IM12

INFORME MENSUAL

NÚMERO 429 | DESEMBRE 2018

ENTORN ECONÒMIC I FINANCER

MERCATS FINANCERS
Petroli: reflexions i perspectives per al 2019

ECONOMIA INTERNACIONAL
EUA: què passa amb la desacceleració del sector immobiliari?

ECONOMIA ESPANYOLA
Els salaris a Espanya, la mateixa moderació per a tothom?

DOSSIER: PERSPECTIVES 2019

2019, una visió des del futur

Els bancs centrals, al timó d'un entorn més volàtil

Politics is the name of the game: *dinàmiques i riscos polítics el 2019 i més enllà*

L'economia espanyola el 2019: un any de transició cap a cotes més sostenibles

Les perspectives de Portugal: creixement saludable per a estona

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Desembre 2018

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

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

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

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

ÍNDEX

1 EDITORIAL

3 RESUM EXECUTIU

4 PREVISIONS

7 MERCATS FINANCERS
9 *Petroli: reflexions i perspectives per al 2019*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL
15 *EUA: què passa amb la desacceleració del sector immobiliari?*
17 *El primer pressupost de la UE-27*

21 ECONOMIA ESPANYOLA
23 *Els salaris a Espanya, la mateixa moderació per a tothom?*
25 *La diversificació geogràfica dels exportadors espanyols: uns sí, uns altres no*

27 ECONOMIA PORTUGUESA

30 DOSSIER: PERSPECTIVES 2019
30 *2019, una visió des del futur*
Àlex Ruiz
32 *Els bancs centrals, al timó d'un entorn més volàtil*
Adrià Morron Salmeron i Ricard Murillo Gili
34 Politics is the name of the game: *dinàmiques i riscos polítics el 2019 i més enllà*
Clàudia Canals i Javier Garcia-Arenas
36 *L'economia espanyola el 2019: un any de transició cap a cotes més sostenibles*
Oriol Carreras
38 *Les perspectives de Portugal: creixement saludable per a estona*
Daniel Belo i Teresa Gil Pinheiro

Perspectives 2019

Fa un any, aquest editorial se centrava en els reptes polítics de l'exercici que som a punt de tancar. Posava el focus en Trump, en el *brexit* i en les eleccions italianes. També expressàvem un desig: que l'editorial d'enguany, sobre les perspectives del 2019, no hagués de tornar a posar el focus sobre els populismes. Desafortunadament, hem de tornar a fer-ho: la guerra comercial entre els EUA i la Xina, el *brexit* i la política italiana continuen sent els tres grans elements d'incertesa i de risc.

Les tensions entre els EUA i la Xina han acabat afectant l'economia mundial en els últims mesos. La imposició d'aranzels a les importacions xineses per part dels EUA, i la resposta de la Xina, augmentant també els aranzels sobre les importacions nord-americanes, ha estat com llançar sorra als engranatges que constitueixen les cadenes de subministrament global. A més a més, malgrat la treva que s'ha pactat en les reunions del G-20 de Buenos Aires, no es pot descartar que les tensions vagin a més. Els EUA se senten ben preparats per a la guerra (comercial), amb una economia basada en un gran estímul fiscal que impulsa la demanda interna, i això reforça la credibilitat de les amenaces del seu president (d'altra banda, força imprevisible). De tota manera, preveiem que s'acabarà arribant a un acord, perquè sembla que hi ha marge per assolir-lo i perquè a totes les parts els interessa no allargar gaire la incertesa. En cas contrari, Trump podria acabar sentint la pressió de la borsa nord-americana.

Pel que fa al *brexit*, ens enfrontem a una exigent carrera d'obstacles. Aquest mateix mes, el Parlament de Westminster decidirà si aprova o rebutja l'acord assolit entre Theresa May i la UE. Un rebuig augmentaria de forma considerable el risc d'una sortida abrupta i desordenada del Regne Unit el proper 29 de març, la qual cosa tindria greus repercussions sobre l'activitat econòmica d'aquest país i sacsejaria la lliura britànica. Si s'aconsegueix una sortida pactada, encara quedarà pendent la negociació sobre el futur marc de relacions entre el Regne Unit i la UE, però sembla que el període transitori contemplat actualment, fins al final del 2020 i que es podria allargar fins al final del 2022, atorga prou marge per negociar amb calma un acord que serà summament complex. Ens preocupa més el risc a curt termini que l'efecte de la incertesa que envolta la negociació sobre el futur marc de relacions.

Finalment, Itàlia, un factor amb la capacitat de desestabilitzar la zona de l'euro. Si l'enfrontament entre el Govern italià i la Comissió Europea puja de to, la prima de risc italiana es podria disparar i Itàlia podria perdre l'accés als mercats. Seria una situació d'alta tensió. El BCE intervindria per limitar el contagi a altres països, però difícilment estaria en condicions de donar suport a Itàlia, tret que el Govern sol·licités un rescat. Atesa aquesta tessitura, un escenari probable seria una convocatòria electoral a Itàlia i la formació d'un nou Govern que recuperés la confiança dels mercats, però, en qualsevol cas, contemplaríem uns mesos d'enorme incertesa en què es tornaria a qüestionar la integritat de la zona de l'euro.

En gran part, l'evolució d'aquests tres grans desafiaments marcarà el 2019. El nostre escenari central pressuposa que la sang no arribarà al riu en cap cas, tot i que tampoc pensem en una ràpida resolució de cap de les incerteses. En funció de la seva evolució, el 2019 ens pot sorprendre en negatiu o, per què no, en positiu. Feliç 2019!

Enric Fernández
Economista en cap
30 de novembre de 2018

Cronologia

NOVEMBRE 2018

5 Els EUA restableixen les sancions sobre l'Iran.
21 La Comissió Europea recomana obrir un procediment de dèficit excessiu a Itàlia.
25 La UE i el Regne Unit signen un acord de sortida.

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).

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.

Agenda

DESEMBRE 2018

4 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: posició d'inversió internacional neta (3T).
28 Espanya: taxa d'estalvi de les llars (3T).
Execució pressupostària de l'Estat (novembre).
Espanya: avanç de l'IPC (desembre).
Portugal: execució pressupostària de l'Estat (novembre).

GENER 2019

8 Portugal: ocupació i atur (novembre).
9 Portugal: comerç internacional (novembre).
10 Espanya: índex de producció industrial (novembre).
11 Portugal: IPC (desembre).
15 Espanya: comptes financers (3T).
22 Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (novembre).
24 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
29 Espanya: enquesta de població activa (4T).
30 Portugal: execució pressupostària de l'Estat (desembre).
Portugal: ocupació i atur (desembre).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (gener).
EUA: PIB (4T i 2018).
29-30 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
31 Espanya: avanç del PIB (4T).
Espanya: avanç de l'IPC (gener).
Zona de l'euro: PIB de la zona de l'euro (4T).

S'acaba un any positiu i treu el cap un 2019 amb bones perspectives

2018: s'han complert els pronòstics. A mesura que l'any s'aproxima al final, ja disposem de tots els ingredients per fer un balanç de com ha transcorregut. I la veritat és que l'any que acomiadem ha estat globalment positiu i el creixement ha acabat mostrant un dinamisme notable. Mirant enrere, al final del 2017, prevèiem que, el 2018, el creixement mundial se situaria en el 3,8%, i, al final, sembla que l'economia mundial creixerà el 3,7%. A les economies avançades, el creixement es podria situar, el 2018, fins i tot lleugerament per damunt del que anticipàvem fa un any. Aquestes bones dades del bloc avançat s'expliquen, en gran part, perquè el creixement nord-americà ha sorprès a l'alça, gràcies al notable impuls fiscal dut a terme per l'Administració Trump. De cara al 2019, serà complicat que aquest ritme tan alt de creixement als EUA es pugui sostenir, ja que l'estímul fiscal s'anirà esvaint de forma gradual. Les economies emergents sí que han deixat alguns pèls a la gatera: el seu creixement se situarà, el 2018, molt probablement al voltant del 4,7%, en lloc del 4,9% que projectàvem fa un any. Així, la major incertesa causada per les tensions comercials entre els EUA i la Xina i les vulnerabilitats macrofinanceres que han mostrat alguns emergents (en especial, l'Argentina i Turquia) en un context de normalització de la política monetària als EUA s'han cobrat un petit peatge, però els ritmes de creixement són encara molt notables. Els mercats financers, per la seva banda, han notat els efectes d'aquest entorn més exigent i s'han abonat a una major volatilitat, que, en moments puntuals, ha anat acompanyada de correccions importants (en especial, a les borses europees i emergents, si mirem l'evolució de tot l'any).

2019: bones perspectives, però amb riscos a la baixa. El 2019 es mantenen unes bones perspectives per a l'economia global, amb un creixement previst del 3,6%. Dit això, com que els riscos a la baixa continuen sent prou importants, caldrà estar alerta. Al vessant macrofinancer, els bancs centrals s'enfronten al repte que la normalització monetària no afecti de forma disruptiva les condicions macrofinanceres. Al vessant geopolític, els riscos proteccionistes continuaran sent rellevants, malgrat l'expectativa d'una certa desinflamació després de la cimera del G-20 del començament de desembre. I, pel que fa a la zona de l'euro, no oblidem que dos sospitosos habituals, el *brexit* i Itàlia, faran parlar molt.

La zona de l'euro confirma un patró de creixement més moderat. El 2018, la zona de l'euro ha aconseguit, 10 anys després de l'inici de la Gran Recessió, tancar la bretxa de producció i retornar la taxa d'atur a nivells propers als del final del 2006. Paral·lelament, el creixement s'ha desaccelerat, en bona part per un menor dinamisme de les exportacions, que han patit els efectes de la desacceleració del comerç global. En canvi, la demanda domèstica continua sòlida i recolzada en el mercat laboral i en unes condicions financeres acomodatícies. Així, encara el 2019 amb la perspectiva de mantenir-se com a principal motor del creixement, i és que, malgrat el final de les compres netes, el BCE continuarà afavorint unes condicions financeres acomodatícies. No en va, continuem esperant que iniciï l'augment gradual del tipus d'interès de referència al final de l'any vinent.

Espanya continua creixent a bon ritme. Tenint en compte l'esvaïment de vents de cua tan significatius com el baix preu del petroli o la depreciació de l'euro, una lleugera desacceleració de l'economia espanyola després de tres anys excepcionals era ineludible. De fet, en les nostres previsions d'un any enrere, ja anticipàvem que l'economia espanyola anotaria un alentiment suau al llarg del 2018 i que transitaria cap a nivells de creixement més sostenibles. No obstant això, també cal apuntar que el dinamisme econòmic es manté, com ho testifica la bona dada del PIB del 3T, que va avançar el 0,6% intertrimestral, esperonat pel vigor de la demanda interna i, molt especialment, del consum privat. En canvi, les exportacions continuen exhibint una evolució més feble del que s'esperava, un fenomen que també observem a diversos països desenvolupats. Les perspectives continuen sent positives, i, a l'haver, destaca el manteniment del bon ritme de recuperació del mercat laboral: en els 12 últims mesos, s'han creat 562.544 nous llocs de treball. Al deure, continuem tenint un nivell de deute públic i extern encara elevat, que fa que l'economia espanyola sigui vulnerable a potencials canvis en el sentiment inversor global.

Portugal: es modera el creixement, però les perspectives favorables es mantenen. El 3T va presentar un creixement sensiblement inferior al del passat (el 0,3% intertrimestral, enfront del 0,6% del 2T), un registre que s'explica per una ensopegada temporal del consum privat i per un menor dinamisme del sector exterior. Malgrat que l'economia lusitana pateix els efectes de la desacceleració de la zona de l'euro, esperem que agafi impuls de nou en el 4T i que, el 2019, continuï creixent a nivells propers al 2%. I és que tenim motius fundats per conservar l'optimisme: els indicadors de sentiment continuen mostrant una evolució positiva, el mercat laboral gaudeix de bona salut (creixement interanual del 2,1% en la creació d'ocupació en el 3T i estabilització de la taxa d'atur al voltant del 6,7%) i la inversió continua avançant de forma notable.

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	–0,23	0,12	0,62
Euríbor 12 mesos	3,40	1,51	–0,08	–0,19	–0,13	0,27	0,79
Alemanya							
Deute públic 2 anys	3,41	0,85	–0,76	–0,69	–0,52	0,08	0,73
Deute públic 10 anys	4,30	2,21	0,29	0,35	0,48	1,26	1,96
Espanya							
Deute públic 3 anys	3,62	2,59	–0,13	–0,04	0,16	0,84	1,43
Deute públic 5 anys	3,91	3,16	0,30	0,31	0,62	1,29	1,86
Deute públic 10 anys	4,42	4,13	1,43	1,46	1,68	2,26	2,76
Prima de risc	11	192	114	110	120	100	80
Portugal							
Deute públic 3 anys	3,68	4,85	0,76	–0,05	0,13	0,98	1,73
Deute públic 5 anys	3,96	5,42	2,05	0,46	0,77	1,56	2,24
Deute públic 10 anys	4,49	5,90	3,75	1,84	1,93	2,56	3,11
Prima de risc	19	369	346	149	145	130	115
TIPUS DE CANVI							
EUR/USD (dòlars per euro)	1,13	1,33	1,05	1,18	1,15	1,23	1,24
EUR/JPY (iens per euro)	129,50	127,13	122,41	133,70	127,65	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	0,77	0,71	0,69
PETROLI							
Brent ($/barril)	42,32	90,70	54,92	64,09	76,00	69,00	66,00
Brent (euros/barril)	36,35	67,78	52,10	54,17	66,09	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*	*2,0*	*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	1,9	1,8	1,7
Alemanya	1,6	1,0	2,2	2,5	1,6	1,9	1,8
França	2,0	0,6	1,1	2,3	1,7	1,9	1,6
Itàlia	1,5	–1,0	1,3	1,6	1,0	0,9	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	0,9	1,0	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	–3,3	1,1	1,3	2,1	2,0
Mèxic	2,4	2,0	2,9	2,1	2,0	2,3	2,3
Xile	5,0	3,4	1,3	1,5	3,8	3,2	3,0
Rússia	7,2	1,2	–0,2	1,5	1,6	1,9	2,0
Turquia	5,4	5,0	3,2	7,3	3,8	0,8	3,2
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	4,2	3,9	2,8	3,2	3,7	3,7	3,4
Països desenvolupats	*2,1*	*1,6*	*0,8*	*1,7*	*2,0*	*1,9*	*1,8*
Estats Units	2,8	1,7	1,3	2,1	2,5	2,1	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	1,3	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	1,0	1,1	1,2
Regne Unit	1,9	2,6	0,7	2,7	2,5	2,3	2,0
Països emergents	*6,8*	*6,0*	*4,2*	*4,3*	*4,9*	*5,0*	*4,4*
Xina	1,7	2,7	2,0	1,6	2,1	2,4	2,4
Índia	4,5	9,0	4,9	3,3	4,0	3,5	4,6
Indonèsia	8,4	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	4,8	4,1	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	4,4	4,0
Turquia	27,2	8,1	7,8	11,1	15,8	18,7	12,0
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	2,0	2,0
Consum de les AP	5,0	0,8	1,0	1,9	2,1	1,1	1,0
Formació bruta de capital fix	6,0	–4,1	2,9	4,8	6,1	3,7	2,8
Béns d'equipament	5,3	–0,3	5,3	6,0	8,1	5,2	2,8
Construcció	6,2	–7,0	1,1	4,6	6,0	3,1	2,8
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,6	–1,6	2,4	2,9	3,1	2,2	1,9
Exportació de béns i serveis	4,8	2,4	5,2	5,2	1,6	2,9	4,0
Importació de béns i serveis	7,1	–1,5	2,9	5,6	3,6	3,1	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	3,1	2,8	2,5	2,1	1,9
Taxa d'atur (% pobl. activa)	10,5	21,0	19,6	17,2	15,3	13,6	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	0,3	–0,6	0,2	0,9	2,1	2,5
Saldo op. corrents (acum., % PIB)	–6,0	–2,1	2,3	1,8	0,8	0,6	0,6
Cap. o nec. financ. resta món (acum., % PIB)	–5,3	–1,7	2,5	2,1	1,0	0,8	0,8
Saldo públic (acum., % PIB) [1]	0,4	–7,3	–4,3	–3,1	–2,7	–2,0	–1,4

Nota: *1. 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	2,3	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	2,4	0,9	0,5
Taxa d'atur (% pobl. activa)	6,1	12,3	11,1	8,9	7,0	6,5	6,2
Índex de preus de consum	3,0	1,3	0,6	1,6	1,3	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) [1]	–4,4	–6,8	–2,0	–3,0	–0,7	–0,6	–0,5

Nota: *1. Acumulat de quatre trimestres.*

Previsions

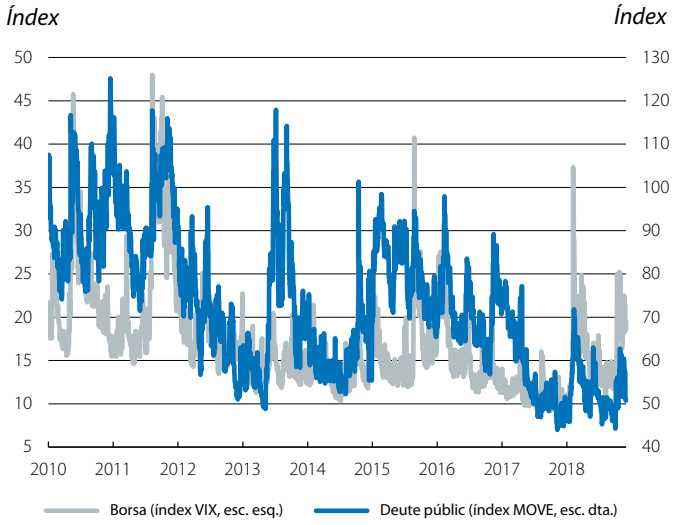
La inestabilitat perdura al novembre

Els mercats financers s'abonen a la volatilitat en el tram final de l'any. Després d'un mes d'octubre marcat per les pèrdues a les borses internacionals, sobretot als EUA, al novembre, els mercats van mantenir una dinàmica erràtica. Les tensions comercials entre els EUA i la Xina i les tensions polítiques a Europa (concentrades a Itàlia i en les negociacions sobre el *brexit*) continuen marcant l'evolució de la majoria dels actius financers. A més a més, a això s'ha d'afegir el temor, entre els inversors, que el 2019 l'economia mundial es desacceleri més de l'esperat (la qual cosa ha penalitzat, en especial, el preu del petroli). Atesa aquesta inquietud als mercats financers, tant la Fed com el Banc Central Europeu mantenen una visió positiva de l'escenari macroeconòmic per a les respectives regions i mantenen les estratègies de normalització de la política monetària.

