canvi, les despeses de personal podrien ser superiors a les esperades. Els PE 2018 apuntaven a un augment del 0,3%, que semblava insuficient per finançar diferents mesures relacionades amb el funcionariat anunciades al pres-

1. El –0,9% del PIB un cop exclosa la recapitalització de la Caixa Geral de Depósitos i el –3,0% sense excloure-la.
2. Anàlisi realitzada considerant les taxes de creixement recollides en els PE 2018 i utilitzant els valors de referència de l'OCDE («New Tax and Expenditure Elasticity Estimates for EU Budget Surveillance»).
3. El Govern ha previst un creixement de l'ocupació del 0,9% interanual (concepte de població ocupada d'acord amb els comptes nacionals) i un augment de les remuneracions del 3,2% interanual.
4. Increment del 2,7% (mitjana fins a l'agost) segons les dades mensuals de l'INE de Portugal.
5. Actualització extraordinària de les pensions de la Seguretat Social i de la Caixa General de Jubilacions, augment del nombre de pensionistes i actualització de l'índex de referència de la Seguretat Social per calcular les contribucions, les pensions i altres prestacions.
6. Vegeu Banc de Portugal, Butlletí Econòmic de l'octubre del 2018.

supost.[7] En presentar la proposta de PE 2019, el Govern ha revisat a l'alça l'estimació per a aquestes despeses per al 2018 fins al 2,6%.

Quines són les perspectives per al 2019?

El 15 d'octubre, el Govern va presentar la proposta de pressupostos per al 2019, en què dóna continuïtat a la dinàmica observada el 2018 i manté la reducció del dèficit basant-se en un entorn econòmic positiu. En concret, amb un creixement previst del PIB del 2,2%, el Govern projecta una reducció del dèficit fins al –0,2% del PIB el 2019.

Pel costat dels ingressos, el Govern espera que la creació d'ocupació (projecció del 0,9% el 2019) contribueixi a mantenir, juntament amb l'increment dels salaris, el creixement de les cotitzacions socials per damunt del 4,0% el 2019, una previsió que podria ser una mica optimista.[8] Així mateix, el consum privat, un dels motors de l'economia, donarà suport a l'augment dels impostos indirectes. D'altra banda, el creixement previst dels impostos directes podria ser una mica conservador (atès que les elasticitats d'aquests impostos en relació amb el creixement del PIB nominal prediuen un major increment de la recaptació, predicció coherent amb les projeccions de PIB del Govern). En conjunt, segons l'escenari del Govern, és probable que la càrrega fiscal es mantingui al voltant del 35% del PIB.[9] A més a més, l'augment dels ingressos procedents dels dividends (relacionats amb la Caixa Geral de Depósitos i amb el Banc de Portugal) pot compensar l'impacte de les mesures de reducció dels ingressos (equivalents al 0,2% del PIB). En general, doncs, sembla que els ingressos totals estimats per l'Executiu són raonables.

Pel que fa a la despesa, destaca l'augment de les despeses de personal i de les prestacions socials.[10] Així i tot, la reducció prevista de la taxa d'atur fins al 6,3% el 2019 hauria de contribuir a atenuar aquest augment amb una reducció de les prestacions d'atur del 4,3%.[11] No obstant això, la previsió del Govern per a la taxa d'atur pot ser optimista (el nostre escenari contempla una disminució menor, fins al 6,6%), i, en aquest sentit, és possible que l'estalvi en prestacions d'atur sigui inferior al previst. D'altra banda, la despesa en interessos hauria de continuar baixant, gràcies

7. Reactivació de les carreres professionals a l'Administració pública i programa de regularització de les relacions laborals precàries a les administracions públiques.
8. La nostra anàlisi de les elasticitats en relació amb el PIB nominal suggereix un creixement de les contribucions socials propera al 3% el 2019.
9. Segons les cotitzacions socials efectives presentades en l'anàlisi dels pressupostos realitzada per UTAO, una mica inferiors a les reflectides pel Govern i presentades a la taula adjunta.
10. Amb mesures relacionades amb les carreres professionals, com la possibilitat que els més grans de 60 anys amb 40 anys de cotitzacions es puguin jubilar sense penalització en la pensió, augment de les prestacions socials en grups en risc d'exclusió i augment extraordinari de les pensions.
11. Estimacions recollides en la proposta de Pressupostos de l'Estat per al 2019.

Portugal: ingressos i despeses de l'Administració pública (comptabilitat nacional)

	% PIB			Variació (%)		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Ingressos	**42,7**	**43,2**	**43,3**	**4,0**	**4,9**	**4,1**
Ingressos fiscals	25,1	25,3	25,1	5,1	4,7	2,9
Impostos sobre rendiment, patrimoni	10,1	10,2	9,9	3,5	4,5	0,8
Impostos sobre producció i importació	14,9	15,1	15,2	6,2	4,9	4,3
Contribucions socials	11,7	11,8	11,8	4,9	4,7	4,1
Despeses	**45,7**	**43,9**	**43,5**	**6,4**	**4,4**	**2,8**
Despeses de personal	10,9	10,8	10,8	1,9	2,6	3,1
Consum intermedi	5,4	5,3	5,2	2,4	2,2	1,7
Prestacions socials	18,3	18,3	18,3	1,4	3,8	3,8
Interessos	3,8	3,5	3,3	–4,7	–6,3	–1,4
Formació bruta de capital fix	1,8	2,1	2,3	24,9	16,3	17,1
Altres despeses de capital	2,6	1,0	0,7	41,2 *	92,7	–28,9
Saldo total	**–0,9 ***	**–0,7**	**–0,2**	–	–	–
Saldo primari	**2,9**	**2,7**	**3,1**	–	–	–

Nota: ** Exclou la recapitalització de la Caixa Geral de Depósitos, per un total de 3.944 milions d'euros (el 2,0% del PIB).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal i del Ministeri de Finances portuguès.*

als baixos tipus d'interès de mercat: el Govern preveu un estalvi del 0,1% del PIB, i s'estima que el cost implícit del deute[12] disminuirà i s'aproparà al 2,8%, en mínims històrics. Finalment, el creixement previst en inversió pública rebrà el suport d'una major execució dels fons estructurals associats al programa Portugal 2020.[13]

En conjunt, l'objectiu del dèficit previst pel Govern és ambiciós, però sembla factible, en especial atès el bon funcionament dels últims anys. No obstant això, l'escenari previst pel Govern s'enfronta a alguns riscos que podrien complicar l'assoliment d'aquest objectiu. En el pla macroeconòmic, aquests riscos són, predominantment, d'origen extern, en especial pels temors a un augment del proteccionisme, tot i que també poden afectar sensiblement el creixement de l'economia un augment del preu del petroli superior a l'esperat o les incerteses sobre alguns dels focus de risc polític (com Itàlia). Pel que fa a les variables pressupostàries, el risc més seriós el constitueix un augment dels tipus d'interès per les elevades necessitats de finançament de l'Estat:[14] el Govern estima que un augment de 100 p. b. del tipus mitjà augmentaria la despesa en interessos en 0,2 p. p. del PIB i el dèficit assoliria el 0,4%.

12. Pes dels càrrecs amb interessos en el total del deute de l'any anterior.
13. Proposta de Pressupostos de l'Estat per al 2019.
14. Vegeu l'article «Com es finançarà l'Estat el 2019?», disponible a http://www.caixabankresearch.com/.

Indicadors d'activitat i ocupació

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

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	06/18	07/18	08/18	09/18	10/18
Índex coincident d'activitat	1,7	2,8	2,6	2,2	1,9	2,1	2,0	1,9	1,8	...
Indústria										
Índex de producció industrial	2,4	4,0	2,3	0,5	–1,5	–0,1	–1,0	–3,3	–0,1	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	–0,7	2,3	2,1	0,0	0,4	0,5	0,9	1,6	–1,2	–1,1
Construcció										
Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)*	7,9	19,8	8,8	10,3	...	10,3	...	...	...	...
Compravenda d'habitatges	18,8	20,5	15,7	23,7	...	23,7	...	...	...	...
Preu de l'habitatge *(euro/m² - taxació)*	3,8	5,0	5,4	6,1	...	6,1	...	...	6,2	...
Serveis										
Turistes estrangers (*acum. 12 mesos*)	10,9	12,3	11,2	7,6	...	6,3	5,0	3,9	...	...
Indicador de confiança als serveis *(valor)*	7,3	13,8	13,2	14,4	16,5	18,9	18,3	14,5	16,7	8,6
Consum										
Vendes comerç al detall	2,7	4,1	5,9	2,6	2,3	3,2	2,4	3,4	1,1	...
Indicador coincident del consum privat	1,9	2,6	2,5	2,2	1,6	2,0	1,8	1,6	1,4	...
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–11,1	0,5	2,0	2,8	–1,4	1,3	–1,4	–1,3	–1,5	–0,4
Mercat de treball										
Població ocupada [1]	1,2	3,3	3,2	2,4	...	2,8	2,2	2,0	2,0	...
Taxa d'atur (% de la població activa)	11,1	8,9	7,9	6,7	...	6,8	6,8	6,9	6,6	...
PIB	**1,9**	**2,8**	**2,2**	**2,4**	**...**	**...**	**...**	**...**	**...**	**...**

Preus

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

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	06/18	07/18	08/18	09/18	10/18
General	0,6	1,6	0,9	1,2	1,8	2,0	2,2	1,3	2,3	3,3
Subjacent	0,8	1,3	0,9	0,9	1,3	1,5	1,8	0,7	1,4	...

Sector exterior

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

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	06/18	07/18	08/18	09/18	10/18
Comerç de béns										
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	0,8	10,0	6,5	7,4	...	7,4	8,2	7,4	...	...
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	1,5	13,5	11,0	9,8	...	9,8	9,7	9,3	...	...
Saldo corrent	**1,1**	**0,9**	**0,9**	**0,0**	**...**	**0,0**	**0,0**	**–0,4**	**...**	**...**
Béns i serveis	3,8	3,5	3,2	3,1	...	3,1	3,2	2,9	...	...
Rendes primàries i secundàries	–2,7	–2,6	–2,3	–3,1	...	–3,1	–3,3	–3,3	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**3,0**	**2,7**	**2,7**	**1,9**	**...**	**1,9**	**1,9**	**1,6**	**...**	**...**

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

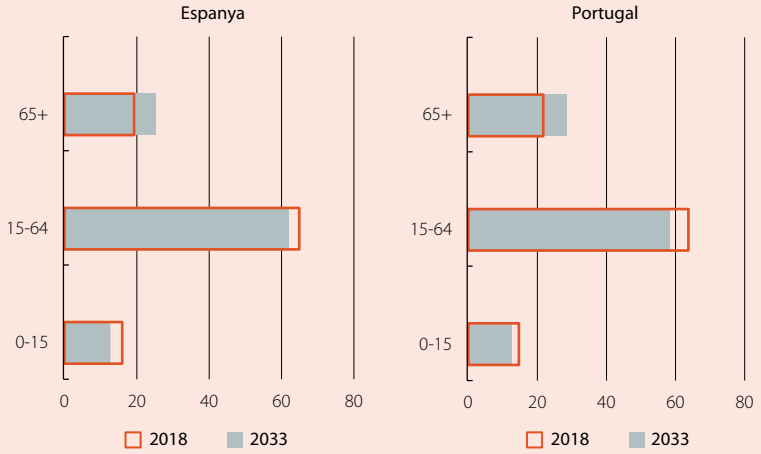
	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	06/18	07/18	08/18	09/18	10/18
Dipòsits										
Dipòsits de llars i empreses	3,7	1,7	2,6	4,3	...	4,9	3,6	4,7	...	...
A la vista i estalvi	19,5	15,7	2,6	4,3	...	16,2	11,4	14,6	...	...
A termini i preavís	–3,2	–5,8	–4,1	–2,9	...	–2,5	–1,8	–2,1	...	...
Dipòsits d'AP	–17,9	1,3	1,9	–0,8	...	12,8	–1,2	3,0	...	...
TOTAL	**2,3**	**1,6**	**2,6**	**4,0**	**...**	**5,4**	**3,4**	**4,6**	**...**	**...**
Saldo viu de crèdit										
Sector privat	–3,9	–4,0	–1,8	–1,8	...	–1,6	–1,5	–1,4	...	...
Empreses no financeres	–5,6	–6,5	–3,1	–3,7	...	–3,6	–3,8	–3,8	...	...
Llars - habitatges	–3,3	–3,1	–1,9	–1,6	...	–1,4	–1,3	–1,2	...	...
Llars - altres finalitats	–0,5	0,9	3,0	4,1	...	4,5	5,6	6,1	...	...
Administracions públiques	–9,4	9,3	19,0	14,8	...	10,6	–13,9	–12,2	...	...
TOTAL	**–4,2**	**–3,5**	**–1,0**	**–1,1**	**...**	**–1,2**	**–2,1**	**–1,9**	**...**	**...**
Taxa de morositat *(%)* [3]	**17,2**	**13,3**	**12,8**	**11,7**	**...**	**11,7**	**...**	**...**	**...**	**...**

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

L'envelliment de la població i el seu impacte macroeconòmic

Segons un estudi publicat recentment a la revista de medicina *The Lancet*,[1] el 2040 59 països, inclosos Espanya i Portugal, tindran una esperança de vida mitjana superior als 80 anys. L'esperança de vida mitjana dels espanyols serà la més alta del món i assolirà els 85,8 anys, per damunt, fins i tot, de la dels japonesos (85,7 anys). Una primera posició que els autors de l'article atribueixen a la dieta mediterrània. A Portugal, l'esperança de vida serà una mica inferior (82,0 anys), però també s'espera que augmenti de manera substancial (més de 3,5 anys) en els propers decennis.

Distribució de la població per grups d'edat, 2018 i 2033
(% sobre el total)

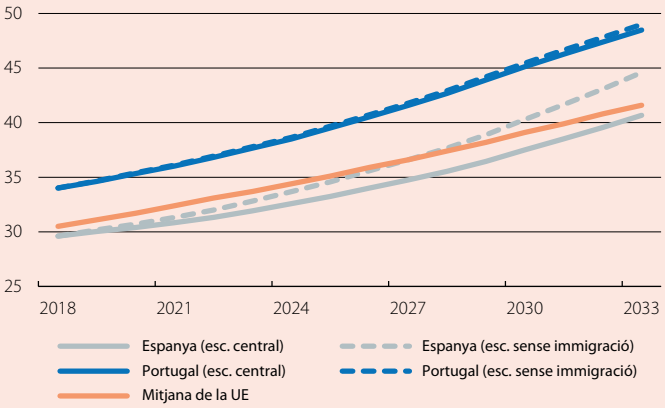


Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE d'Espanya i de l'INE de Portugal.*

L'augment de l'esperança de vida és una magnífica notícia, ja que es tracta d'un dels grans èxits de la nostra societat, però hem de ser conscients que pot comportar conseqüències econòmiques de gran envergadura. Una de les raons és que, a la immensa majoria de països, els augments de l'esperança de vida no aniran acompanyats d'un augment de la natalitat que permeti frenar l'envelliment poblacional. Així, en els 15 propers anys, el pes de la població d'edat avançada augmentarà de forma notable, mentre que el de la població en edat de treballar es mantindrà constant o, fins i tot, disminuirà. L'envelliment poblacional és un fenomen de gran abast: el canvi en el pes de cada grup d'edat, tant absolut com relatiu, pot tenir àmplies repercussions sobre el creixement econòmic, en especial si els comportaments de cada grup d'edat no s'adequen a les noves dinàmiques demogràfiques.