Les principals borses internacionals no aconsegueixen defugir el to negatiu de l'octubre. Les tensions comercials entre la Xina i els EUA, amb el temor que erosionin el creixement de la demanda global, van provocar descensos a les principals borses internacionals. A més a més, a Europa, els índexs també es van veure llastats per unes dades de creixement econòmic una mica decebedores, en especial a Alemanya, i per les tensions entre Itàlia i la Comissió Europea arran de la política fiscal italiana. No obstant això, en el tram final del mes, els parquets dels EUA i d'Europa van recuperar una part del terreny perdut les setmanes anteriors (alguns, fins i tot, van aconseguir tancar el mes en positiu), empesos per l'esperança, entre els inversors, que les tensions comercials entre la Xina i els EUA, d'una banda, i a Itàlia, de l'altra, es podrien moderar. Per la seva banda, a les economies emergents, l'índex MSCI per al conjunt de la regió va tenir un comportament molt volàtil i va aconseguir tancar el mes en positiu, tot i que el funcionament va ser dispar entre continents (els índexs asiàtics van avançar, mentre que els llatinoamericans, liderats per Mèxic, van registrar pèrdues).

L'euro es manté feble en el canvi amb el dòlar. Les tensions polítiques al voltant d'Itàlia i la decepció dels indicadors d'activitat de la zona de l'euro també van incidir en el mercat de divises, on l'euro es va depreciar i es va apropar als 1,12 dòlars, el mínim des de l'inici de l'any. D'altra banda, els diferents moviments en les negociacions del *brexit* van comportar una depreciació de la lliura britànica enfront de la majoria de les divises internacionals. Així, malgrat que la Comissió i el Regne Unit van assolir un acord de sortida que minimitza les disrupcions, les cotitzacions financeres es van veure més afectades pel temor que l'acord no sigui aprovat pel Parlament del Regne Unit i generi un *impasse* d'incertesa. Per la seva banda, a les economies emergents, les divises llatinoamericanes, liderades pel peso argentí i pel real brasiler, es van depreciar, mentre que la majoria de les divises asiàtiques van guanyar terreny al dòlar.

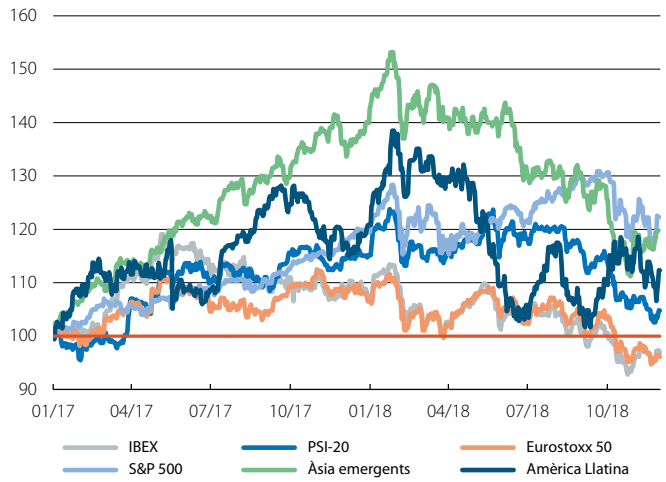
Volatilitat implícita als mercats financers



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

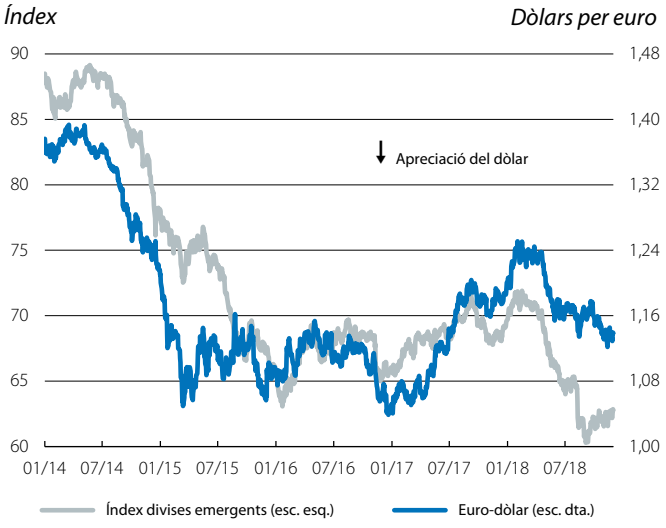
Principals borses internacionals

Índex (100 = gener 2017)



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

Divises internacionals enfront del dòlar



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

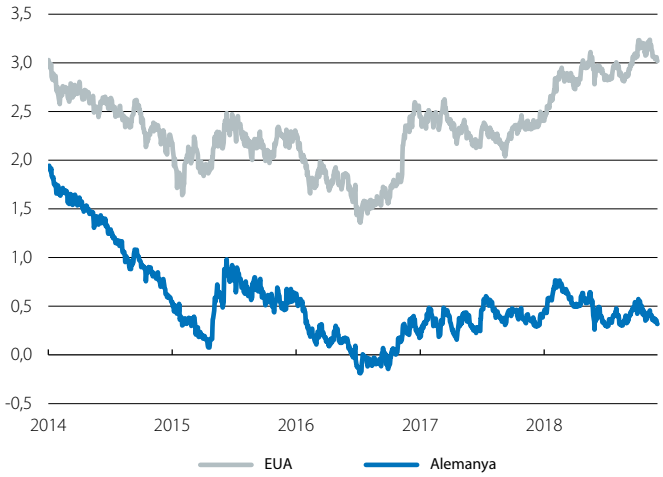
Els principals bancs centrals mantenen el full de ruta. Als EUA, en la reunió del 8 de novembre, la Fed va mantenir els tipus d'interès inalterats en l'interval 2,00%-2,25%. Així mateix, el comunicat de premsa posterior a la reunió va reiterar una visió positiva sobre el creixement de l'activitat econòmica i va destacar que la solidesa del mercat laboral, juntament amb una inflació al voltant de l'objectiu del 2%, reforça l'estratègia d'augments graduals dels tipus d'interès. Per la seva banda, el BCE va publicar les actes de l'última reunió (celebrada el 25 d'octubre), on els membres del Consell de Govern van reiterar la visió positiva de l'escenari macroeconòmic, tot i que alguns d'ells es van mostrar inquietats pel fet que els riscos sobre el creixement econòmic procedents de l'entorn extern s'hagin orientat a la baixa. Així i tot, els membres del Consell de Govern, basant-se en la fortalesa de la demanda interna, van insistir en la intenció de començar a reorientar de forma gradual la política monetària amb la finalització de les compres netes d'actius al desembre.

Els tipus d'interès dels actius refugi disminueixen. Les turbulències a les borses internacionals i la incertesa al voltant de la política fiscal italiana van provocar un augment de la demanda dels bons considerats més segurs. Així, el tipus sobre el bo sobirà nord-americà a 10 anys es va contreure més de 20 p. b. i es va arribar a situar per sota del 3%, mentre que el *bund* alemany va reduir en 15 p. b. la rendibilitat i va tancar el mes per sota del 0,33%. Per la seva banda, les primes de risc de la perifèria de la zona de l'euro es van mantenir en els nivells més alts dels últims mesos. Així, la prima de risc italiana va arribar a superar els 325 punts, un nivell no vist des del 2013, mentre que les primes espanyola i portuguesa van fluctuar una mica per damunt dels 120 i dels 150 punts, respectivament. Al final del mes, però, la prima italiana va tornar a fluctuar prop dels 290 punts, afavorida per les notícies que suggerien la possibilitat que el Govern italià moderés l'objectiu de dèficit fiscal per al 2019.

El petroli es desploma al novembre. Després del fort repunt de l'estiu, quan el preu del barril de Brent va arribar a superar els 85 dòlars, al novembre, ha arribat a baixar per sota dels 60 (nivell mínim de l'any). Aquest descens va ser degut a una major producció de cru per part dels EUA i del conjunt de membres de l'OPEP, que fins avui havien retallat l'oferta per damunt del que s'havia acordat en les últimes reunions. Així mateix, els EUA van anunciar exempcions sobre les sancions a les exportacions de l'Iran, de manera que faciliten que vuit països (entre ells la Xina, l'Índia i el Japó) continuïn important cru iranià de forma temporal. Finalment, l'expectativa d'una moderació del creixement de la demanda global de petroli en els propers trimestres també va contribuir a empènyer el preu del barril de Brent a la baixa (per a més detalls, vegeu el Focus «Petroli: reflexions i perspectives per al 2019», en aquest mateix *Informe Mensual*). Amb tots aquests elements, el proper 6 de desembre, l'OPEP celebrarà una reunió en què decidirà si amplia les retallades de producció de cara al 2019.

Rendibilitat del deute públic a 10 anys

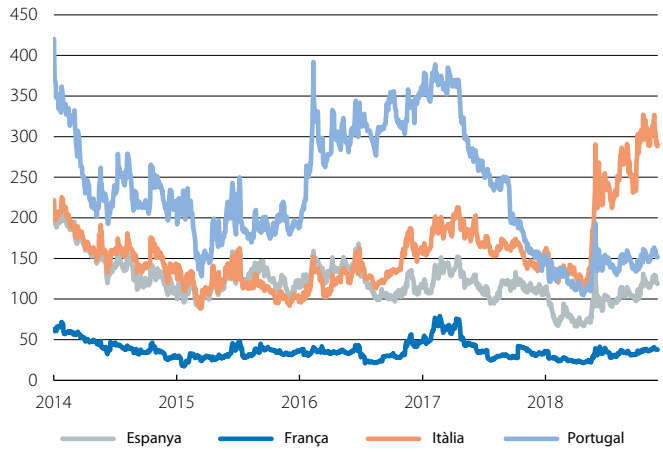
(%)



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

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

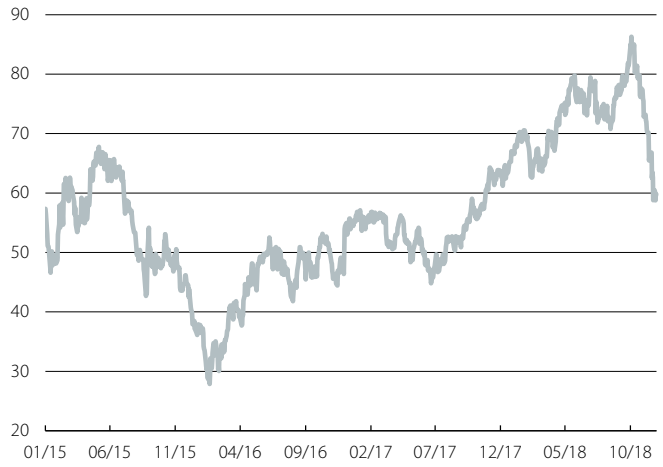
(p. b.)



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

Preu del petroli Brent

Dòlars per barril



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

Petroli: reflexions i perspectives per al 2019

El 2018 ha estat un any convuls per al mercat de petroli. Al començament de l'any, el cru cotitzava al voltant dels 65 dòlars i les principals agències preveien que els preus rondarien aquest nivell en finalitzar l'any. Però, en tancar el 3T, el preu del barril de Brent es va situar per damunt dels 85 dòlars (un repunt acumulat de gairebé el 30%) i els analistes van revisar les previsions a l'alça. A tall d'exemple, al començament de l'any, l'Administració d'Informació Energètica dels EUA (EIA, per les sigles en anglès) estimava que el preu del barril de Brent se situaria en 60 i en 61 dòlars el 2018 i el 2019, respectivament. A l'octubre, la predicció per al 2018 i el 2019 havia augmentat fins als 74 i els 75 dòlars per barril, respectivament. No obstant això, en les últimes setmanes, el preu s'ha desplomat 20 dòlars des dels màxims de l'octubre. En aquest context, és molt útil fer un exercici de reflexió que ens ajudi a aclarir els factors clau que han determinat aquests canvis tan bruscos. Això ens ajudarà a afinar les perspectives per al 2019.

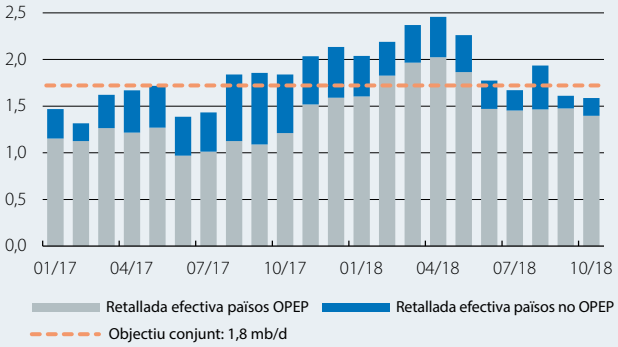
Pressions d'oferta

En primer lloc, al llarg de l'any, el conjunt de l'OPEP i els seus socis han retallat la producció de petroli més del que s'havia acordat inicialment (vegeu el primer gràfic).[1] Una raó fonamental d'aquest sobrecompliment és que Veneçuela, el país amb la major reserva provada de cru, pateix una forta recessió econòmica que força una reducció de la producció de petroli,[2] la qual ha passat dels més de dos milions de barrils diaris al començament del 2016 a poc més de la meitat al final del 2018. Un exercici senzill posa de rellevància la caiguda de producció petroliera veneçolana: mentre que, en la mitjana dels últims anys, l'OPEP ha retallat la producció el 20% més del que s'havia acordat,[3] el grau de compliment del conjunt de l'OPEP hauria estat del 98% si Veneçuela hagués produït en funció dels nivells acordats. Però Veneçuela no és l'únic país amb problemes de producció. Les exportacions de cru de l'Iran, el tercer major productor de l'OPEP, s'han vist penalitzades per les sancions imposades pels EUA, les quals van ser implementades el 5 de novembre, però van afectar amb antelació tant la producció com l'exportació de cru. En concret, des de l'anunci de les sancions al maig, i fins al novembre, la producció de cru iranià s'ha reduït el 10% i les exportacions han caigut el 35%. No obstant això, uns pocs dies abans de l'entrada en vigor de les sancions, els EUA van

1. Per a més detalls sobre l'acord de producció, vegeu el Focus «Acord de productors de petroli: el retorn del càrtel», a l'IM01/2017.
2. Segons les últimes previsions del Fons Monetari Internacional, el PIB real de Veneçuela ha patit una caiguda acumulada al voltant del 30% en els dos últims anys.
3. Això s'ha compensat, parcialment, amb una retallada el 24% inferior entre els països no OPEP. Així, en conjunt, des del gener del 2017, tots els països de l'acord han retallat la producció el 6% més del que s'havia acordat.

Acord de retallades de la producció de cru: grau de compliment *

Milions de barrils diaris (mb/d)



Nota: ** L'objectiu de les retallades de l'OPEP se situa en 1,2 mb/d, mentre que l'objectiu de les retallades dels socis no pertanyents al càrtel és de 0,6 mb/d.*
Font: *CaixaBank, a partir de dades de Bloomberg.*

anunciar l'exempció temporal de sancions a vuit països, entre els quals destaquen la Xina i l'Índia, els dos majors importadors de cru iranià (junts representen gairebé el 70% de les importacions). Això va relaxar la tensió en l'oferta de petroli i va contribuir a la moderació recent dels preus entre l'octubre i el novembre.