El principal factor que, en un context d'envelliment de la població, pot llastar el nivell de producció d'una economia és la reducció de la força laboral. Si no es produeixen canvis significatius en les taxes d'ocupació de la població més gran, un descens de la població en edat de treballar reduirà la força laboral agregada i, per tant, el PIB total de l'economia. A més a més, a mesura que el desestalvi de la població de més edat superi l'estalvi dels qui encara no s'hagin jubilat, l'*stock* de capital de l'economia també podria decréixer.[2] D'altra banda, l'envelliment augmenta la proporció de pensionistes en relació amb la de treballadors, la qual cosa, en un sistema de pensions de repartiment com el que tenim a les nostres economies, afegeix tensions als càlculs actuarials. D'aquesta manera, el marc teòric suggereix que l'envelliment podria reduir tant el benestar individual (PIB *per capita*) com l'agregat del país (PIB total) i, a més a més, podria tenir derivades rellevants per a la sostenibilitat del deute públic i del sistema de pensions.

Taxa de dependència *
(%)



Nota: ** La taxa de dependència correspon a la proporció de població més gran de 65 anys en relació amb la que es troba en edat de treballar, entre els 16 i els 64 anys.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE d'Espanya, de l'INE de Portugal i d'Eurostat.*

És important matisar que les conseqüències econòmiques de l'envelliment també dependran de si es modifica el comportament de cada grup d'edat arran del canvi de l'estructura demogràfica i de la major esperança de vida.[3] En primer lloc, és possible que les persones decideixin treballar més, augmentant la participació laboral i el nombre d'hores treballades o allargant la vida laboral aprofitant els avantatges de gaudir d'una major esperança de vida i d'una salut millor durant més anys. Així mateix, els treballadors poden prendre la decisió d'estalviar

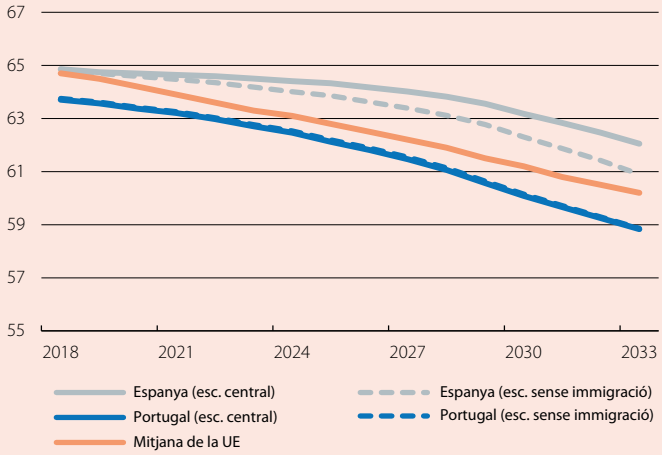
1. Vegeu https://www.thelancet.com/journals/lancet/article/PIIS0140-6736(18)31694-5/fulltext.
2. Vegeu Cutler, D. M. *et al.* (1990), «An Aging Society: Opportunity or Challenge?», Brookings Papers on Economic Activity, núm. 1.
3. Vegeu Bloom, D., Canning, D. i Fink, G. (2011), «Implications of Population Aging for Economic Growth», NBER Working Paper, núm. 16705.

més per finançar un període més llarg d'inactivitat.[4] Finalment, si es duen a terme les polítiques adequades en educació i en formació, es pot incrementar la inversió en capital humà per aconseguir que la productivitat laboral de la població sigui major.

Així, doncs, l'impacte econòmic agregat de l'envelliment poblacional és una qüestió eminentment empírica. Què ens diuen les dades? Fins avui, l'evidència apunta, efectivament, a un menor creixement econòmic com a resultat de l'envelliment poblacional.[5] Segons Aksoy *et al.* (2018),[6] la disminució de la població en edat laboral reduirà de manera significativa el creixement als països de l'OCDE entre el 2015 i el 2025. De mitjana, estimen una reducció de la taxa de creixement potencial de 0,64 p. p., una magnitud elevada. Així mateix, el creixement del PIB per capita es veurà reduït: segons les estimacions de l'OCDE,[7] el creixement potencial del PIB per capita es reduirà en 0,25 p. p. en la dècada del 2030. Cal destacar que l'impacte no es produiria, només, pel menor creixement de la força laboral, sinó també per la reducció de la productivitat laboral associada a l'envelliment. Maestas *et al.* (2016),[8] per exemple, estimen que dos terços de la reducció del creixement als EUA seran deguts a la menor productivitat laboral.

Població en edat laboral

(% de la població total)



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

Quin serà l'impacte econòmic de l'envelliment poblacional per a Espanya i per a Portugal en els 15 propers anys?

En primer lloc, hem d'analitzar quins són els possibles escenaris d'envelliment poblacional als dos països. En un horitzó de 10 a 15 anys, els canvis en la població en edat de treballar no estaran gaire influïts per les alteracions en la natalitat o en la mortalitat. Així, és possible predir amb una certa precisió la població en edat laboral dels propers anys, llevat dels fluxos migratoris, la naturalesa dels quals és molt més volàtil, ja que depenen tant de les condicions econòmiques en origen i en destinació com de les circumstàncies familiars o de les crisis humanitàries.[9]

Les projeccions demogràfiques de l'INE d'Espanya i de Portugal, que extrapolen l'estructura demogràfica i les tendències recents, mostren els canvis en l'estructura poblacional dels dos països. A Espanya, la població més gran de 65 anys passarà de 9 milions el 2018 a 12,4 el 2033, mentre que la població en edat laboral es mantindrà al voltant dels 30,3 milions. A Portugal, la franja de més grans de 65 anys augmentarà de 2,2 a 2,8 milions, mentre que es reduirà la població en edat laboral de 6,5 a 5,8 milions. D'aquesta manera, del 2018 al 2033, la taxa de dependència –la proporció de població més gran de 65 anys en relació amb la població en edat de treballar– augmentarà de manera molt considerable tant a Espanya (del 29,6% al 40,7%) com a Portugal (del 34% al 48,5%).

Aquestes projeccions assumeixen uns fluxos migratoris positius de mitjana, del 2018 al 2033, al voltant de 220.000 entrades netes anuals per al cas d'Espanya[10] i d'uns 14.000 per al de Portugal. La taxa de dependència seria encara superior si els fluxos migratoris fossin nuls i, el 2033, assoliria el 44,6% a Espanya i el 49% a Portugal. Així, és important emfatitzar que els fluxos migratoris retarden la velocitat del procés d'envelliment (en especial si són fluxos significatius com els projectats per a Espanya), però no contraresten completament l'envelliment poblacional. Per mantenir la taxa de dependència actual el 2033, caldrien unes entrades netes d'immigrants en edat laboral, en el període 2018-2035, superiors als 11,4 milions a Espanya (750.000 anualment) i de 2,6 milions a Portugal (175.000 anualment), unes xifres extraordinàriament elevades.