Davant els ajustos de producció de l'Iran i de Veneçuela, ens hem de preguntar qui pot compensar-ne la producció. Per respondre aquesta qüestió, ens centrem en els països pertanyents a l'OPEP que produeixen per sota de la seva capacitat. Un dels indicadors que ens ajuda a entendre fins a quin punt està ajustat el mercat de petroli és l'excés de capacitat, que l'EIA defineix com el volum de producció que pot ser dut al mercat en menys de 30 dies i que es pot sostenir durant, com a mínim, 90 dies. Per exemple, si l'excés de capacitat és nul, els productors operen a la màxima capacitat i no tenen marge de maniobra per augmentar la producció a curt termini. Per tant, uns nivells més baixos d'excés de capacitat indiquen una major tensió en l'oferta de petroli. Si desglossem aquests valors per països, observem que l'Aràbia Saudita no solament és el major productor de petroli del càrtel, sinó que també és el que més capacitat ociosa ha tingut en els últims anys. Actualment, compta amb gairebé el 50% de l'excés de capacitat de l'OPEP i, en aquest sentit, és l'únic productor amb un marge de maniobra prou gran per poder compensar les pèrdues de l'Iran i de Veneçuela (vegeu el segon gràfic).[4] Efectivament, l'augment de la producció petroliera saudita observat en els últims mesos suggereix que compensa aquestes pèrdues. Malgrat tot, això compor-

4. A causa de les sancions a les exportacions de cru iranià, excloem l'Iran de l'agregat de la resta de països OPEP, ja que assumim que la seva capacitat ociosa de producció difícilment pot oferir un factor de suport al mercat mundial de cru.

ta un menor excés de capacitat, que, com es veu al segon gràfic, ara ja es troba en cotes relativament baixes.

Un altre país que podria compensar les pèrdues de l'Iran i de Veneçuela són els EUA. No obstant això, els colls d'ampolla en la producció de petroli *shale* n'alenteixen el creixement. Aquests problemes es manifesten en dos vessants. D'una banda, hi ha un problema logístic a curt i a mitjà termini, a causa de l'escassetat d'oleoductes (la xarxa de canonades a través de la qual es transporta el petroli a grans distàncies). S'estan construint nous oleoductes, però, possiblement, no estiguin operatius fins al final del 2019 i és probable que fins llavors la producció de *shale* no pugui repuntar amb tot el seu potencial. De l'altra, hi ha altres problemes a més llarg termini, com l'alta rotació de personal al sector, el baix nivell d'atur i l'ús intensiu d'aigua i de sorra per a l'extracció del petroli d'esquist. Mentre que la taxa d'atur als EUA va ser del 3,8% en el tercer trimestre de l'any, per al sector petrolier va ser del 2,3%, la qual cosa dificulta la contractació i encareix la mà d'obra. A més a més, per aconseguir extreure més petroli dels pous, les empreses utilitzen més del doble d'aigua i de terra de la que utilitzaven el 2014 i generen problemes logístics i mediambientals.

En conjunt, el menor excés de capacitat, la reducció dels inventaris[5] i els colls d'ampolla als EUA indiquen que l'oferta de petroli és ara més vulnerable que al començament de l'any a altres disrupcions inesperades i afegeixen incertesa i volatilitat al mercat de cru. Això s'ha vist reflectit en les grans variacions del preu del Brent durant tot el 2018. Per exemple, el preu va augmentar dels 62 als 79 dòlars entre el febrer i el maig, dels 70 als 86 dòlars entre l'agost i l'octubre, i va caure, de sobte, dels 86 al 65 dòlars entre l'octubre i el novembre.

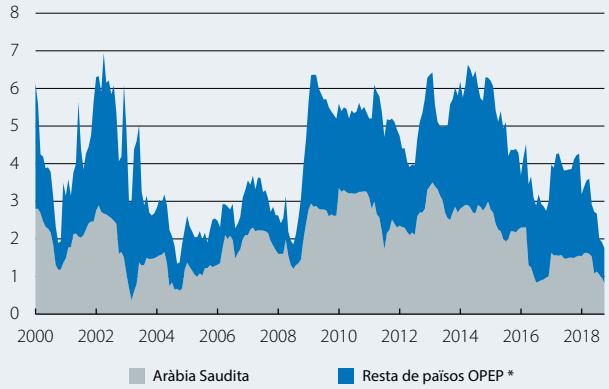
Factors de demanda

Pel costat de la demanda, el 2017 i al començament del 2018, un creixement econòmic mundial superior a l'esperat i liderat, principalment, per les economies emergents va donar suport a la demanda de cru i va contribuir a l'augment del preu del petroli.[6] No obstant això, en els últims mesos, el consens d'analistes ha revisat a la baixa les expectatives de creixement econòmic fins al final d'enguany i per a l'any vinent. En aquest sentit, des del maig, l'EIA revisa a la baixa les previsions sobre el consum global de petroli (vegeu el tercer gràfic). A més a més, cap a la meitat de novembre, l'OPEP també va revisar a la baixa les perspectives de consum global de cru tant per al 2018 com per al 2019, un altre dels factors que expliquen la caiguda del preu de petroli entre l'octubre i el novembre.

5. Vegeu el Focus «Quins factors expliquen l'encariment del petroli?», a l'IM07/2018.
6. La Xina ha estat responsable del 40% del creixement de la demanda de petroli en l'últim any.

Capacitat de producció de cru no utilitzada

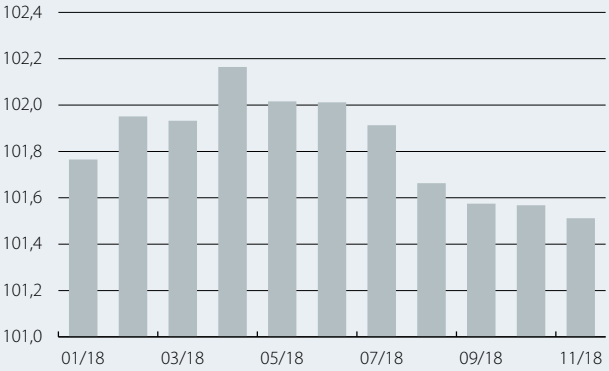
Milions de barrils diaris



Nota: ** Inclou tots els països pertanyents al càrtel, llevat de l'Iran i de l'Aràbia Saudita.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Expectatives de consum de petroli per al 2019 *

Milions de barrils diaris



Nota: ** Les dades reflecteixen com han variat les expectatives de consum de petroli per al 2019 al llarg de l'any.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'EIA.*

Perspectives futures

Amb tots aquests elements, és probable que la volatilitat continuï condicionant l'evolució del petroli en els propers mesos. D'una banda, els riscos geopolítics i qualsevol disrupció addicional en la producció podrien tensionar encara més un mercat ja prou convuls. En aquest context, el 6 i el 7 de desembre es reuneixen a Viena l'OPEP i els seus socis per decidir si imposen noves retallades de producció. Un acord que perllongui les retallades al llarg del 2019 reduiria la incertesa sobre l'evolució de l'oferta de cru. No obstant això, a mitjà termini, la desacceleració de l'economia mundial i un repunt en la producció de *shale* probablement exerciran una pressió sobre el preu a la baixa.

Tipus d'interès (%)

	30-nov	31-oct	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	1,3	1,3
Euríbor 12 mesos	–0,15	–0,15	0	3,6	3,8
Deute públic a 1 any (Alemanya)	–0,63	–0,66	3	0,8	8,7
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	–0,60	–0,62	2	2,7	8,4
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	0,31	0,39	–8	–11,7	–5,7
Deute públic a 10 anys (Espanya)	1,50	1,55	–5	–6,7	5,4
Deute públic a 10 anys (Portugal)	1,83	1,87	–4	–11,3	–4,2
EUA					
Fed funds (límit superior)	2,25	2,25	0	75,0	100,0
Líbor 3 mesos	2,74	2,56	18	104,6	125,3
Líbor 12 mesos	3,12	3,08	4	101,3	116,8
Deute públic a 1 any	2,68	2,65	3	94,8	107,3
Deute públic a 2 anys	2,79	2,87	–8	90,7	100,8
Deute públic a 10 anys	2,99	3,14	–15	58,5	58,0

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

	30-nov	31-oct	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2018 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	81	74	7	35,8	32,2
Itraxx Financer Sènior	104	92	12	60,5	57,3
Itraxx Financer Subordinat	211	187	24	106,2	100,0

Tipus de canvi

	30-nov	31-oct	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2018 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,132	1,131	0,0	–5,7	–4,9
EUR/JPY (iens per euro)	128,440	127,760	0,5	–5,1	–4,1
EUR/GBP (lliures per euro)	0,887	0,886	0,1	–0,1	0,8
USD/JPY (iens per dòlar)	113,570	112,940	0,6	0,8	0,9

Primeres matèries

	30-nov	31-oct	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2018 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	416,2	416,1	0,0	–3,7	–3,1
Brent ($/barril)	58,7	75,5	–22,2	–12,2	–7,6
Or ($/unça)	1.222,5	1.214,8	0,6	–6,2	–4,1

Renda variable

	30-nov	31-oct	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2018 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	2.760,2	2.711,7	1,8	3,2	4,3
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	3.173,1	3.197,5	–0,8	–9,4	–11,1
Ibex 35 (Espanya)	9.077,2	8.893,5	2,1	–9,6	–11,1
PSI 20 (Portugal)	4.914,1	5.030,7	–2,3	–8,8	–8,4
Nikkei 225 (Japó)	22.351,1	22.201,8	0,7	–1,8	–1,6
MSCI emergents	994,7	955,9	4,1	–14,1	–11,2

Es tanca un any positiu, però els riscos a la baixa no remeten

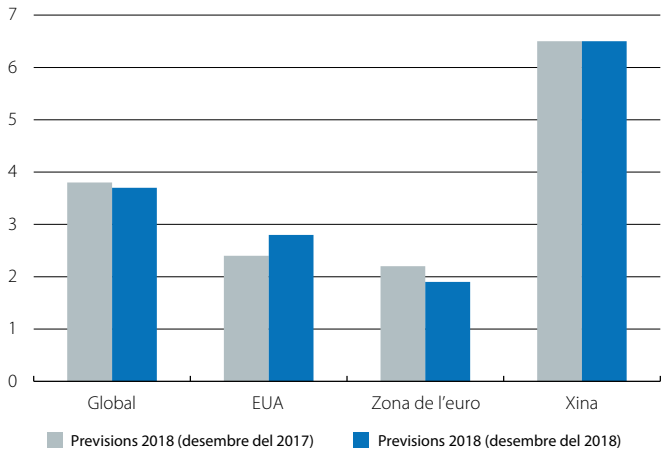
2018: no estem tan malament. Les dades macroeconòmiques agregades dibuixen un 2018 globalment positiu, d'acord amb les previsions realitzades al final de l'any passat, i tot fa pensar que el creixement global s'haurà situat al voltant del 3,7% en el conjunt de l'any (només 1 dècima per sota del que esperàvem al desembre del 2017). Així, malgrat que han augmentat els focus de risc, la salut macroeconòmica global ha mostrat, ara com ara, una resiliència remarcable. Les perspectives per al 2019 també s'han mantingut gairebé inalterades: ara esperem un creixement del 3,6%, només 1 dècima per sota de la previsió de fa un any. Per països, però, sí que s'han produït algunes sorpreses destacables, algunes de positives i altres de negatives. Començant per les positives, l'evolució de l'economia nord-americana ha estat millor del que s'esperava, amb un creixement que, probablement, acabi sent 0,4 p. p. superior al pronosticat fa un any. De tota manera, és important destacar que això és degut, en gran part, a l'impuls fiscal dut a terme per l'Administració Trump, no a factors estructurals. En canvi, la zona de l'euro ha estat la principal sorpresa negativa, ja que, amb tota probabilitat, el creixement del 2018 serà inferior a l'esperat fa un any. No obstant això, no parlem de cap desastre: la gran sorpresa negativa s'ha produït en el creixement del 3T (s'ha quedat en el 0,2% intertrimestral), però això ha estat, principalment, per factors temporals, i les perspectives per al 2019 continuen sent positives i raonablement semblants a les que estimàvem fa un any.

Els riscos proteccionistes continuen sent significatius. Les eleccions legislatives dels EUA (*midterms*) no han comportat un càstig contundent a Trump (la pèrdua de la Cambra de Representants és un toc d'atenció, però el Partit Republicà ha conservat la majoria al Senat), de manera que no s'espera que aquest procés electoral empenyi l'Administració nord-americana a canviar de forma substancial les posicions en política comercial. En aquesta línia, és probable que les tensions comercials entre els EUA i la Xina es mantinguin en cotes elevades en els propers mesos. No obstant això, s'ha obert una finestra d'oportunitat que podria conduir a una certa desinflamació: les converses de representants comercials d'alt nivell de la Xina i dels EUA en el mes de novembre han estat un pas positiu i guanya espai la possibilitat que, en el cimera del G-20 de Buenos Aires al començament de desembre, es produeixi una treva comercial després de la trobada entre Trump i Xi Jinping.

Es desencalla el preacord pel *brexit*, però la seva aprovació no està clara. En concret, Londres i Brussel·les han arribat a un preacord per a la sortida del Regne Unit de la UE. El preacord permet allargar el període de transició més enllà del 2020 i estableix la permanència del Regne Unit en una unió duanera amb la UE si no s'arriba a un acord sobre la futura relació econòmica de les dues parts durant el període de transició. Aquest últim és un element certament positiu, ja que implica que, si no

Creixement del PIB el 2018: previsions actuals enfront de les anteriors

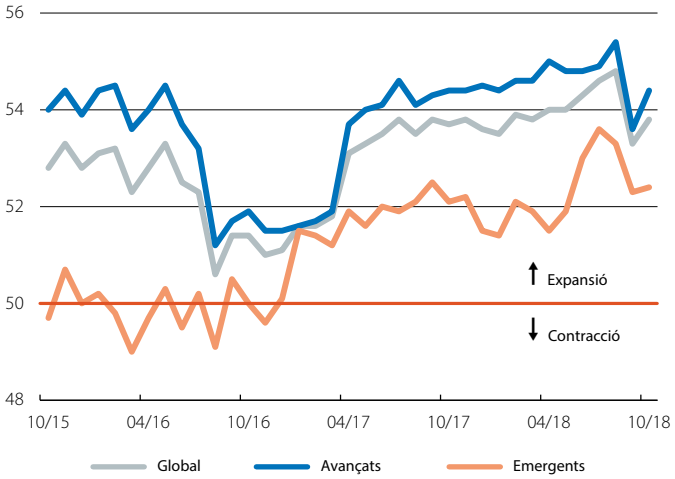
(%)



Font: *CaixaBank Research.*

Indicadors d'activitat: PMI compost

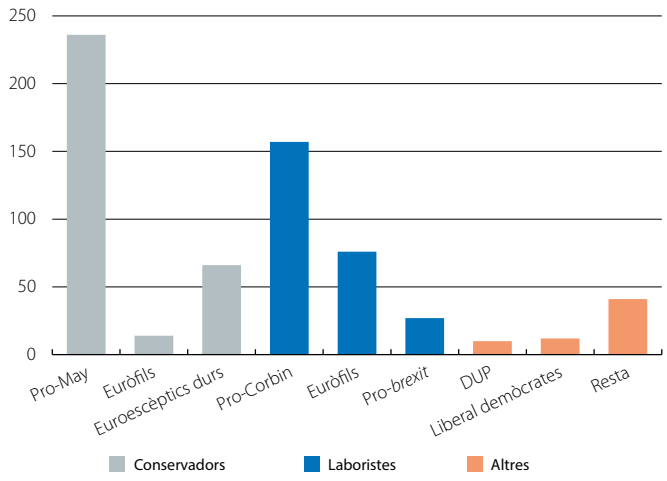
Nivell



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

Brexit: *els blocs al Parlament britànic*

Nombre de diputats amb vot



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

s'arriba a un acord durant aquest període, la inestabilitat quedaria atenuada per la permanència del Regne Unit en una unió duanera amb la UE. Ara els parlaments hauran d'aprovar el preacord, la qual cosa sembla complicada en el cas del Regne Unit, a causa de la fèrria oposició de l'ala euroescèptica del Partit Conservador i de la decisió del líder laborista d'oposar-se a l'acord. El desenllaç es coneixerà el proper 11 de desembre, que és quan està prevista aquesta important votació, que es preveu molt ajustada, a Westminster.

ZONA DE L'EURO

A la zona de l'euro, els indicadors més recents suggereixen un ritme de creixement moderat al començament del 4T. En concret, l'índex PMI compost per al conjunt de la zona de l'euro, que mesura el sentiment empresarial, va disminuir fins als 52,4 punts al novembre, 5 dècimes per sota de la dada de l'octubre i el registre més baix des del desembre del 2014. Això, sumat a un PIB una mica decebedor en el 3T (el 0,2% intertrimestral), ens ha dut a reduir lleugerament les previsions per al 2018 (l'1,9%) i el 2019 (l'1,8%). Aquest entorn amb ritmes de creixement més moderats, però en cotes saludables, també es va reflectir en les noves previsions de creixement de la Comissió Europea. Així, en l'actualització de tardor del seu escenari econòmic, la Comissió va revisar a la baixa (–0,1 p. p.) la previsió per al 2019, fins a l'1,9% (1 dècima per damunt de les nostres previsions), a causa del menor dinamisme previst del sector exterior. No obstant això, l'organisme va assenyalar que el creixement de la zona de l'euro continuarà tenint el suport de les millores del mercat laboral i d'unes condicions financeres acomodatícies. En relació amb Alemanya, la mala dada del PIB en el 3T (el –0,2% intertrimestral) va confirmar els auguris d'una frenada temporal en aquest trimestre, a causa d'una contribució negativa de les exportacions netes i d'una menor producció de cotxes (associada a les noves regulacions sobre emissions que van entrar en vigor l'1 de setembre).