4. Al següent article del present Dossier, «El cicle demogràfic de l'estalvi i els tipus d'interès», s'analitzen amb detall els efectes de l'envelliment sobre l'oferta d'estalvi global.
5. Això no implica que la productivitat de l'economia no pugui augmentar a causa d'altres factors, com els canvis tecnològics, que aconsegueixin contrarestar, si més no en part, els efectes de l'envelliment.
6. Vegeu Aksoy, Y. *et al.* (2018), «Demographic Structure and Macroeconomic Trends», American Economic Journal: Macroeconomics.
7. OCDE (2018), «The Long View: Scenarios for the World Economy to 2060», OECD Economic Policy Papers, núm. 22.
8. Vegeu Maestas, N., Mullen, K. i Powell, D. (2016), «The Effect of Population Aging on Economic Growth, the Labor Force and Productivity», RAND Working Paper, núm. 1.063.
9. OCDE (2018), «Can we anticipate future migration flows?», Migration Policy Debates, núm. 16.
10. En les projeccions demogràfiques per al 2018-2068, l'INE d'Espanya ha modificat la metodologia per projectar els fluxos migratoris i ha deixat d'assumir fluxos constants en el període per projectar tant la tendència recent (2018-2022) com la dinàmica cap a un objectiu d'immigració el 2033.

Contribució de la variació de la força laboral al creixement econòmic, històric i escenaris futurs
(p. p.)

	Taxa d'ocupació	Fluxos migratoris	Variació de la força laboral	Variació de la població	Contribució al creixement del PIB	Contribució al creixement del PIB per capita
Espanya						
2000-2016			1,2	0,8	0,5	0,3
Escenari 1 (2018-2033)	Constant	Nuls	–0,6	–0,4	–0,4	–0,2
Escenari 2 (2018-2033)	Constant	Positius	0,0	0,5	0,0	–0,3
Escenari 3 (2018-2033)	Augmenta	Nuls	–0,1	–0,4	0,0	0,2
Escenari 4 (2018-2033)	Augmenta	Positius	0,7	0,5	0,4	0,1
Portugal						
2000-2016			–0,1	0,0	–0,3	–0,1
Escenari 1 (2018-2033)	Constant	Nuls	–0,9	–0,4	–0,5	–0,3
Escenari 2 (2018-2033)	Constant	Positius	–0,7	–0,2	–0,4	–0,3
Escenari 3 (2018-2033)	Augmenta	Nuls	–0,6	–0,4	–0,3	–0,1
Escenari 4 (2018-2033)	Augmenta	Positius	–0,4	–0,2	–0,2	–0,1

Nota: *Contribució de la variació de la força laboral al creixement econòmic en el marc de la comptabilitat del creixement assumint la mateixa* labour share *que el 2000-2016. L'augment de la taxa d'ocupació prevista consisteix en l'escenari central del «2018 Ageing Report». La composició de la força laboral per edats correspon a l'escenari central i de fluxos migratoris nuls de l'INE d'Espanya i de l'INE de Portugal.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE d'Espanya, de l'INE de Portugal, del «2018 Ageing Report» (Comissió Europea) i de The Conference Board.*

Per analitzar l'impacte econòmic del canvi de l'estructura poblacional en els 15 propers anys, utilitzem un model senzill de comptabilitat del creixement a llarg termini per establir diversos escenaris que tenen en compte la variació de la força laboral amb i sense immigració, així com els canvis previstos en el comportament al mercat laboral.[11] En el període comprès entre el 2000 i el 2016, l'augment de la força laboral va contribuir positivament en 0,5 p. p. al creixement mitjà anual d'Espanya (l'1,7% anual) i negativament en –0,3 p. p. al de Portugal (el 0,5% anual). En un escenari en què no augmenti la taxa d'ocupació i no hi hagi fluxos migratoris, la variació de la força laboral a Espanya passaria de contribuir al creixement del PIB en +0,5 p. p. a reduir-lo en 0,4 p. p. entre el 2018 i el 2033. En canvi, en un escenari més plausible, en què entren els fluxos migratoris previstos i els canvis de comportament de cada generació augmenten la taxa d'ocupació, la variació de la força laboral tindria una contribució positiva de +0,4 p. p., una magnitud relativament limitada i molt similar a l'experimentada en els últims anys. En el cas de Portugal, la contribució continuaria sent negativa, tant pel major envelliment de la població nativa com pel saldo migratori, que es preveu menys favorable.

Pel que fa al PIB per capita, en el període 2000-2016, a Espanya,[12] l'augment de la força laboral va ser superior al de la població total i, d'aquesta forma, va contribuir en 0,3 p. p. al creixement mitjà de l'1,1% anual en el PIB per capita. Entre el 2018 i el 2033, en un escenari en què no augmenti la taxa d'ocupació i no hi hagi fluxos migratoris, la força laboral disminuiria més que la població i reduiria el PIB per capita en 0,2 p. p. En canvi, en l'escenari amb els fluxos migratoris i amb els augments de la taxa d'ocupació previstos, la contribució seria positiva, tot i que petita (0,1 p. p.), i lleugerament inferior a l'observada en els últims anys.

En definitiva, aquests escenaris mostren que el major pes de les franges d'edats avançades podria incidir de forma negativa sobre el creixement econòmic agregat en un horitzó de 10-15 anys, però també que, adoptant les mesures adequades, aquest efecte podria ser més mitigat. Això explica la importància que es produeixin canvis de comportament de la societat, com una mentalitat més procliu a treure partit de les grans oportunitats que brinda una major longevitat. En aquest sentit, el rol de les institucions públiques i privades sembla fonamental: les primeres poden impulsar polítiques que, per exemple, flexibilitzin l'edat de jubilació i les segones han de treure el màxim profit del talent dels empleats més grans i experimentats.

Josep Mestres
CaixaBank Research

11. Utilitzem els canvis previstos en el «2018 Ageing Report», que projecten que la taxa d'ocupació de la població en edat laboral augmentarà del 61,3% actual fins al 67,4% el 2033 a Espanya i del 66,5% al 70,0% a Portugal. Aquests augments serien resultat tant dels increments previstos en la taxa de participació, en particular a la franja d'edat de 55 a 64 anys, com dels retards en l'edat de jubilació en més de dos anys.
12. A Portugal, en el període 2000-2016, la força laboral va contribuir negativament al PIB per capita en –0,1 p.p. del creixement mitjà del PIB per capita del 0,7% anual. Entre el 2018 i el 2033, en un escenari en què no augmenti la taxa d'ocupació i no hi hagi fluxos migratoris, es reduiria el PIB per capita en –0,3 p. p. En l'escenari amb els fluxos migratoris i amb els augments de la taxa d'ocupació previstos, la contribució seria negativa, de –0,1 p. p., similar a la del període precedent.

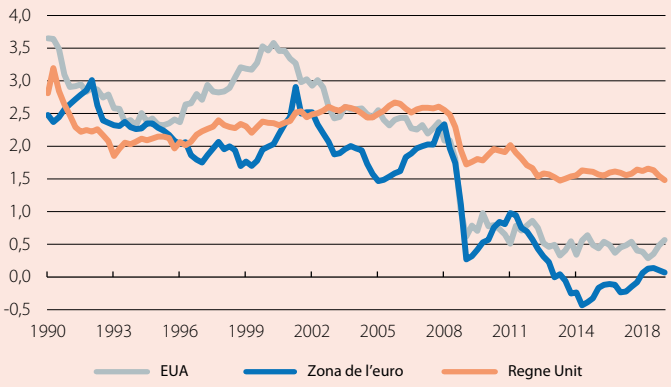
El cicle demogràfic de l'estalvi i els tipus d'interès

Des de la crisi financera global del 2007-2008, els tipus d'interès han assolit mínims històrics en moltes economies avançades i, en alguns casos, s'han apropat al 0% o, fins i tot, s'han situat en terreny negatiu. Aquests mínims s'han produït en un context caracteritzat per polítiques monetàries molt acomodatícies, però no és clar que siguin exclusivament aquestes polítiques les que expliquen els baixos tipus d'interès. Com s'observa al primer gràfic, si ampliem l'horitzó temporal, veiem que la disminució dels tipus d'interès és un fenomen que es produeix des de fa més de dues dècades, la qual cosa suggereix que hi ha altres forces latents que expliquen aquest declivi dels tipus d'interès. Una d'aquestes forces és la demografia i, més concretament, l'envelliment de la població, un procés que afecta de manera generalitzada gairebé totes les economies del món (tot i que amb magnituds i amb velocitats diferents) i que, probablement, mantindrà una pressió a la baixa sobre els tipus d'interès en els propers anys.[1]

L'envelliment de la població ofereix una explicació natural, ja que es tracta, com veurem, d'un fenomen amb importants conseqüències sobre l'estalvi de les famílies. Segons la teoria del cicle vital, desenvolupada, entre d'altres, pels premis Nobel d'Economia Franco Modigliani i Milton Friedman, els patrons d'estalvi varien al llarg de la vida amb una forma de U invertida: la teoria suggereix que els qui estalvien menys són els joves i els més grans i els qui més, les persones de mitjana edat. La raó que justifica aquest patró és el desig de mantenir una qualitat de vida relativament estable al llarg del temps. Per aconseguir-ho, les persones han d'estalviar més en les edats en què perceben uns ingressos més elevats i han d'utilitzar aquests recursos per millorar la qualitat de vida quan el flux d'ingressos és més baix (típicament, la joventut i la vellesa).

Tipus d'interès a curt termini a les principals economies avançades

(%)



Nota: *Tipus d'interès naturals estimats per Holston, K.* et al. *(2016), «Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants», FRBSF Working Paper.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal de San Francisco.*

Les prediccions de la teoria del cicle vital s'observen de manera clara quan analitzem les dades de les famílies nord-americanes. Com veiem al segon i al tercer gràfics, la renda familiar augmenta entre els 25 i 64 anys i disminueix després, amb una dinàmica molt semblant a la que presenta la taxa d'estalvi, la qual és més baixa entre els joves i entre els jubilats (de fet, amb les dades que disposem per als anys 2013-2017, la taxa en aquestes franges d'edat és negativa)[2] i més elevada entre la població de 25 a 64 anys. Dynan *et al.* (2009)[3] corroboren aquest perfil de la taxa d'estalvi en forma de U invertida amb una anàlisi empírica més detallada per al període 1983-2007 als EUA, i, en la mateixa línia, un estudi del Banc Mundial suggereix que s'observa un patró semblant en altres països avançats, com Alemanya, Canadà i el Regne Unit.[4] No obstant això, en altres economies, com Itàlia i el Japó, les dades reflecteixen un augment sostingut de les taxes d'estalvi al llarg de tota la vida, fins i tot per als més grans de 65 anys, i sembla que aquest és també el cas d'Espanya.[5] Aquesta dinàmica contradiria la teoria del cicle vital, però el Banc d'Anglaterra[6] assenyala que l'increment de les taxes d'estalvi a partir dels 65 anys podria ser degut a dificultats estadístiques a l'hora de mesurar de forma correcta la renda dels jubilats.

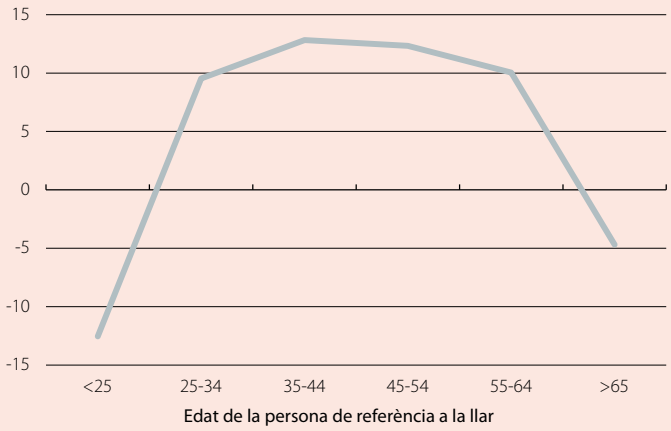
Més enllà del comportament de cada família, analitzar l'impacte de l'envelliment sobre l'estalvi agregat d'una economia requereix distingir les diferents dinàmiques demogràfiques que expliquen aquest envelliment: l'augment de l'esperança de vida, la reducció de la fertilitat i la transició de la generació del *baby boom* al llarg de la piràmide demogràfica.

1. Altres forces responsables serien una major aversió al risc o la preferència per actius segurs, un menor creixement de la productivitat, un augment de la desigualtat i els canvis estructurals de l'economia cap a un major pes de sectors menys intensius en capital físic. Per a més detalls sobre aquestes forces i sobre les seves implicacions sobre el disseny de la política monetària, vegeu els Focus «Quin és el nou tipus d'interès d'equilibri?», a l'IM09/2017, i «La lluita per la política monetària del futur», a l'IM10/2017.
2. És a dir, en ser la taxa d'estalvi negativa, aquests grups tenen un consum superior a la renda percebuda.
3. Dynan, K. *et al.* (2009), «The Effects of Population Aging on the Relationship among Aggregate Consumption, Saving, and Income», American Economic Review, vol. 99, núm. 2.
4. Banc Mundial (2007), «From Red to Gray».
5. BBVA Research (2010), Determinants microeconòmics de l'estalvi: una anàlisi estàtica, requadre 1, a «Espanya: situació consum».
6. Banc d'Anglaterra (2002), «Ageing and the UK economy».

En primer lloc, l'augment de l'esperança de vida faria que, sense canvis en l'edat de jubilació, les famílies haguessin de distribuir els recursos econòmics que acumulen durant l'etapa laboral al llarg d'una vida més llarga. Davant aquesta disjuntiva, ens podem trobar amb dos tipus de comportament. Algunes llars anticiparan aquest problema de distribució de recursos i reaccionaran amb unes taxes d'estalvi més elevades que puguin compensar la major longevitat i que els permetin mantenir un perfil de consum relativament estable. Però altres llars poden ser menys perspicaces i no ajustar la taxa d'estalvi, de manera que, quan es jubilin, acabaran disposant de menys recursos. Els dos comportaments tenen conseqüències diferents: el primer genera un augment de l'estalvi agregat que deprimeix els tipus d'interès; el segon redueix l'estalvi per capita i pressiona a l'alça els tipus d'interès.