Les tensions entre Itàlia i la Comissió Europea continuen a l'ordre del dia. Després d'analitzar el nou esborrany dels pressupostos per al 2019 del Govern italià, la Comissió va considerar que Itàlia no compleix les normes fiscals de la UE, atès que no redueix la ràtio de deute públic sobre PIB a la velocitat que s'exigeix. I, per aquest motiu, va decidir iniciar el procés perquè el Consell Europeu obri un procediment de dèficit excessiu a Itàlia. Aquest procediment implicaria un seguiment més exhaustiu de les recomanacions de la UE en matèria fiscal i pot comportar la imposició de sancions, que podrien arribar al 0,5% del PIB. No obstant això, es tracta d'un procediment llarg, i és probable que les tensions i els desacords entre les dues parts persisteixin en els propers mesos.

ESTATS UNITS

Els indicadors econòmics als EUA no perden pistonada i continuen apuntant a avanços considerables en l'últim trimestre de l'any, després d'un 3T més robust del que s'esperava. Així, a

Zona de l'euro: previsions del PIB de la Comissió Europea

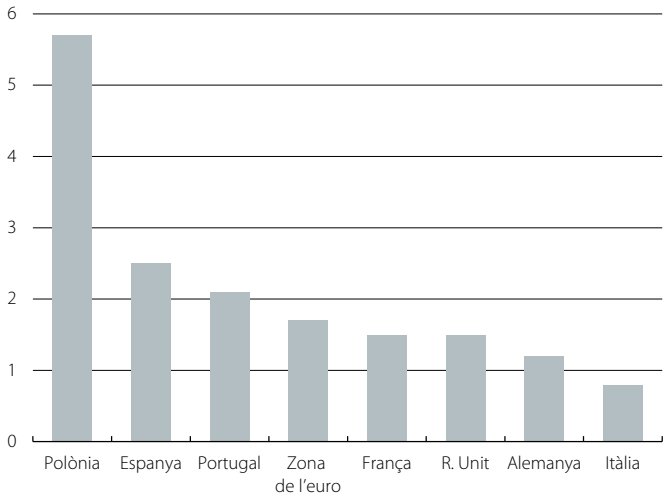
Variació anual (%)

	Previsió		Variació en relació amb previsió estiu del 2018 *	
	2018	2019	2018	2019
Zona de l'euro	2,1	1,9	= 0,0	▼ 0,1
Alemanya	1,7	1,8	▼ 0,2	▼ 0,1
França	1,7	1,6	= 0,0	▼ 0,1
Itàlia	1,1	1,2	▼ 0,2	▲ 0,1
Espanya	2,6	2,2	▼ 0,2	▼ 0,2
Portugal	2,2	1,8	= 0,0	▼ 0,2
Regne Unit	1,3	1,2	= 0,0	= 0,0

Nota: ** Variació en punts percentuals.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea (European Economic Forecast, tardor del 2018).*

Unió Europea: PIB del 3T 2018

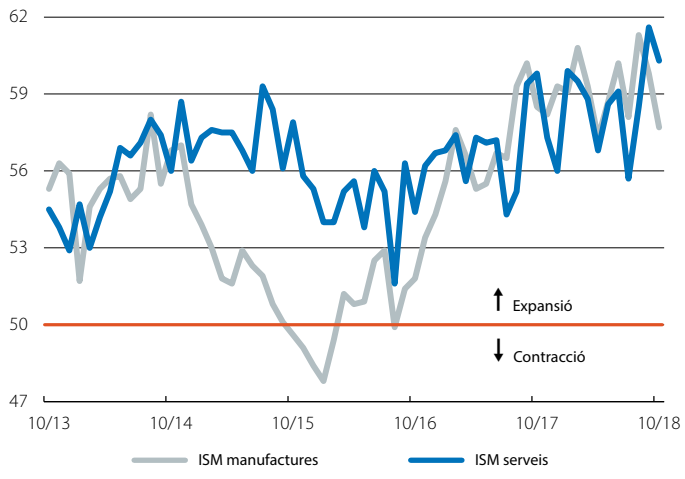
Variació interanual (%)



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

EUA: indicadors d'activitat

Nivell



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

l'octubre, els índexs de sentiment empresarial (ISM) de manufactures van continuar emplaçats en una còmoda zona expansiva (molt per damunt dels 50 punts). En l'àmbit laboral, es van crear 250.000 llocs de treball, una dada molt forta, en especial en una situació de quasi plena ocupació; la taxa d'atur es va mantenir en un reduït 3,7% (el nivell més baix des del 1969) i els salaris van augmentar un sòlid 3,1% interanual. Tot plegat confirma la perspectiva que l'economia nord-americana començarà el 2019 amb dinamisme.

Nous equilibris polítics. En les eleccions legislatives al Congrés, els demòcrates van aconseguir recuperar la majoria a la Cambra de Representants, mentre que els republicans van mantenir el control del Senat, de manera que els contrapesos a l'Administració nord-americana guanyaran força en la segona meitat del mandat del president Trump. Això serà especialment rellevant en l'àmbit de la política interna, ja que es dificulta molt l'aprovació de noves rebaixes d'impostos i s'estableix un major control sobre el president d'aquí al 2020.

JAPÓ

El creixement nipó s'ha pres un respir amb una caiguda temporal del PIB en el 3T (el –0,3% intertrimestral). Malgrat que s'esperava un registre feble a conseqüència de la disrupció de l'activitat econòmica per les inundacions i per l'onada de calor que va patir el país durant una gran part del mes de juliol, l'efecte ha estat pitjor del previst. De cara a l'últim trimestre, i malgrat els efectes sobre la demanda externa que es puguin derivar de les tensions comercials, preveiem que l'economia nipona tornarà a taxes positives de creixement.

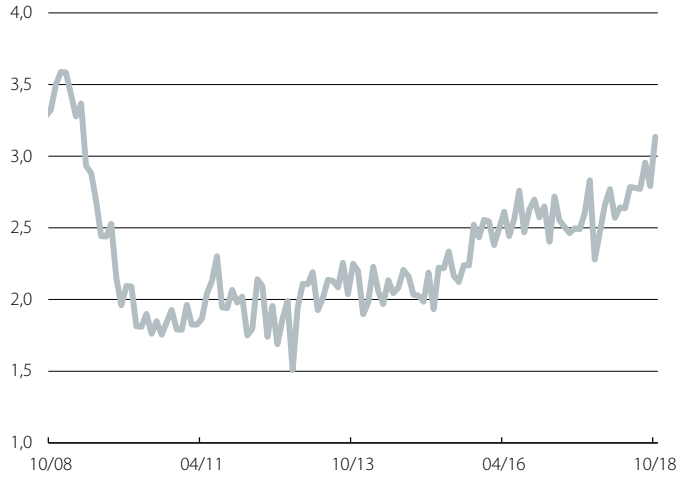
EMERGENTS

El sector exterior de la Xina capeja bé el temporal de les tensions comercials. En concret, les exportacions xineses (en dòlars) van augmentar un significatiu 15,6% interanual a l'octubre, la qual cosa, a més a més, representa una millora lleugera en relació amb la dada del setembre (el 14,4%). D'aquesta manera, el sector exportador xinès es continua mostrant dinàmic, també en les exportacions cap als EUA, que, malgrat els aranzels introduïts per l'Administració nord-americana al llarg del 2018, s'han mostrat resistents. Els indicadors d'activitat, per la seva banda, van continuar confirmant la nostra visió que l'economia xinesa continuarà avançant cap a una desacceleració suau en els propers trimestres.

Brasil i Índia: dos emergents que creixen. El PIB de l'economia brasilera va mostrar un rebot important en el 3T, amb un creixement interanual de l'1,3% (el 0,8% intertrimestral) després de l'1,0% del 2T (el repunt del creixement va ser afavorit pel final d'una important vaga de camioners que havia llastat l'activitat en el trimestre anterior). L'economia índia, per la seva banda, continua avançant amb dinamisme, i, en el 3T, el PIB va registrar un creixement interanual del 7,1%, un ritme notable, tot i que una mica per sota de l'esperat pel consens dels analistes (el 7,5%) i inferior al d'un 2T en què va ser excepcionalment elevat (el 8,2%).

EUA: salaris

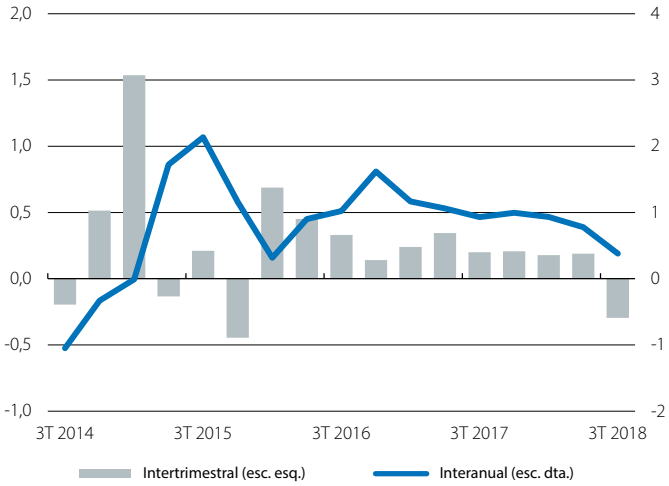
Variació interanual (%)



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

Japó: PIB

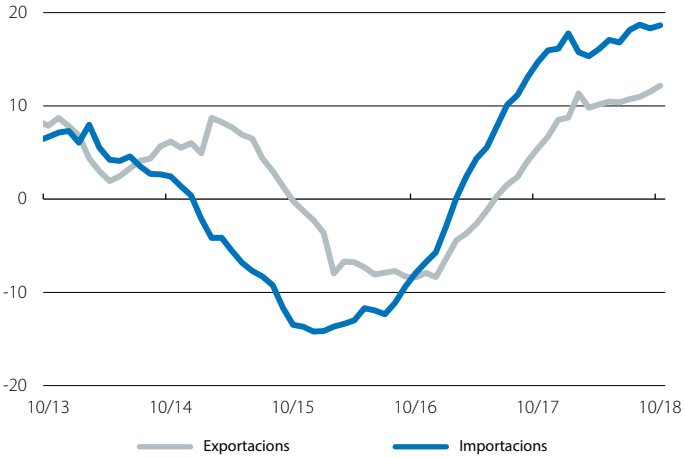
Variació intertrimestral (%) *Variació interanual (%)*



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

*Xina: comerç exterior de béns **

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



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

EUA: què passa amb la desacceleració del sector immobiliari?

El sector immobiliari dels EUA ha començat a mostrar signes d'alentiment en els últims trimestres, i aquest canvi de tendència ha obert el debat sobre si representa un risc important per a l'actual etapa expansiva de l'economia nord-americana, que es troba prop de batre el rècord de creixement més durador dels 170 últims anys. En especial, perquè a ningú se li escapa que el sector immobiliari va jugar un paper determinant en la crisi econòmico-financera del 2008.

Constatació de l'alentiment i efecte econòmic a curt termini

Diverses variables del mercat immobiliari han mostrat una desacceleració clara en els últims mesos. La inversió residencial ha passat de créixer prop del 3,5% en termes reals el 2017 a menys de l'1,0% en els tres primers trimestres del 2018, les vendes d'habitatges tant nous com de segona mà han caigut des del començament d'enguany, i el creixement dels preus s'ha moderat (vegeu el primer i el segon gràfics).

Es tracta d'un canvi de tendència previsible, en part, tenint en compte el procés de normalització monetària de la Fed. Així, a conseqüència de la retirada gradual d'estímuls monetaris, el tipus d'interès sobre les hipoteques a 30 anys ha augmentat 100 p. b. amb prou feines en un any (fins al voltant del 5,0%, el màxim dels vuit últims anys), la qual cosa explica gairebé dues terceres parts de la desacceleració observada en la inversió residencial.[1] Així mateix, la reforma tributària aprovada pel Congrés nord-americà al desembre del 2017, que va rebaixar la deducció tant dels interessos hipotecaris com dels impostos sobre béns immobles, ha influït també en la desacceleració recent del sector.

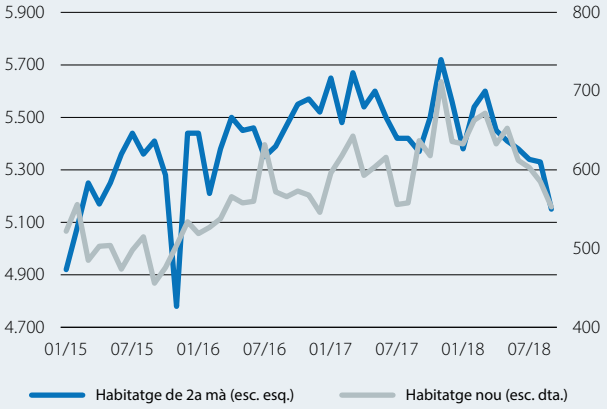
Aquestes pressions a la baixa sobre el sector immobiliari es mantindran en els propers trimestres, la qual cosa llastarà, en certa mesura, l'activitat econòmica. En concret, a conseqüència d'aquest alentiment de la inversió residencial i de l'impacte de la riquesa immobiliària sobre el consum, el sector immobiliari passarà de contribuir al creixement anual del PIB nord-americà al voltant de 0,3 p. p. entre el 2015 i el 2017 a, probablement, tenir una contribució nul·la el 2018 i al voltant de 0,15 p. p. el 2019 i el 2020.

A mitjà termini, creiem que és poc probable que es produeixi una disrupció forta al sector immobiliari amb conseqüències sobre el sistema financer i sobre l'activitat econòmica, com sí que va succeir fa 10 anys. De fet, com veurem tot seguit, sembla que els desequilibris actuals al sector són relativament continguts, la qual cosa hauria de facilitar que reprengui la senda de creixement en els propers anys.

1. Així ho suggereixen les estimacions de Goldman Sachs (2018), «The Housing Slowdown».

EUA: compravenda d'habitatge

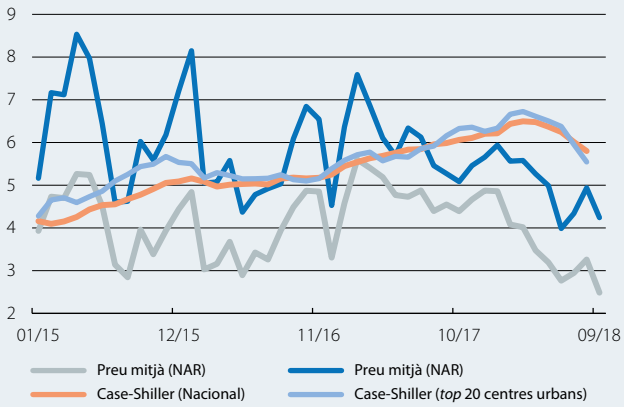
(Milers d'habitatges) *(Milers d'habitatges)*



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la National Association of Realtors.*

EUA: preu de l'habitatge

Variació interanual (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la National Association of Realtors (NAR) i d'Standard & Poor's.*

Desequilibris continguts: preus, oferta i endeutament

Després de cinc anys de creixement considerable (al voltant del 6,0% anual), els preus de l'habitatge als EUA se situen el 50% per damunt dels registrats el 2012 (el seu punt més baix) i el 10% per damunt dels del començament del 2007 (el pic més alt). No obstant això, per valorar si els preus de l'habitatge són massa alts (o baixos), abans de res hem de relacionar-los amb altres indicadors que mostrin la capacitat de compra de les famílies. Una mesura comuna és la ràtio entre els preus de l'habitatge i la renda de les llars. Si ens fixem en el cas de la família mitjana, entre el 1980 i el 2017, aquesta ràtio ha oscil·lat entre el 2,5

i el 4, amb una mitjana històrica del 3. Atès que, en l'actualitat, se situa en el 3,3, no sembla que el nivell d'esforç o d'accessibilitat de les famílies per adquirir un habitatge es trobi gaire lluny del que ha estat habitual al país.[2]

Així i tot, en aquest punt, és necessària una certa cautela. En primer lloc, perquè, en un país tan gran com els EUA, els agregats a nivell nacional poden ser enganyosos, ja que el mercat immobiliari està molt segmentat i, de vegades, es produeixen diferències regionals notables. En aquest sentit, malgrat que els nivells d'esforç per accedir a l'habitatge se situen, en general, en nivells raonables, hi ha algunes importants zones metropolitanes a la costa oest del país i també al nord-est on els preus se situen en cotes molt menys assequibles per a les famílies amb uns ingressos mitjans (vegeu el tercer gràfic).[3] En segon lloc, cal destacar que, tot i que la ràtio d'esforç a nivell nacional no s'allunya dels paràmetres habituals, ha augmentat de forma gradual però ininterrompuda des del 2012 (des del 2,7 el 2012 al 3,3).