EUA.: taxa d'estalvi familiar per edats

Fracció de la renda familiar disponible (%)

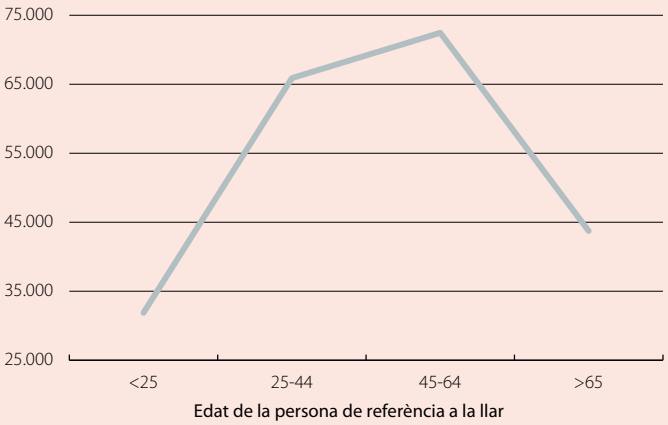


Nota: *Mitjana del període 2013-2017.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Labor Statistics.*

En segon lloc, la reducció de la fertilitat modifica les necessitats d'estalvi i d'inversió de diferents maneres. D'una banda, comporta un menor creixement de la població, la qual cosa es tradueix en un menor creixement del PIB[7] i, per tant, de la demanda d'inversió, la qual cosa pressiona a la baixa els tipus d'interès.[8] De l'altra, la menor fertilitat també provoca un increment de la proporció de població d'edats avançades, un segment poblacional amb taxes d'estalvi inferiors, però amb més volum de capital (fruit de l'estalvi acumulat al llarg de la vida laboral). D'aquesta manera, ens trobem amb dues forces oposades: d'una banda, un menor flux d'estalvi que pressiona a l'alça els tipus d'interès i, de l'altra, un increment de la població amb més volum d'estalvi acumulat (amb la conseqüent abundància relativa de capital que frena la pressió a l'alça sobre els tipus provocada pel menor flux d'estalvi).

EUA: renda familiar per edats

(Dòlars)



Nota: *Mitjana del 2017.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'American Community Survey.*

Finalment, a la majoria de les economies avançades, la generació del *baby boom*, nascuda, principalment, entre mitjan anys quaranta i començament dels seixanta (entre el 1950 i el 1970 en el cas d'Espanya), provoca canvis en la composició de la piràmide demogràfica. Així, inicialment, es va eixamplar la base d'estudiants i de joves treballadors, però, en l'actualitat, transiten cap a la jubilació i generen un percentatge relativament elevat de població amb importants estalvis acumulats però que, aviat, començaran a reduir les taxes d'estalvi.

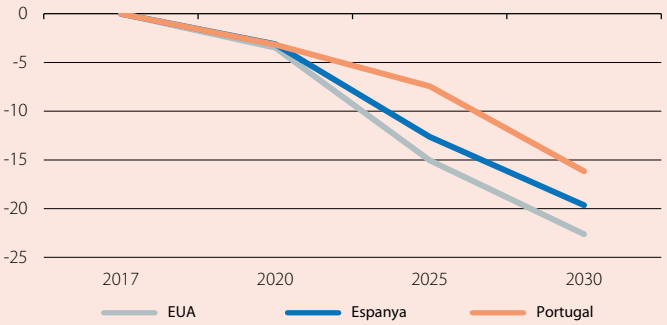
Quin és l'efecte net sobre l'estalvi? Tenint en compte els diferents mecanismes, Dynan *et al.* (2009) estimen que, als EUA, les dinàmiques demogràfiques haurien provocat un augment de la taxa d'estalvi agregada d'1,9 p. p. entre el 1980 i el 2000, tot i que projecten que poden reduir-la en 0,9 p. p. entre el 2000 i el 2020. Si fixem les taxes d'estalvi per franges d'edat el 2017 com a referència, podem realitzar un exercici semblant amb projeccions demogràfiques fins al 2030 per als EUA, Espanya i Portugal.[9] Els resultats d'aquest exercici, presentats al quart gràfic, suggereixen que els canvis de composició de la piràmide poblacional tendirien (en absència d'altres dinàmiques) a reduir les taxes d'estalvi agregades en l'horitzó 2018-2030 al voltant del 20% als EUA, Espanya i Portugal (és a dir, en 1,5 p. p., en 1,1 p. p. i en 0,8 p. p., respectivament). La raó és que la fracció de més grans de 65 anys augmentarà a les tres economies, mentre que la proporció representada pels grups amb taxes d'estalvi més elevades disminueix.

7. Vegeu l'article «L'envelliment de la població i el seu impacte macroeconòmic», en aquest mateix Dossier.
8. Com el capital acumulat es deprecia lentament, l'oferta d'inversió, que també disminueix, ho fa de forma més gradual, de manera que els tipus són pressionats a la baixa.
9. Per a Espanya i Portugal, assumim una relació entre la taxa d'estalvi i l'edat en forma de U inversa i proporcional a la dels EUA.

Més enllà de l'evolució de les taxes d'estalvi, quantificar l'impacte net sobre els tipus d'interès requereix analitzar les conseqüències sobre el volum agregat d'estalvi i d'inversió. En aquest sentit, els principals estudis suggereixen que l'envelliment de la població pot explicar una part substancial del declivi dels tipus d'interès en les últimes dècades. Per exemple, Gagnon *et al.* (2016)[10] estimen que les dinàmiques demogràfiques dels EUA poden explicar, per si soles, una reducció de 125 p. b. en els tipus d'interès nord-americans a curt termini entre el 1980 i l'actualitat (que, com es reflecteix al primer gràfic, representa una fracció important de la reducció total observada), a causa, principalment, de la reducció de la fertilitat i de l'acumulació de capital per part de la generació del *baby boom*. En la mateixa línia, l'anàlisi de Carvalho *et al.* (2017)[11] suggereix que l'augment de l'esperança de vida i la disminució del creixement de la població podrien explicar una reducció propera als 200 p. b. dels tipus d'interès a curt termini dels EUA des del 1990 (tot i que el seu model suggereix que l'esperança de vida és el mecanisme dominant). Finalment, segons Lisack *et al.* (2017),[12] l'envelliment de la població hauria contribuït a reduir el tipus d'interès global a curt termini en 150 p. b. des del 1980. A més a més, aquests tres estudis preveuen que les dinàmiques demogràfiques mantindran una pressió a la baixa sobre els tipus d'interès en les properes dècades, a causa, principalment, de l'augment de l'esperança de vida, que assumeixen que comportarà un increment de l'estalvi de les famílies, i del fet que l'envelliment de la població augmentarà el pes dels grups amb més capital acumulat.

Taxa d'estalvi: impacte de la demografia

*Desviació acumulada en relació amb el 2017 (%) **



Nota: ** Es fixen com a referència les taxes d'estalvi per franges d'edat en els nivells del 2017 i es projecta el canvi en la taxa d'estalvi nacional que produeix la demografia (mitjançant el canvi en els pesos poblacionals de cada grup d'edat). Per a Espanya i Portugal, s'assumeixen els mateixos perfils d'estalvi en funció de l'edat que mostren les dades per als EUA (ajustades pels diferents nivells de taxes d'estalvi nacionals).*

Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Labor Statistics, de les Nacions Unides, de l'INE d'Espanya i de l'INE de Portugal.*

Una de les limitacions de totes les estimacions anteriors és que analitzen l'impacte de l'envelliment des d'una òptica d'economia tancada: és a dir, sense tenir en compte que la piràmide poblacional de la resta del món també evoluciona i pot generar fluxos de capital entre les diferents regions. En aquest sentit, l'anàlisi de Krueger i Ludwig (2007)[13] suggereix que considerar la possibilitat d'aquests fluxos internacionals de capital no afecta de forma substancial les estimacions, si més no per als EUA (els seus resultats, d'acord amb els estudis comentats més amunt, també apunten al manteniment de pressions a la baixa sobre els tipus d'interès per part de la demografia). No obstant això, des del Banc de Pagaments Internacionals, Goodhart i Pradhan (2017)[14] defensen que la transició demogràfica de la Xina tindrà conseqüències importants a nivell global, en reduir el seu elevat estalvi i en pressionar a l'alça els tipus d'interès. A més a més, a diferència dels estudis anteriors, aquests autors pronostiquen que la demografia impulsarà a l'alça els tipus d'interès en els propers anys per dos motius (a més del «factor Xina»): d'una banda, consideren que l'augment de l'esperança de vida no incrementarà de forma significativa l'estalvi, mentre que, de l'altra, defensen que la pressió a l'alça procedent d'un menor flux d'estalvi (per l'augment de pensionistes, amb taxes d'estalvi més baixes) compensarà amb escreix les pressions a la baixa de l'elevat capital acumulat per aquests pensionistes al llarg de la seva vida laboral.

En conclusió, l'evidència disponible suggereix que, més enllà de l'evolució cíclica de la política monetària (que, en els propers anys, hauria d'esperonar a l'alça els tipus d'interès), la demografia continuarà sent una variable clau per entendre l'evolució dels tipus d'interès a mitjà i a llarg termini.

Adrià Morron Salmeron
CaixaBank Research

10. Gagnon, E. *et al.* (2016), «Understanding the New Normal: the Role of Demographics», Finance and Economics Discussion Series, Board of Governors of the Federal Reserve System.
11. Carvalho, C. *et al.* (2017), «Demographic Transition and Low U.S. Interest Rates», Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter.
12. Lisack, N. *et al.* (2017), «Demographic trends and real interest rate», Bank of England Staff Working Papers.
13. Krueger, D. i Ludwig, A. (2007), «On the Consequences of Demographic Change for Rates of Returns to Capital, and the Distribution of Wealth and Welfare», Journal of Monetary Economics.
14. Goodhart, C. i Pradhan, M. (2017), «Demographics will reverse three multi-decade global trends», BIS Working Paper.

Els reptes de l'envelliment: una nova societat, una nova economia

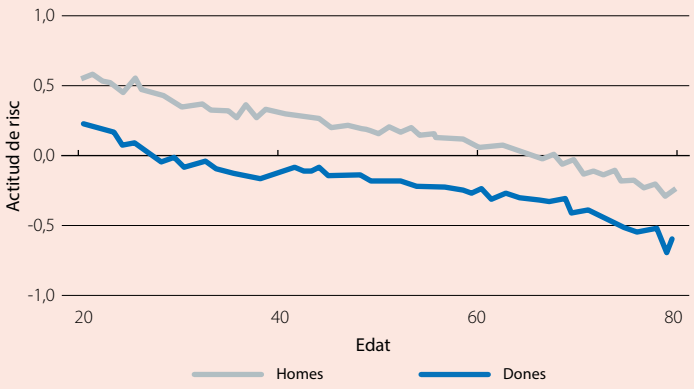
Gràcies als avanços mèdics i a la major qualitat de vida, la frase de Quevedo «todos deseamos llegar a viejos, y todos negamos que hayamos llegado» cada vegada es podrà aplicar a un major nombre dels nostres lectors i lectores, en un moment o en un altre. En efecte, l'envelliment de la població a les societats avançades és un fenomen silent i imparable que tindrà un impacte indubtable sobre les variables macroeconòmiques i financeres. Però no només això. L'envelliment tindrà un impacte molt més ampli i transversal que modelarà el tipus de societat en què viurem i plantejarà un seguit de reptes inexcusables en matèria econòmica i social. En aquest article, intentarem aclarir aquesta i altres qüestions analitzant l'impacte de l'envelliment sobre la societat, el tipus d'economia cap a la qual bascularem i els principals reptes als quals ens enfrontarem en el pla intergeneracional.

Comencem per l'esfera social, una dimensió que, ateses les importants interaccions entre societat i economia, els economistes tenen cada vegada més present. Una de les qüestions més importants que cal dirimir és com canviaran les preferències de la societat a causa del major pes relatiu de les generacions més longeves. Doncs bé, en un article recent, un grup d'economistes[1] analitzava l'actitud davant el risc d'un grup de ciutadans alemanys i holandesos al llarg del cicle vital. La conclusió de l'estudi era inequívoca: a mesura que envellim, ens arrisquem menys. En concret, un augment de 10 anys en l'edat mitjana de la societat redueix la presa de riscos de manera substancial fins a un nivell que correspondria a una reducció del 2,5% de la inversió en renda variable o del 6% en el nombre de persones que treballen per compte propi. Això implica que les societats més envellides seran possiblement més adverses al risc, la qual cosa pot tenir una infinitat de repercussions en el comportament econòmic, polític i social de les persones. Així, per exemple, els economistes de la Universitat de Chicago Lubos Pastor i Pietro Veronesi[2] han documentat que el suport als partits populistes és significativament més ampli entre els votants més adversos al risc, atès que aquests votants prenen decisions financeres i de consum més segures i, per tant, menys sensibles a la incertesa política i econòmica.

Una societat més adversa al risc també pot condicionar de forma important la velocitat del procés de canvi tecnològic que presenciem. Així, per exemple, s'ha documentat que un major pes dels treballadors entre 50 i 59 anys retreu la innovació, mesurada mitjançant el nombre total de patents.[3] No obstant això, convé matisar que encara es discuteix l'efecte net de l'envelliment sobre la innovació i la tecnologia. Per exemple, Daron Acemoglu, economista del MIT, ha mostrat que, al sector industrial, els robots són més bons substituts de les tasques realitzades per les persones de mitjana edat que de les realitzades per les persones més grans. A partir d'aquesta dada, Acemoglu ha comprovat que, en les societats més envellides –i, per tant, amb més escassetat relativa de treballadors de mitjana edat–, s'utilitzen més robots per treballador.[4] D'aquesta manera, societats més envellides, com Alemanya, Corea del Sud o el Japó, presenten una demanda més gran de robots industrials que societats més joves, com els EUA o el Regne Unit, i, de fet, la bretxa pot augmentar amb la intensificació de les necessitats d'automatització al sector de la salut a les societats envellides.