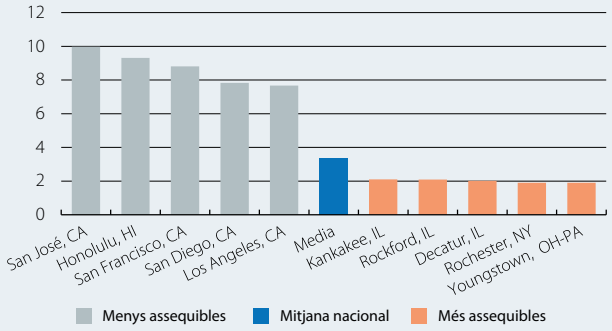
L'endeutament de les famílies relacionat amb el sector immobiliari és un altre element que cal analitzar quan avaluem el nivell de desequilibris del sector. En aquest àmbit, observem com, d'una banda, el deute hipotecari de les llars en relació amb la seva riquesa immobiliària se situa lleugerament per sota de la mitjana històrica (en el 35,5% actual, enfront de la mitjana del 37,2).[4] De l'altra, durant el *boom* immobiliari previ a l'esclat de la bombolla el 2007, es va produir un increment fort de les anomenades línies de crèdit hipotecari (amb les quals les famílies aconseguien préstecs al consum usant la casa com a col·lateral), que va fomentar nivells molt elevats de consum de les llars (i que van ser insostenibles després del col·lapse del sector). En l'actualitat, però, aquestes línies de crèdit han disminuït de forma important, fins a situar-se en cotes mínimes.

Finalment, no s'observa un desequilibri entre l'oferta d'habitatges i la demanda derivada de les tendències demogràfiques del país nord-americà. En concret, el ritme de construcció roman en nivells continguts en relació amb la demanda per la formació de noves llars (vegeu el quart gràfic), la qual cosa és un element de suport al cicle expansiu del mercat immobiliari iniciat el 2012.

En definitiva, en aquest nou cicle expansiu del sector immobiliari, no s'observen els excessos més rellevants que es van donar cap a la meitat del 2000, com l'elevada construcció, els preus desbocats i l'auge del crèdit basat en el mercat immobiliari. Així, doncs, tot indica que l'alentiment actual no és, de manera generalitzada, una font de risc important per a l'expansió actual de l'economia nord-americana. No obstant això, algunes regions del país s'han de seguir de prop, ja que presenten uns indicadors una mica menys continguts.

EUA: índex d'accessibilitat per àrea metropolitana

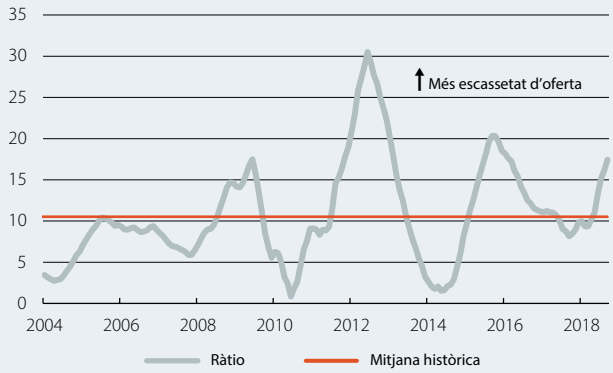
*Preu sobre ingressos **



Nota: ** Basat en els ingressos de les llars mitjanes per àrees metropolitanes i en el preu mitjà de l'habitatge per àrees metropolitanes (2017).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'American Community Survey i de la National Association of Realtors.*

EUA: ràtio entre formació de llars i nous habitatges construïts

Nivell



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la National Association of Realtors i de l'U.S. Census Bureau.*

2. Ràtio entre el preu de l'habitatge mitjà i la renda de la família mitjana (segons les dades de la *National Association of Realtors*), tots dos a nivell nacional. Els resultats són semblants als d'altres fonts de dades per al preu de l'habitatge i per a la renda de les llars.
3. Honolulu, la capital de l'arxipèlag de Hawaii, també apareix en el *top* de les classificacions de ciutats menys assequibles. Una característica, d'altra banda, força comuna de les grans ciutats en illes remotes.
4. Tot i que aquesta ràtio no és gaire informativa en períodes amb uns nivells de preus dels actius immobiliaris insostenibleMent alts, no sembla que aquest sigui el cas avui dia, tal com es dedueix de les ràtios d'esforç per a la compra d'habitatge de les llars.

El primer pressupost de la UE-27

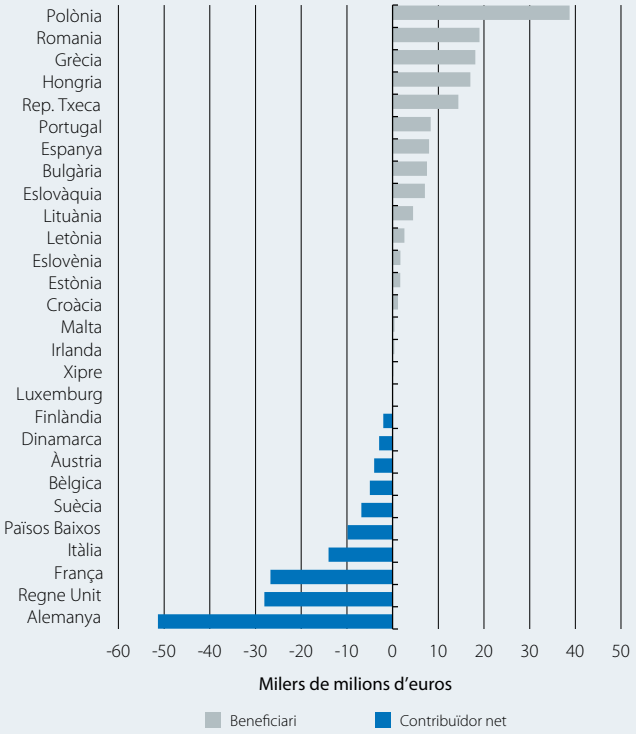
Al començament del 2018, els diferents països de la UE i les institucions europees van començar a negociar el proper pressupost de la UE (formalment anomenat marc financer plurianual o MFP), el qual ha de fixar els límits de despesa anuals que la UE pot destinar a finançar polítiques comunes durant un període de set anys (2021-2027).[1] En aquest Focus, repassarem els punts centrals sobre els quals giraran les negociacions del proper marc financer de la UE i veurem què cal esperar-ne.

Malgrat que el pressupost comú és més aviat modest –representa el 2,0% del total de despesa pública de la Unió i l'1,03% de la renda nacional bruta de la UE–, és una expressió de les prioritats polítiques de la Unió, ja que s'hi detallen les àrees a les quals els Estats membres volen dedicar els esforços en els propers anys. No obstant això, caldrà superar importants restriccions, perquè la composició de la despesa reflecteixi de forma adequada la visió de la UE i permeti afrontar de forma adequada els reptes presents i futurs.

En primer lloc, el proper pressupost serà el primer *post-brexit*. Amb la sortida del Regne Unit, la UE perd un contribuïdor net important. Com ho mostra el primer gràfic, en el marc pressupostari actual, el Regne Unit ha pagat, aproximadament, 28.000 milions d'euros més del que ha rebut (o l'1,4% del seu PIB)[2] en l'acumulat dels anys 2014-2017, la qual cosa el converteix en el major contribuïdor net després d'Alemanya. Per tant, quan el Regne Unit deixi de contribuir al pressupost comú,[3] a partir del 2021, això tindrà un impacte financer considerable sobre els ingressos –algunes estimacions situen la bretxa financera entre els 10.000 i els 12.000 milions d'euros per any, xifres que equivalen, aproximadament, al 7,1% del pressupost actual.[4] Aquesta bretxa de finançament pot dificultar les negociacions entre contribuïdors[5] i beneficiaris nets del pressupost, ja prou complicades, perquè els 27 hauran de decidir si volen compensar aquesta reducció d'ingressos amb un augment de les contribucions o amb una reducció de la despesa. I, en el cas que acordin augmentar les contribucions, hauran de decidir com distribuir aquesta càrrega.

1. Malgrat que el marc financer actual no finalitza fins al final del 2020, les discussions han de començar amb prou antelació, ja que el procés de negociació sol ser complicat i llarg, perquè es discuteixen tant els aspectes financers com les prioritats comunes per als propers anys i perquè el pressupost ha de ser aprovat tant pel Parlament Europeu com pel Consell Europeu (per unanimitat).
2. En termes reals.
3. Tot i que el Regne Unit sortirà formalment de la UE al març del 2019, en les negociacions de l'acord de sortida, on es fixen els termes de la separació, el Regne Unit es compromet a cobrir les seves obligacions financeres fins al 2020, quan acaba el marc pressupostari actual.
4. Més enllà dels ingressos, cal tenir en compte la despesa que la UE realitza al Regne Unit i el reemborsament que la UE fa de part de les contribucions del Regne Unit al pressupost (el que es coneix com descompte). Així mateix, també caldrà tenir en compte els eventuals pagaments que pugui fer el Regne Unit després del *brexit* a canvi de poder participar en programes específics.
5. La contribució de cada país es divideix en tres parts: un percentatge fix de la seva renda nacional bruta (RNB), els aranzels recaptats en nom de la UE i un percentatge dels ingressos per IVA que els països recapten.

Pressupost de la UE: beneficiaris nets i contribuents nets (dades per a l'acumulat del 2014-2017)



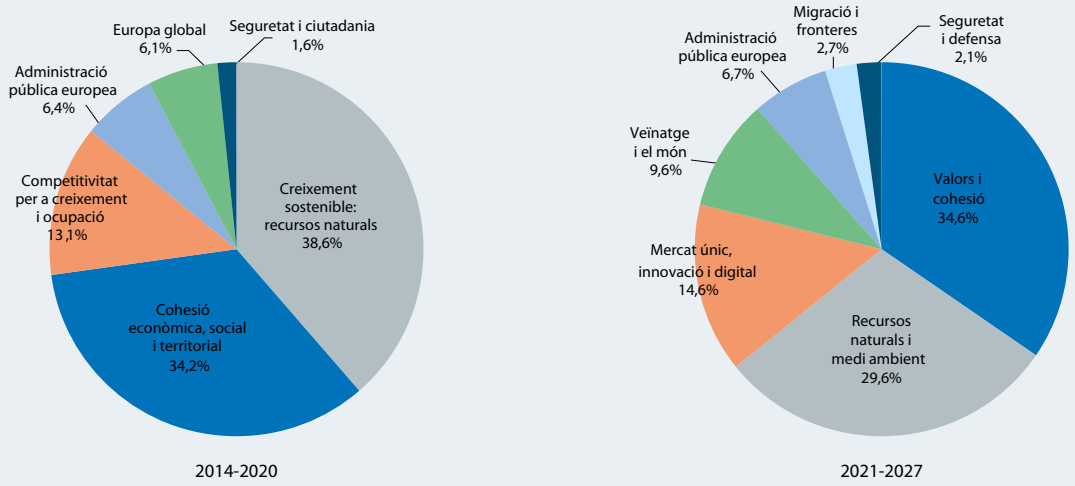
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea.*

Així mateix, aquesta disminució de recursos derivada del *brexit* coincideix amb la voluntat dels Estats membres de destinar més esforços a noves àrees considerades prioritàries. En particular, els 27 van fixar recentment la seva visió per a la Unió per als propers 10 anys[6] i van concretar les àrees sobre les quals es comprometen a treballar per aconseguir-ho. En aquest sentit, els desafiaments globals que han sorgit en els últims anys –els conflictes geopolítics, el terrorisme i la crisi de refugiats– han posat de manifest la importància d'una major coordinació i integració europea en matèria de política exterior, defensa i seguretat. Per aquest motiu, els 27 volen dedicar més recursos, i també més esforços de coordinació, a aquests àmbits. El repte és com aconseguir dedicar més recursos a aquestes noves prioritats polítiques i, alhora, continuar destinant recursos a altres partides pressupostàries ja existents que continuen sent importants per al futur econòmic de la Unió, com la recerca i el desenvolupament, la transformació digital o la mobilitat juvenil.

En aquest context, i amb la finalitat de tractar de cobrir el forat que deixarà el *brexit* i de disposar de prou recursos per a les línies prioritàries de despesa, la Comissió Europea

6. En particular, a la Declaració de Bratislava (al setembre del 2016) i, amb posterioritat, a la Declaració de Roma (al març del 2017), els 27 es van fixar com a objectiu aconseguir una Europa més segura i protegida, més pròspera i sostenible, més social i amb més presència global.

Comparativa entre el marc financer actual i el futur



Notes: *El repartiment de despesa per categories en el marc financer futur (2021-2027) es basa en la proposta de la Comissió Europea del maig del 2018. Un mateix color significa una àrea de despesa relativament similar.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de documents de la Comissió Europea.*

proposa trobar un equilibri entre la retallada de despeses i la recerca de nous ingressos. Malgrat que els números considerats en la proposta de la Comissió encara han de ser debatuts i consensuats per tots els Estats membres, serveixen com a punt de partida en les negociacions i assenyalen quins són els reptes i les restriccions que caldrà superar. En particular, la institució proposa un augment molt moderat dels fons des de l'1,03% actual fins a l'1,14% de la renda nacional bruta de la Unió –una quantitat que continua sent modesta en comparació amb la dimensió de l'economia de la UE. No obstant això, alguns països, com Àustria i els Països Baixos, s'oposen a aquesta opció i insisteixen que, després del *brexit*, s'hauria de reduir la dimensió del pressupost i treballar per fer-lo més eficient. Així mateix, la Comissió proposa introduir noves fonts d'ingressos propis, com impostos mediambientals, tot i que alguns països membres ja han mostrat la seva reticència a cedir autoritat tributària a Brussel·les. No obstant això, és probable que, en els propers anys, s'avanci en la introducció de noves fonts d'ingressos, ja que, després de la sortida del Regne Unit, els que no volien avançar en aquesta direcció perden un aliat de molt pes.

Pel costat de la despesa, la Comissió planteja simplificar i reorganitzar els compromisos de despesa centrant-se en les prioritats esmentades amb anterioritat que han guanyat en importància, així com reduir la proporció de recursos destinats als dos programes més importants per la seva dimensió, és a dir, la Política Agrària Comuna (que representa el 39% del total de despesa)[7] i el Fons de Cohesió (que representa al voltant del 27%). No obstant això, alguns països beneficiaris d'aquests fons, com Irlanda o Polònia, rebutgen aquesta estratègia per por de patir retallades, de manera que acordar quines partides cal retallar per finançar les noves iniciatives pot posar en conflicte els interessos dels diferents països i ser un punt conteniós en les negociacions.

Així mateix, hi ha altres punts que poden generar debat. D'una banda, la voluntat de la Comissió i d'alguns Estats membres de condicionar la despesa pressupostària que rep un país al respecte dels valors i dels principis democràtics de la Unió pot intensificar les divisions existents entre els països de l'Est i de l'Oest de la Unió. I, de l'altra, la proposta de França i de la Comissió Europea de dedicar recursos (el 2,3% del pressupost) a una institució que exerceixi una funció macroestabilitzadora a la zona de l'euro,[8] que permeti afrontar futurs *shocks*, ja compta amb l'oposició, entre d'altres, dels Països Baixos i de Finlàndia –països que subratllen la importància que cada país sigui responsable de la seva política fiscal.

Així, la discussió sobre el proper MFP representa, en principi, una oportunitat per reformar les finances europees i per emfatitzar el principi que la posada en comú de recursos a nivell europeu pot afegir valor en alguns àmbits i produir resultats que la despesa individual dels països, aïlladament, no pot. No obstant això, perquè la composició de la despesa reflecteixi de forma adequada les prioritats polítiques de la Unió, calen canvis importants en l'assignació dels recursos comuns i que els països deixin de posar el focus en els balanços nets –la diferència entre el que els països contribueixen i el que reben. El resultat de les negociacions del proper marc financer serà un reflex del compromís real dels 27 d'avançar amb fermesa en la construcció de la Unió. En aquest sentit, malgrat les contínues manifestacions per part dels principals líders polítics europeus a favor de continuar avançant en el projecte de construcció europea i malgrat la voluntat de posar èmfasi en àrees considerades prioritàries, serà difícil canviar les dinàmiques que han guiat les negociacions de pressupostos anteriors. El risc, en definitiva, és que els Estats membres acabin adoptant un pressupost molt semblant als anteriors.

7. Dades de la Comissió Europea per al 2017.

8. I en aquells països que participin en el mecanisme de tipus de canvi europeu (actualment, només Dinamarca).

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	10/18	11/18
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	5,4	4,7	...
Confiança del consumidor *(valor)*	99,8	120,5	126,0	127,1	127,2	132,6	137,9	135,7
Producció industrial	–1,9	1,6	3,0	3,4	3,4	5,0	4,1	...
Índex activitat manufacturera (ISM) *(valor)*	51,4	57,4	58,7	59,7	58,7	59,7	57,7	...
Habitatges iniciats *(milers)*	1.177	1.208	1.259	1.317	1.261	1.225	1.228	...
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	3,7	...
Taxa d'ocupació *(% pobl. > 16 anys)*	59,7	60,1	60,1	60,3	60,4	60,4	60,6	...
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–2,7	–2,8	–2,8	–2,9	–2,8	–2,9	...	...
Preus								
Inflació general	1,3	2,1	2,1	2,2	2,7	2,6	2,5	...
Inflació subjacent	2,2	1,8	1,8	1,9	2,2	2,2	2,1	...