Impacte de l'envelliment sobre el risc

Predisposició al risc (nivell)



Nota: *La predisposició al risc es mesura a partir d'un qüestionari i el seu valor mitjà ha estat estandarditzat a 0. Valors més baixos corresponen a una menor predisposició al risc. Dades de panel corresponents a ciutadans alemanys.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Dohmen* et al. *(2017), «Risk attitudes across the life course», The Economic Journal.*

Pel que fa als patrons de consum i al tipus d'economia que es configurarà, l'envelliment de la societat també tindrà un impacte gens menyspreable. La principal característica de l'«economia platejada» –terme que designa l'economia de les persones més grans de 50 anys– és una expansió del sector serveis impulsada per les necessitats creixents al terreny sanitari i també, previsiblement, per un augment del turisme i de les activitats culturals en una societat que haurà de bregar amb el problema de la solitud (en l'actualitat, el 42% de les persones que viuen soles a Espanya ja tenen més de 65 anys). Així les coses, l'«economia platejada» oferirà noves oportunitats de negoci, i el seu pes augmentarà a marxes forçades: segons la Comissió Europea, aquesta economia

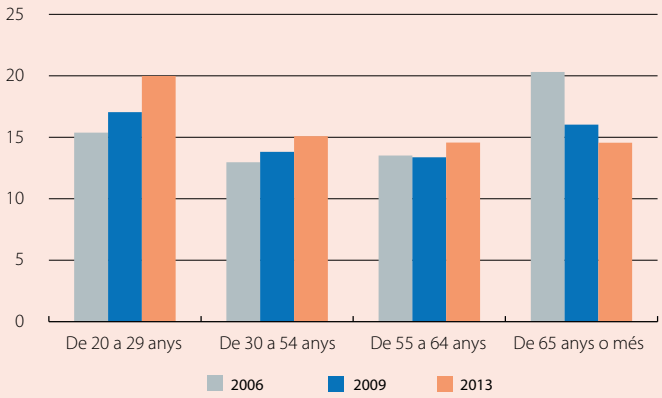
1. Vegeu Dohmen *et al.* (2017), «Risk Attitudes Across the Life Course», The Economic Journal.
2. Vegeu Pastor, L. i Veronesi, P. (2018), «Inequality Aversion, Populism and the Backlash Against Globalization», NBER Working Paper.
3. Vegeu Aksoy, Y. *et al.* (2015), «Demographic structure and macroeconomic trends», Document de Treball núm. 1.528 del Banc d'Espanya.
4. Vegeu Acemoglu, D. i Restrepo, P. (2017), «Demographics and robots», NBER Working Paper.

contribuirà al PIB de la UE en 6,4 bilions d'euros el 2025 (el 32% del PIB), gairebé el doble que en l'actualitat, i generarà 88 milions de llocs de treball (el 38% del total).

A més a més, hem de tenir en compte que l'augment de la longevitat comportarà que les persones estiguin actives més temps al mercat laboral i desenvolupin activitats professionals durant més temps. Això generarà més necessitats d'adequar les cases, els llocs de treball i els mitjans de transport a les necessitats d'aquests treballadors perquè puguin viure i treballar de forma autònoma.

Percentatge de persones en risc de pobresa en funció de l'edat

(%)



Nota: *Dades per a la UE de 28 països el 2009 i el 2013 i de 27 (sense Croàcia) el 2006.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea.*

Cal destacar que una part important de l'«economia platejada» correspondrà a serveis sanitaris i de dependència. La Comissió Europea estima que la despesa pública en partides relacionades amb l'envelliment augmentarà en 1,7 p. p. entre el 2016 i el 2070 a la zona de l'euro, fins al 26,7% del PIB. No obstant això, hi ha una gran incertesa sobre aquestes estimacions, ja que depenen de factors com la tecnologia –s'espera que els avanços en l'àmbit de la salut siguin especialment potents– i la morbiditat –més anys de vida implicaran més anys de salut o més persones grans viuran amb mala salut? L'element de la morbiditat no és menor: controlar de forma correcta la despesa sanitària propera al decés pot reduir fins al 40% la despesa sanitària atribuïda a l'edat.[5]

Sigui com sigui, aquest increment de les necessitats de despesa pública haurà de ser finançat d'alguna manera, la qual cosa pot generar pressions i incerteses sobre el sistema fiscal i la redistribució intergeneracional. Al final, les conseqüències de l'envelliment dependran del tipus de tributació a la que afectin: els efectes intergeneracionals seran molt més severs si recauen sobre les cotitzacions i les rendes del treball que si recauen sobre el consum. El debat sobre quina generació haurà de suportar l'augment del pes de la càrrega fiscal serà aferrissat i pot provocar una bretxa generacional entre grans i joves si els gestors públics no l'encerten a l'hora d'equilibrar els interessos de totes les generacions sense hipotecar el present pel futur. El bon encert dels governants serà fonamental, ja que, en una societat amb més prevalença de les persones grans, és molt possible que, en els processos electorals, es configurin majories partidàries d'una redistribució intergeneracional molt substancial dels treballadors als jubilats.

De fet, és interessant tenir ben present que aquestes tendències de redistribució intergeneracional ja han començat a deixar-se veure, tal com ho mostren dues dades. La primera és que, en els 30 últims anys a Europa, la renda disponible dels adults joves (entre els 18 i els 25 anys) ha caigut per primera vegada per sota de la renda mitjana del conjunt de la població, mentre que les persones més grans han estat l'única franja d'edat que ha vist augmentar la renda relativa. La segona és que el percentatge de persones grans en risc de pobresa a la UE ha baixat del 20,3% al 14,6% i, en canvi, ha augmentat en totes les cohorts més joves, les quals ja tenen un percentatge més elevat de risc de pobresa que els més grans de 65 anys (vegeu el segon gràfic). Aquestes dades confirmen la percepció que ja comencen a apuntar certs problemes de justícia intergeneracional, que s'expliquen pels problemes de les persones joves per accedir al mercat laboral enfront dels grups d'edats més avançades, que gaudeixen de més proteccions per afrontar els shocks econòmics adversos.

En definitiva, l'envelliment de la població és un fenomen que ha vingut per quedar-se i que comporta un reguitzell de canvis profunds en les preferències de la societat, en la forma d'organitzar l'economia i en la manera de redistribuir els recursos entre generacions. Els reptes seran ardus, però la bona notícia és que comptem amb unes generacions grans carregades de projectes i de vitalitat que segur que propiciaran que l'envelliment demogràfic es converteixi en una oportunitat per a les nostres economies.

Javier Garcia-Arenas
CaixaBank Research

5. Vegeu López-Casasnovas, G. (2015), «Envelliment i canvi de coordenades demogràfiques. Algunes reflexions sobre el seu impacte en la despesa sanitària», Col·lecció Health Policy Papers, 2016-02.

DADES RELLEVANTS

GRUP CAIXABANK
30 de setembre de 2018

	MILIONS €
Recursos de clients	363.621
Crèdit a la clientela, brut	223.465
Resultat atribuït al Grup, acumulat en l'any	1.768
Capitalització borsària	23.544
Clients (milions)	15,7
Empleats	37.511
Oficines	5.176
Oficines *retail* a Espanya	4.482
Nombre de caixers a Espanya	9.422

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 setembre de 2018

	MILIONS €
Recursos de clients	33.153
Crèdit a la clientela, brut	23.422
Resultat atribuït, acumulat en l'any	529
Resultat atribuït d'activitats a Portugal, acumulat en l'any	324
Clients (milions)	1,9
Empleats	4.898
Oficines	496
Nombre de caixers	1.356

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:

Les economies emergents en una cruïlla: de l'expansió a la incertesa

- Turbulències financeres a les economies emergents: avantsala d'alguna cosa més?
- Crisi financera turca: en temps de descompte

Brexit: crònica d'un *shock* desconegut

- Quina serà la futura relació entre la UE i el Regne Unit?
- *Brexit*, el camí que queda per recórrer

El preu del petroli: buscant l'equilibri

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

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

- Espanya torna a importar tant?
- Les exportacions i la qualitat de l'ocupació

CaixaBank Research

ELEMENTAL CHLORINE FREE GUARANTEED

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