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	10/18	11/18
Activitat								
PIB real	1,0	1,7	2,0	1,1	1,4	0,4	...	–
Confiança del consumidor *(valor)*	41,7	43,8	44,5	44,4	43,7	43,4	43,0	42,9
Producció industrial	0,2	2,9	2,7	2,0	1,3	–0,1	2,5	...
Índex activitat empresarial (Tankan) *(valor)*	7,0	19,0	25,0	24,0	21,0	19,0	–	...
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	3,1	2,8	2,7	2,5	2,4	2,4	2,4	...
Balança comercial [1] *(% PIB)*	0,7	0,5	0,5	0,4	0,4	0,1	0,0	...
Preus								
Inflació general	–0,1	0,5	0,6	1,3	0,6	1,1	1,4	...
Inflació subjacent	0,6	0,1	0,3	0,4	0,3	0,3	0,4	...

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	10/18	11/18
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	8,6	...
Producció industrial	6,1	6,6	6,2	6,6	6,6	6,0	5,9	...
PMI manufactures (oficial)	50,3	51,6	51,7	51,0	51,6	51,1	50,2	...
Sector exterior								
Balança comercial [1]	512	435	420	404	377	349	346	...
Exportacions	–8,4	8,5	9,6	13,7	11,4	11,9	15,6	...
Importacions	–5,7	16,1	13,4	19,4	20,6	20,4	21,4	...
Preus								
Inflació general	2,0	1,6	1,8	2,2	1,8	2,3	2,5	...
Tipus d'interès de referència [2]	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	6,9	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	10/18	11/18
Vendes al detall *(variació interanual)*	1,6	2,3	2,0	1,6	1,7	1,3	...	...
Producció industrial *(variació interanual)*	1,6	3,0	4,2	3,2	2,4	0,8	...	...
Confiança del consumidor	–7,8	–2,5	–0,2	0,5	0,0	–1,8	–2,7	–3,9
Sentiment econòmic	104,2	110,8	114,3	114,0	112,5	111,5	109,7	109,5
PMI manufactures	52,5	57,4	59,7	58,3	55,5	54,3	52,0	51,5
PMI serveis	53,1	55,6	55,9	56,4	54,6	54,4	53,7	53,1
Mercat de treball								
Ocupació (persones) *(variació interanual)*	1,4	1,6	1,6	1,5	1,5	1,3	–	...
Taxa d'atur: zona de l'euro *(% pobl. activa)*	10,0	9,1	8,7	8,5	8,3	8,1	8,1	...
Alemanya *(% pobl. activa)*	4,2	3,8	3,6	3,5	3,4	3,4	3,3	...
França *(% pobl. activa)*	10,1	9,4	9,1	9,2	9,0	9,0	8,9	...
Itàlia *(% pobl. activa)*	11,7	11,3	11,0	11,0	10,7	10,3	10,6	...
Espanya *(% pobl. activa)*	19,6	17,2	16,5	16,2	15,4	15,0	14,8	...

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	10/18	11/18
General	0,2	1,5	1,4	1,3	1,7	2,1	2,2	2,0
Subjacent	0,8	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	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	10/18	11/18
Saldo corrent: zona de l'euro	**3,4**	**3,4**	**3,4**	**3,6**	**3,8**	**3,4**	**...**	**...**
Alemanya	8,5	8,0	8,0	8,0	8,2	7,8	...	...
França	–0,8	–0,6	–0,6	–0,4	–0,3	–0,6	...	...
Itàlia	2,5	2,8	2,8	2,8	2,8	2,7	...	...
Espanya	2,3	1,8	1,8	1,8	1,4	1,1	...	...
Tipus de canvi efectiu nominal[1] *(valor)*	**94,3**	**96,5**	**98,6**	**99,6**	**98,5**	**99,2**	**98,9**	**98,3**

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	10/18	11/18
Finançament del sector privat								
Crèdit a les societats no financeres[1]	1,8	2,5	3,0	3,3	3,7	4,2	3,9	...
Crèdit a les llars[2,3]	1,7	2,6	2,8	2,9	2,9	3,1	3,2	...
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres[4] *(%)*	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	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	...	...
Dipòsits								
Dipòsits a la vista	10,0	10,1	10,2	9,2	8,0	7,3	7,3	...
Altres dipòsits a curt termini	–1,9	–2,7	–2,4	–2,2	–1,5	–1,4	–1,0	...
Instruments negociables	2,7	1,1	–1,6	–5,7	–2,9	–5,1	–4,8	...
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars *(%)*	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	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.*

L'economia espanyola es mostra sòlida

Cap a una desacceleració suau del creixement. Gairebé amb l'any acabat, i amb dades oficials de creixement del PIB per a tres dels quatre trimestres de l'any, tot fa pensar que l'economia espanyola haurà crescut al voltant del 2,5% el 2018, una xifra molt coherent amb el 2,4% considerat pel nostre escenari fa un any. Això representa una desacceleració suau després de tres anys excepcionalment positius creixent per damunt del 3%, durant els quals l'economia espanyola es va veure afavorida per una sèrie de factors que van donar més impuls a la recuperació que ja estava en marxa (com la reducció del preu del petroli, la compressió dels tipus d'interès o la depreciació de l'euro). Aquesta dinàmica de moderació suau del creixement tindrà continuïtat el 2019, quan esperem que l'economia creixi lleugerament per damunt del 2%, una cota més moderada que la dels anys anteriors, però superior a la prevista per a la majoria d'economies desenvolupades i més sostenible a llarg termini. En la mateixa direcció apunten les últimes previsions del Fons Monetari Internacional (FMI), publicades al novembre passat en l'anàlisi que realitza de forma anual (l'anomenat «Article IV»), en què pronostica un avanç del 2,2% per al 2019 i destaca que la moderació del creixement respon a una menor embranzida dels factors de suport cíclics i a un context internacional més advers. Així mateix, l'FMI també destaca la necessitat de reduir el deute públic, que es manté en nivells elevats (prop del 98% del PIB) malgrat l'ajust del dèficit dels últims anys. Una reflexió que coincideix amb les valoracions realitzades per la Comissió Europea en la seva opinió sobre els pressupostos del 2019 presentats pel Govern a Brussel·les.

Els indicadors d'activitat assenyalen un bon ritme d'avanç. A l'octubre, l'índex de sentiment empresarial PMI per al sector manufacturer es va situar en els 51,8 punts, un registre molt similar al del setembre (51,4 punts) i proper a la mitjana del 3T (52,4 punts). Per la seva banda, l'índex PMI del sector serveis va repuntar fins als 54,0 punts, +1,5 punts en relació amb el registre del mes anterior i lleugerament per damunt de la mitjana del 3T (52,6 punts). En canvi, l'avanç de la producció industrial al setembre va ser una mica inferior a l'esperat, amb un creixement nul en termes interanuals. Finalment, les vendes al detall van créixer un significatiu 1,8% interanual a l'octubre, molt per damunt del registre del mes anterior (el –0,4%) i de la mitjana del 2017 (el 0,9%), i apunten al manteniment del bon to del consum privat en l'últim trimestre del 2018. En conjunt, doncs, els indicadors suggereixen que el creixement del 4T es manté en cotes similars a les del trimestre anterior (del 0,6% intertrimestral).

La creació d'ocupació manté un bon to. El nombre d'afiliats a la Seguretat Social va augmentar en 110.567 persones a l'octubre (dades desestacionalitzades), xifra que representa un avanç del 3,1% interanual en l'ocupació (el 2,9% al setembre) i situa en 562.544 persones la creació d'ocupació acumulada en

Espanya: PIB

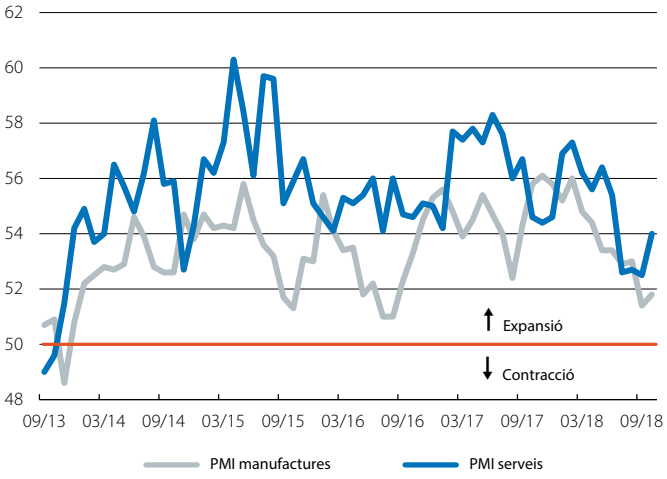
Variació intertrimestral (%)

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

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

Espanya: indicadors d'activitat

Nivell



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

*Espanya: exportacions i importacions de béns **

Variació interanual (%)

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

els 12 últims mesos. Aquesta dada s'afegeix a la bona evolució de l'EPA i a les dades de la comptabilitat nacional del 3T. Així, cal recordar que, en el 3T, la taxa d'atur es va situar en el 14,6%, el nivell més baix des del 4T 2008, mentre que la remuneració per assalariat a temps complet va pujar l'1,1% interanual, una taxa superior a la mitjana del 2017 i a la de la primera meitat del 2018.

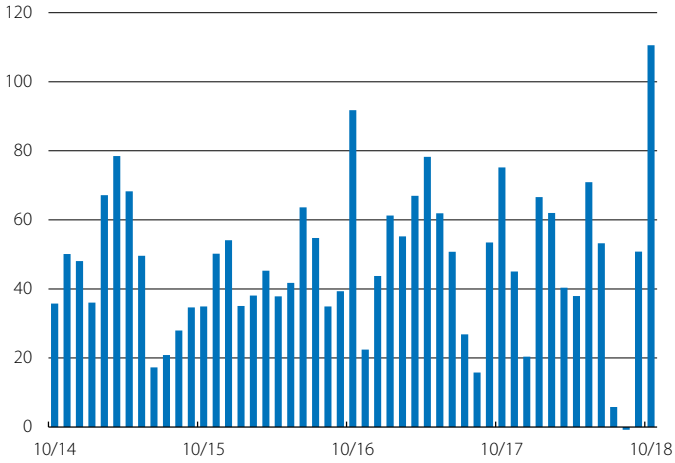
La moderació del superàvit exterior continua. Al setembre, el saldo per compte corrent es va situar en el +1,1% del PIB (és a dir, 13.339 milions d'euros, amb dades acumulades de 12 mesos), un registre inferior a l'1,8% del setembre del 2017. El descens s'explica, en gran part, pel deteriorament del saldo comercial, tant energètic com no energètic (a parts iguals). A més a més, la disminució del superàvit de serveis també va contribuir al deteriorament del saldo per compte corrent. De cara als propers mesos, els indicadors suggereixen que el saldo corrent continuarà pressionat a la baixa pel deteriorament constant del saldo no energètic, tot i que aquestes pressions a la baixa es podrien veure suavitzades per la correcció recent en el preu del petroli i per una desacceleració del saldo turístic, més benigna del que s'anticipava abans de la temporada d'estiu.

El cicle continua facilitant l'ajust del dèficit públic. Les dades disponibles fins al setembre mostren que el dèficit consolidat del conjunt de les Administracions públiques (excloses les corporacions locals) va ser de l'1,5% del PIB, la qual cosa representa un ajust de 0,5 p. p. en els comptes públics en relació amb l'any passat i hauria de permetre l'assoliment de l'objectiu de dèficit públic per al 2018 (el 2,7%). Per la seva banda, el deute del conjunt de les Administracions públiques es va mantenir en el 98,1% del PIB en el 3T 2018, un nivell molt similar al registre del 3T 2017 (el 98,4%). Precisament, pel que fa a aquest elevat nivell de deute públic, que acumula gairebé cinc anys en cotes properes al 100% del PIB, al novembre, la Comissió Europea va subratllar la necessitat d'assegurar la reducció prevista del dèficit estructural, així com la de l'elevat nivell de deute públic.

El preu de l'habitatge modera l'avanç en el 3T. Els preus de taxació de l'habitatge van registrar un avanç modest en el 3T 2018 (el 0,1% intertrimestral, el 3,2% interanual) i es van desaccelerar en relació amb el 2T (l'1,4% intertrimestral, el 3,8% interanual). No obstant això, la majoria d'indicadors d'oferta i de demanda del sector continuen mostrant una evolució positiva i, juntament amb la millora del mercat laboral, d'unes condicions financeres acomodatícies i del suport de la demanda d'habitatge procedent de l'exterior, donen suport a les perspectives positives del sector. En concret, pel costat de la demanda, en l'acumulat de 12 mesos fins al setembre, es van realitzar 506.749 compravendes d'habitatges, una xifra el 12,6% superior al registre del setembre del 2017, una mostra que la demanda d'habitatge continua creixent amb fermesa. Així mateix, pel costat de l'oferta, la inversió residencial va mantenir una dinàmica favorable, amb un creixement interanual del 6,5% en el 3T, un registre similar al del trimestre anterior (el 7,0% interanual).

*Espanya: afiliats a la Seguretat Social **

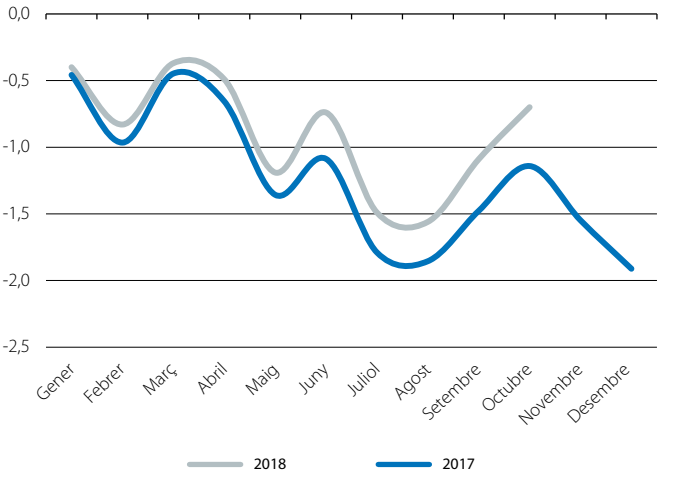
Variació mensual (milers de persones)



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

Espanya: saldo de l'Estat

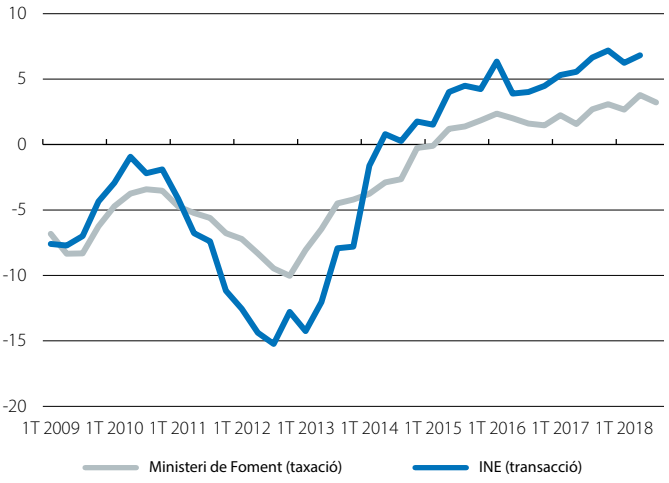
(% del PIB)



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

Preu de l'habitatge

Variació interanual (%)



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

Els salaris a Espanya, la mateixa moderació per a tothom?

El mercat laboral espanyol exhibeix un ritme de recuperació notable des de fa uns quants anys. El 2018, per exemple, hi ha prop de dos milions d'empleats més que el 2013 i la taxa d'atur s'ha reduït a un ritme d'uns 2 p. p. per any durant aquest període. Malgrat això, el ritme d'avanç dels salaris ha estat relativament contingut. Segons les dades de la Comptabilitat Nacional, la remuneració per assalariat a temps complet ha augmentat, de mitjana, el 0,5% anual entre el 2013 i el 2018. Aquest baix ritme de creixement dels salaris és degut, en gran part, a l'elevat nivell d'infrautilització de la força laboral, reflectit tant en l'elevada taxa d'atur com en altres indicadors de subocupació, com, per exemple, l'elevada taxa de treballadors a temps parcial involuntari.[1] Un altre factor que també ha contribuït a un creixement dels salaris en nivells baixos és el manteniment de les expectatives d'inflació en cotes també relativament reduïdes. Però la moderació salarial ha estat generalitzada entre tots els empleats?

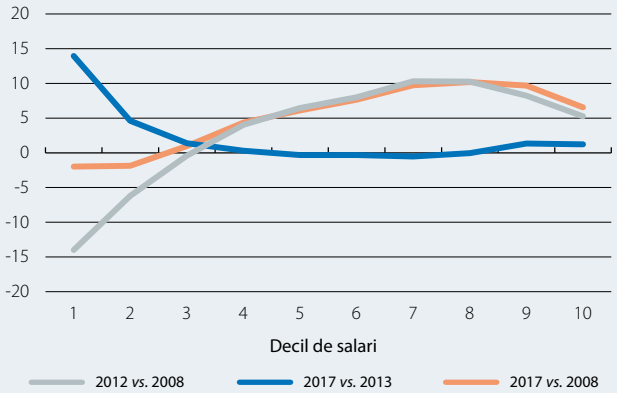
Si analitzem l'evolució al llarg dels decils de la distribució salarial,[2] veiem que l'estabilitat aparent dels salaris amaga comportaments dispars. Segons l'INE, el salari brut mensual mitjà d'un treballador a temps complet –és a dir, per al treballador per al qual la meitat de la força laboral cobra menys que ell i l'altra meitat cobra més– va ser molt similar el 2013 i el 2017 en termes nominals.[3] No obstant això, els salaris més baixos van tenir una evolució més positiva: en particular, el 2017, el salari del primer decil (que comprèn el 10% dels salaris més baixos) era el 14% superior al del 2013 i el del segon, el 4,6% superior. Per tant, des de l'inici de la recuperació econòmica, els treballadors amb remuneracions inferiors recuperen una part del terreny perdut durant la crisi.[4]

En canvi, per als següents decils, els salaris s'han mantingut relativament estables entre el 2013 i el 2017 (vegeu el primer gràfic). En aquest cas, però, els salaris havien continuat augmentant durant la crisi, en especial per als salaris per damunt de la mitjana, de manera que els salaris nominals del 2017 són superiors als del 2008. En concret, per a les persones amb un salari superior al salari mitjà, l'augment ha estat del 8,3%.[5] Així, doncs, si prenem els 10 últims anys com a referència, s'observa que la major part dels ajustos salarials han tingut lloc en la part baixa de la distribució salarial.

Per entendre millor aquestes dinàmiques, cal tenir en compte que l'evolució salarial també reflecteix els canvis en la composició de la força laboral. Així, doncs, una altra mirada interessant consisteix a diferenciar entre els individus que no van perdre la feina i els que perden o troben feina. Això permet descompondre la variació salarial en un efecte purament salarial (la variació salarial per a treballadors amb característiques constants) i en un efecte composició (la variació salarial deguda a les diferències salarials entre persones que entren i surten de la feina). Com ho mostren Felgueroso i Jansen, utilitzant dades de la Mostra Contínua de Vides Laborals

Espanya: variació del salari nominal per decils

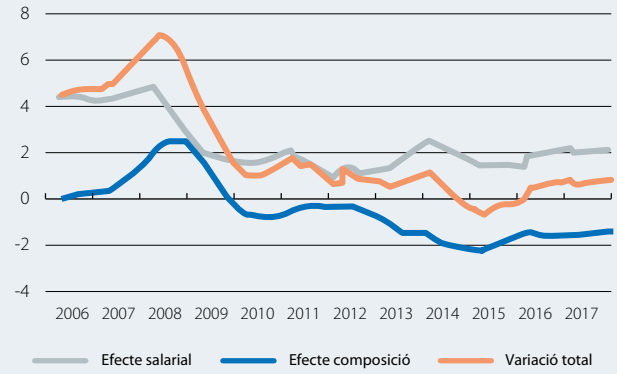
(%)



Nota: *Decil de salari de l'ocupació principal a temps complet.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del decil de salari de l'ocupació principal de l'enquesta de població activa (EPA).*

Espanya: descomposició de la variació interanual de la mitjana del salari per dia a temps complet

Variació interanual (%)



Nota: *Decil de salari de l'ocupació principal a temps complet.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Felgueroso, F. i Jansen, M. «¿Por qué no crecen los salarios en España?», disponible a internet, http://nadaesgratis.es/felgueroso/por-que-no-crecen-los-salarios-en-espana-i*

1. Per a una anàlisi detallada, vegeu, per exemple, Cuadrado, P. i Tagliati, F. (2018), «La moderació salarial a Espanya i a la UEM», Butlletí Econòmic 4/2018, Banc d'Espanya.
2. És a dir, ordenant els assalariats de menys a més salari i dividint-los en 10 grups de la mateixa dimensió. Les dades corresponen al decil de salari de l'ocupació principal a temps complet de l'enquesta de població activa (EPA).
3. El salari nominal va passar dels 1.503 euros el 2013 als 1.498 euros el 2017, una reducció del 0,3%. En termes reals, el salari mitjà es va reduir l'1,4%.
4. En termes reals, la pèrdua de poder adquisitiu entre el 2008 i el 2017 va ser, gairebé, de l'11% en els dos anys.
5. En termes reals, els salaris per damunt de la mitjana han perdut l'1,1% de poder adquisitiu entre el 2008 i el 2017.

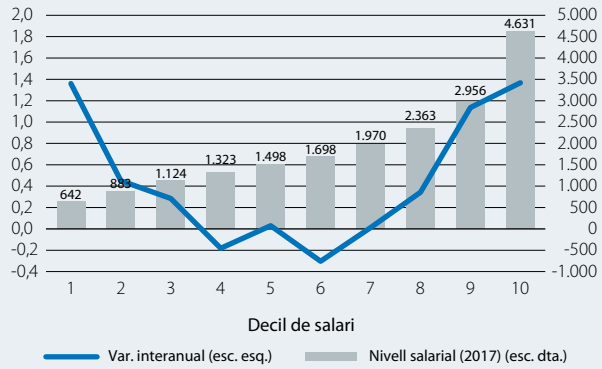
(MCVL),[6] els salaris mitjans dels treballadors que no van canviar de feina van augmentar al voltant del 2% anual de manera força continuada entre el 2008 i el 2017 (vegeu el segon gràfic). Així, els canvis de composició de la força laboral i, en particular, les entrades de treballadors amb salaris inferiors a la mitjana són els que provoquen les reduccions salarials per la via de la composició i els que expliquen que el salari mitjà s'hagi mantingut tan contingut.

Si ens fixem en el període més recent, l'evolució salarial per decils el 2017 mostra un patró diferent al dels anys de la recuperació (2013-2016). Aquest canvi de tendència podria emmarcar-se en l'augment de la polarització del mercat laboral que s'observa en molts països desenvolupats, en els quals es percep una menor demanda d'ocupació en les feines de la part intermèdia de la distribució (normalment treballs més automatitzables),[7] la qual cosa deprimeix les remuneracions al voltant de la mitjana. És a dir, els salaris augmenten més en els extrems de la distribució i generen una evolució salarial en forma de U (vegeu el tercer gràfic).

Quina evolució podem esperar per als propers anys? En la mesura que la folgança al mercat laboral es redueix i que les perspectives d'inflació augmenten, cal esperar una recuperació gradual dels salaris. Una part d'aquesta evolució positiva es pot observar ja en les revisions salarials pactades en els convenis col·lectius. Els convenis col·lectius amb efectes econòmics el 2018 han acordat un augment salarial del +1,69% de mitjana (amb dades fins a l'octubre del 2018) i els signats el 2018, un augment del +1,97%, d'acord amb els pactes de l'Acord per a l'Ocupació i amb la Negociació Col·lectiva 2018-2020.[8] No obstant això, caldrà seguir de prop com aquesta tendència de recuperació progressiva dels salaris es materialitza en els diferents nivells retributius. Les dinàmiques més recents no conviden a l'optimisme.

Espanya: salari nominal per decils el 2017, variació i quantia

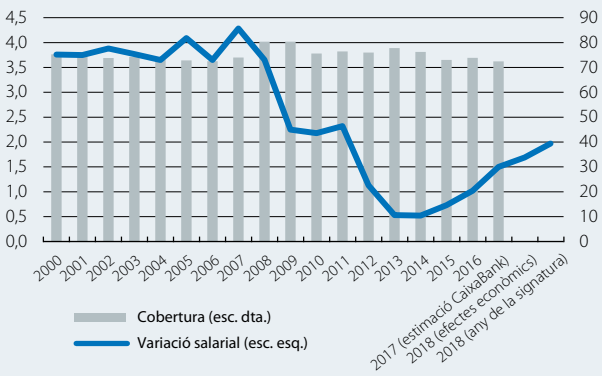
Variació interanual (%) *Euros mensuals*



Nota: *Decil de salari de l'ocupació principal a temps complet.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del decil de salari de l'ocupació principal de l'enquesta de població activa (EPA).*

*Espanya: cobertura i variació salarial pactada * dels convenis col·lectius*

Variació interanual *Cobertura (%)*



Nota: ** La cobertura fa referència al percentatge d'empleats coberts sobre el total d'afiliats. Atès que la totalitat de convenis triguen fins a 18 mesos, la cobertura per al 2017 està estimada i la cobertura per al 2018 encara no està disponible. La variació salarial per al 2018 es presenta tant per al conjunt de convenis aplicables a efectes econòmics com per al conjunt de convenis aprovats el 2018.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'Estadística de Convenis Col·lectius i d'Afiliació del Ministeri d'Ocupació i Seguretat Social.*

6. Felgueroso, F. i Jansen, M. «¿Por qué no crecen los salarios en España?», disponible a internet, http://nadaesgratis.es/felgueroso/por-que-no-crecen-los-salarios-en-espana-i
7. Per a més detalls, vegeu, per exemple, els articles «La polarització de l'ocupació a Espanya», a l'IM05/2015, i «Polarització de l'ocupació a la zona de l'euro», a l'IM07/2017.
8. L'Acord Estatal de Negociació Col·lectiva 2018-2020 recomana una revisió salarial al voltant del 2% fix més l'1% variable vinculada a factors pactats en el conveni, com la productivitat.

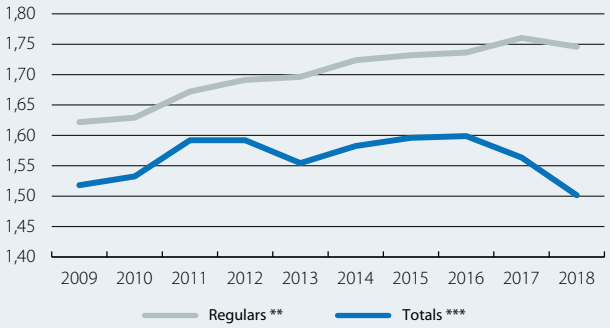
La diversificació geogràfica dels exportadors espanyols: uns sí, uns altres no

Una part de la desacceleració de l'economia espanyola el 2018 es pot atribuir a la pèrdua d'embranzida de les exportacions i a la força continuada de les importacions. Així, ens preguntem si aquesta desacceleració exportadora és puntual o no. En articles anteriors, hem vist dues dinàmiques que animen a pensar en positiu i una altra dinàmica menys optimista: d'una banda, en termes absoluts, tant el nombre d'empreses que es llancen a exportar com el dels exportadors que es consoliden (els anomenats regulars, que acumulen quatre anys seguits exportant) augmenten de forma sostinguda. Però, de l'altra, en termes relatius, la proporció de nous exportadors que es converteixen en regulars ha flexionat a la baixa recentment.[1] En el present article, analitzem la fortalesa d'aquests exportadors amb una altra mesura: la diversitat geogràfica de les destinacions a les quals exporta. Aquesta diversitat és un reflex dels avantatges competitius de cada exportador (una major competitivitat hauria de permetre exportar a més mercats) i de la seva capacitat de supervivència (una major diversificació ajuda a contenir l'impacte d'un mal funcionament en economies concretes). Llavors, cal preguntar-se quina és la diversitat geogràfica dels nostres exportadors?[2]

De la mateixa manera que, en l'antiguitat, es parlava dels set mars, podem distingir set zones geogràfiques diferenciades al món: els cinc continents, però desagregant Àsia entre l'Orient Mitjà i la resta (sobretot l'Extrem Orient) i Amèrica entre l'Amèrica del Nord i Llatinoamèrica. Abans d'entrar en el detall per països, comencem la nostra anàlisi centrant-nos en les regions, ja que els seus cicles econòmics estan menys sincronitzats que els dels països d'una mateixa regió, de manera que una mesura de diversificació entre regions probablement recull millor el grau de protecció dels exportadors davant els fenòmens idiosincràtics de cada destinació. Així, com veiem al gràfic adjunt, un primer resultat positiu és que la diversificació geogràfica dels exportadors regulars evoluciona a l'alça: cada exportador regular va exportar a gairebé 1,8 regions el 2017, per damunt de les 1,6 del 2009. En segon lloc, els exportadors regulars tenen una diversificació geogràfica superior a la mitjana de tots els exportadors (que va ser d'1,6 el 2017). A més a més, aquesta diferència entre els regulars i els no regulars s'ha ampliat en els últims anys, la qual cosa suggereix que els exportadors regulars tenen una posició cada vegada més sòlida. Els nous exportadors comencen exportant, naturalment, cap a un nombre reduït de destinacions. Però, a diferència dels regulars, la diversitat geogràfica dels exportadors no regulars ha disminuït en els últims anys.

Espanya: diversificació geogràfica de les empreses exportadores

*Nombre de regions per empresa **



Notes: ** Les set regions són: Europa, Amèrica del Nord, Amèrica Llatina, Orient Mitjà, Àsia Oriental (Àsia ex-Orient Mitjà), Àfrica i Oceania i Regions Polars. ** Una empresa és regular si ha exportat durant quatre anys seguits. *** Les dades del 2018 són parcials (del gener al juny).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Departament de Duanes.*

Fem, també, la mateixa anàlisi per països considerant les principals destinacions de cada empresa.[3] Entre els resultats d'aquest exercici, destaca que la diversitat dels exportadors a Europa, regulars i no regulars, augmenta (cada exportador va exportar, de mitjana, a 4,8 països europeus el 2017, per damunt dels 4,2 del 2009), mentre que disminueix fora d'Europa. En el cas de l'Àfrica i de l'Àsia Oriental, la pèrdua de diversitat és deguda a la importància creixent del Marroc i de la Xina-Hong Kong, destinacions que, el 2017, representaven el 45% i el 42% del total d'exportacions a les seves respectives regions. Això no passa a Llatinoamèrica, destinació de moltes de les noves empreses exportadores, on el pes del major importador (Mèxic, 30% del total) evoluciona a la baixa i amb una diversitat de destinacions molt reduïda (d'un total de cinc principals països a la regió, cada exportador exporta, de mitjana, a 1,1; a 1,5 en el cas dels regulars).

En definitiva, en els últims anys, hem observat una certa polarització entre els exportadors espanyols. D'una banda, hi ha un factor de fortalesa basat en un nombre d'exportadors regulars que evoluciona a l'alça i amb una diversitat geogràfica creixent per destinacions. De l'altra, entre la resta dels exportadors, ens trobem amb molts exportadors nous poc diversificats, la qual cosa, en el futur, pot perjudicar-ne la probabilitat de permanència.

1. Vegeu el Focus «Nou impuls del sector exportador», a l'IM11/2018.
2. Per calcular la diversificació geogràfica, sumem, per a cada destinació, el nombre d'empreses exportadores espanyoles i el dividim pel total d'empreses exportadores espanyoles.
3. La diversitat de dimensió i de sofisticació dels països dins una mateixa regió fa que calgui considerar els resultats amb cautela.

Indicadors d'activitat i ocupació

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

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	09/18	10/18	11/18
Indústria									
Índex de producció industrial	1,9	3,2	5,2	2,7	0,9	0,4	–0,5	...	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	–2,3	1,0	4,3	2,8	1,2	–2,6	–3,0	–1,5	–0,8
PMI de manufactures *(valor)*	53,2	54,8	55,9	55,3	53,7	52,4	51,4	51,8	52,6
Construcció									
Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)*	43,7	22,9	25,1	25,1	28,1	25,8	24,1	...	...
Compravenda d'habitatges *(acum. de 12 mesos)*	13,1	14,1	15,2	15,8	15,6	13,1	12,6	...	...
Preu de l'habitatge	1,9	2,4	3,1	2,7	3,8	3,2	–	–	–
Serveis									
Turistes estrangers *(acum. de 12 mesos)*	8,2	10,0	9,2	8,2	5,3	1,5	0,5	0,8	...
PMI de serveis *(valor)*	55,0	56,4	54,5	56,8	55,8	52,6	52,5	54,0	...
Consum									
Vendes comerç al detall	3,8	0,9	0,4	1,8	0,1	–0,3	–0,4	1,8	...
Matriculacions d'automòbils	11,4	7,9	10,8	11,8	9,2	17,0	–17,0	–6,6	...
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–3,8	–0,7	–1,5	–0,6	0,5	–3,3	–8,0	–7,5	–6,6
Mercat de treball									
Població ocupada [1]	2,7	2,6	2,6	2,4	2,8	2,5	–	–	–
Taxa d'atur (% de la població activa)	19,6	17,2	16,5	16,7	15,3	14,6	–	–	–
Afiliats a la Seguretat Social [2]	3,0	3,6	3,5	3,4	3,1	2,9	2,9	3,1	...
PIB	**3,2**	**3,0**	**3,1**	**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	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	09/18	10/18	11/18
General	–0,2	2,0	1,4	1,0	1,8	2,2	2,3	2,3	1,7
Subjacent	0,8	1,1	0,8	1,0	1,0	0,8	0,8	1,0	...

Sector exterior

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

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	08/18	09/18	10/18
Comerç de béns									
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	1,7	8,9	8,9	5,8	5,2	4,5	5,6	4,5	...
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	–0,4	10,5	10,5	6,6	6,9	6,2	6,8	6,2	...
Saldo corrent	**25,2**	**21,5**	**21,5**	**20,8**	**17,2**	**13,3**	**14,3**	**13,3**	**...**
Béns i serveis	36,0	33,6	33,6	33,5	29,5	25,7	26,6	25,7	...
Rendes primàries i secundàries	–10,7	–12,1	–12,1	–12,7	–12,3	–12,3	–12,3	–12,3	...
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**27,8**	**24,2**	**24,2**	**23,8**	**20,4**	**16,6**	**17,4**	**16,6**	**...**

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers [3]

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

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	09/18	10/18	11/18
Dipòsits									
Dipòsits de llars i empreses	2,5	2,8	3,2	2,5	3,0	3,4	3,5	3,8	...
A la vista i estalvi	16,0	17,6	15,9	12,3	11,0	10,3	10,4	10,2	...
A termini i preavís	–16,0	–24,2	–24,6	–23,1	–20,7	–18,7	–17,9	–17,1	...
Dipòsits d'AP	–14,2	–8,7	13,1	16,7	17,6	10,4	10,1	14,1	...
TOTAL	**1,2**	**1,9**	**3,7**	**3,2**	**3,8**	**3,8**	**3,9**	**4,4**	**...**
Saldo viu de crèdit									
Sector privat	–3,6	–2,2	–1,9	–2,2	–2,8	–2,3	–2,2	–2,1	...
Empreses no financeres	–5,3	–3,6	–3,3	–4,4	–6,4	–5,6	–5,4	–5,3	...
Llars - habitatges	–3,7	–2,8	–2,6	–2,4	–2,0	–1,7	–1,7	–1,5	...
Llars - altres finalitats	2,0	3,7	4,5	4,9	5,0	5,5	6,2	5,2	...
Administracions públiques	–2,9	–9,7	–11,4	–12,5	–9,4	–8,9	–8,1	–12,5	...
TOTAL	**–3,6**	**–2,8**	**–2,5**	**–2,9**	**–3,2**	**–2,7**	**–2,5**	**–2,7**	**...**
Taxa de morositat *(%)* [4]	**9,1**	**7,8**	**7,8**	**6,8**	**6,4**	**6,2**	**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.*

Portugal: un creixement en cotes sòlides

L'economia suavitza l'avanç en la segona meitat de l'any. En el 3T 2018, el creixement del PIB es va desaccelerar fins al 0,3% intertrimestral i el 2,1% interanual (el 0,6% i el 2,4% en el 2T 2018, respectivament) i es va basar amb força en la demanda interna (que va tenir una contribució al creixement de +2,4 p. p.). Per components, el consum privat va moderar el ritme de creixement fins al 2,3% interanual (el 2,7% en el 2T), mentre que la inversió va destacar especialment en positiu amb un avanç del 4,5% (el 4,1% en el 2T). D'altra banda, la contribució de la demanda externa va continuar sent negativa (–0,3 p. p.) en un trimestre en què les importacions (+3,5%) es van continuar mostrant més vigoroses que les exportacions (+3,1%), tot i que les dues es van desaccelerar en relació amb el 2T. Pel que fa al 4T 2018, els indicadors disponibles suggereixen que l'economia avança a ritmes sòlids, amb el suport de la demanda interna i amb una contribució lleugerament negativa per part del sector exterior. En particular, tant l'indicador de sentiment econòmic calculat per la Comissió Europea com l'indicador coincident del Banc de Portugal continuen a la vora dels màxims històrics i apunten a un avanç del PIB proper al 2%.

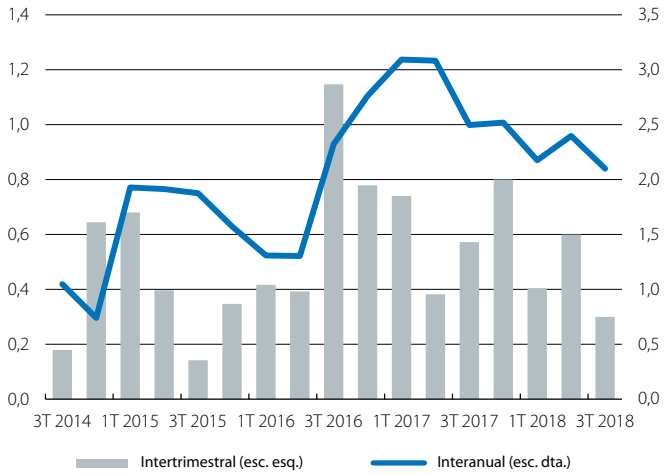
El mercat laboral evoluciona de forma favorable. L'ocupació va créixer el 2,1% interanual en el 3T 2018, una xifra que reflecteix un bon ritme d'avanç, tot i que una mica inferior al del trimestre anterior (el 2,4%). Per sectors, els serveis van ser el principal motor de creació d'ocupació (+68.600 persones en relació amb el 3T 2017). També van destacar les activitats associades al sector públic, responsables de més de la meitat de la creació d'ocupació en el 3T 2018, així com l'ocupació al sector de la construcció, que comença a emetre senyals de més dinamisme. Per la seva banda, el nombre d'aturats va disminuir el 20,6% en termes interanuals en el 3T 2018, i la taxa d'atur es va situar en el 6,7%, en una dinàmica positiva que continuarà donant continuïtat a la recuperació del mercat laboral en els propers trimestres.

La inflació es manté continguda. Al novembre, la inflació general (mesurada per l'índex IPC no harmonitzat) es va desaccelerar fins al 0,9% interanual (l'1,0% a l'octubre), arran d'un creixement menys fort dels preus energètics (el 4,9% al novembre, enfront del 7,3% de l'octubre) i malgrat l'alça dels preus dels aliments no processats (el 0,7% al novembre, després del –0,1% de l'octubre). Per la seva banda, la inflació subjacent es va mantenir en registres moderats (el 0,6%), malgrat augmentar en 0,1 p. p. en relació amb l'octubre. Finalment, la inflació mesurada per l'IPC harmonitzat (que inclou informació sobre el consum dels turistes) va avançar fins a l'1,0% (el 0,8% a l'octubre).

El compte corrent continua lleugerament en negatiu. Segons les dades acumulades dels 12 últims mesos, la balança per compte corrent va tornar a registrar un saldo negatiu al setembre (–389 milions d'euros, el –0,2% del PIB) i es va man-

Portugal: PIB

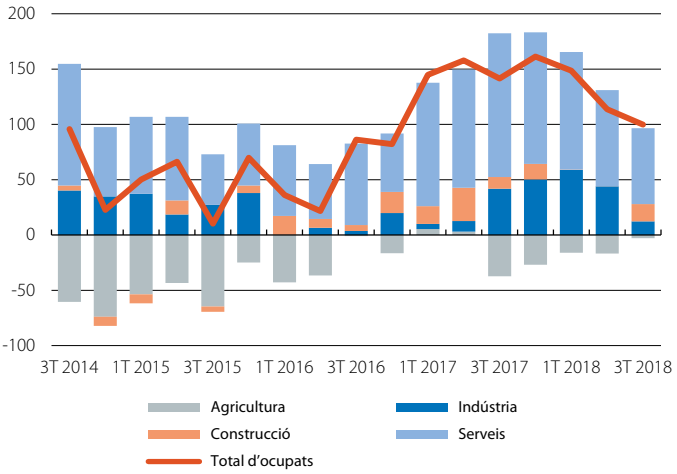
Variació intertrimestral (%) *Variació interanual (%)*



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

Portugal: ocupació per sectors

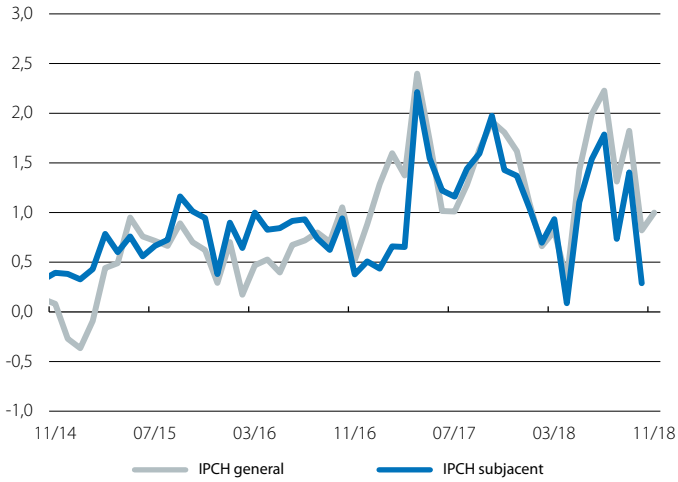
Variació interanual (milers)



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

Portugal: IPCA

Variació interanual (%)



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

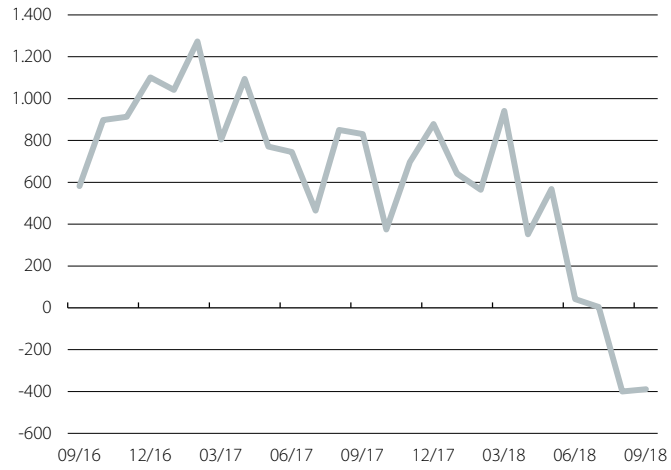
tenir en unes cotes relativament semblants a les de l'agost. En relació amb el mes anterior, al setembre, es va produir un cert augment del saldo de la balança de serveis (el 8,3% del PIB), afavorit per la contribució del turisme (el 5,9% del PIB) i de la resta de serveis (el 2,4%) i per una disminució del dèficit de la balança de béns. Per la seva banda, el saldo de la balança de béns no energètics, responsable, en gran part, de la tendència de deterioament del compte corrent en els últims mesos, es va mantenir en el –4,3% del PIB, mentre que el dèficit de la balança de productes energètics no va empitjorar i es va situar en el –2,4% del PIB. Finalment, pel que fa a la balança de rendes, al setembre, el dèficit es va intensificar fins a l'1,7% del PIB (el –1,6% a l'agost) i va mantenir la tendència d'empitjorament dels últims mesos.

Continua la millora dels comptes públics. Les dades disponibles fins a l'octubre mostren que el saldo consolidat del conjunt de les Administracions públiques (AP) va registrar un superàvit del 0,2% del PIB, la qual cosa representa una millora substancial en relació amb el mateix període del 2017 (quan va ser del –1,1%). Aquesta evolució favorable reflecteix, en part, el dinamisme de l'activitat econòmica, que continua impulsant els ingressos per damunt de les despeses. En concret, els ingressos van registrar un creixement acumulat del 5,4% fins a l'octubre, amb el suport d'un fort impuls dels ingressos fiscals i contributius, i les despeses van augmentar el 2,1%. No obstant això, cal destacar que el menor creixement de les despeses s'ha vist afectat per les despeses de personal i, en concret, per un canvi en l'abonament de la paga de Nadal als funcionaris públics i als pensionistes, que, enguany, es fa al novembre i al desembre (mentre que, el 2017, la meitat d'aquesta paga es va abonar en 12 parts al llarg de l'any i només l'altra meitat es va concentrar al novembre/desembre). Si es corregeix l'evolució de les despeses de personal per aquest factor, haurien augmentat el 2,5% fins a l'octubre (enfront de la reducció observada del –1,2%). Així, el comportament percebut fins ara reforça la nostra previsió que l'any 2018 es tancarà amb un dèficit de les AP del –0,7% del PIB (també d'acord amb les projeccions del Govern).

La nova concessió de crèdit avança amb fermesa. Amb dades fins al setembre, les noves operacions de crèdit per a la compra d'habitatge van créixer el 24,3% (acumulat des del començament de l'any), mentre que les noves concessions de crèdit al consum van augmentar el 14,1%. Malgrat aquests creixements ferms, als dos segments de crèdit, es va registrar una certa moderació de les noves concessions en relació amb l'agost (quan van ser del 26,4% i del 15,6% interanual, respectivament), reflex de les mesures macroprudencials implementades des del juliol pel Banc de Portugal. Finalment, les noves operacions de crèdit a les empreses van augmentar de forma estable i lleugerament per damunt del 13% interanual.

Portugal: saldo de la balança per compte corrent

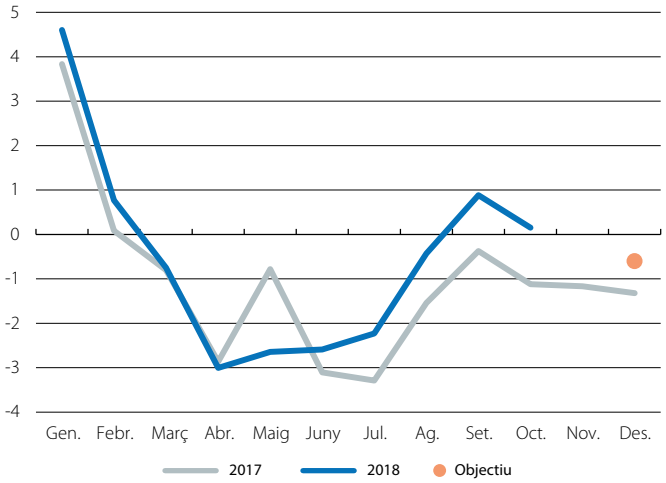
Milions d'euros (acumulat de 12 mesos)



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

Portugal: saldo de l'Estat

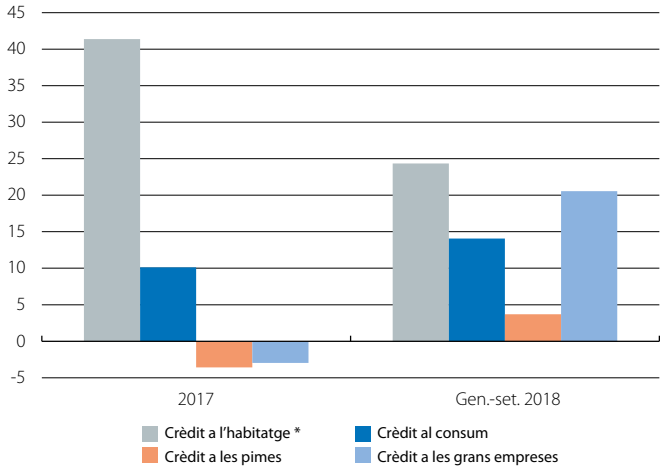
(% PIB)



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

Portugal: nova concessió de crèdit

Variació interanual (%)



Nota: ** El crèdit a l'habitatge exclou els refinançaments.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc de Portugal.*

Indicadors d'activitat i ocupació

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

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

Preus [1]

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	07/18	08/18	09/18	10/18	11/18
General	0,6	1,6	0,9	1,2	1,8	2,2	1,3	1,8	0,8	1,0
Subjacent	0,8	1,3	0,9	0,9	1,3	1,8	0,7	1,4	0,3	...

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

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

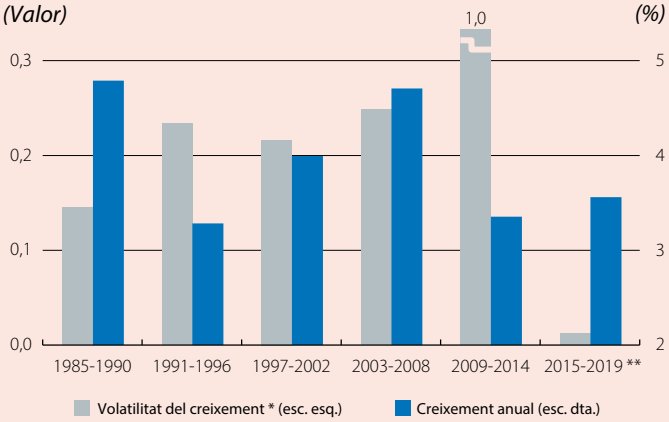
	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	07/18	08/18	09/18	10/18	11/18
Dipòsits [2]										
Dipòsits de llars i empreses	3,7	1,7	2,6	4,3	4,4	3,6	4,7	4,7	...	...
A la vista i estalvi	19,5	15,7	2,6	4,3	4,4	11,4	14,6	14,9	...	...
A termini i preavís	–3,2	–5,8	–4,1	–2,9	–2,1	–1,8	–2,1	–2,3	...	...
Dipòsits d'AP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

Notes: *1. Índexs harmonitzats. 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 i Datastream.*

2019, una visió des del futur

Benvolguts alumnes i professors del claustre de la Facultat d'Economia, és un autèntic plaer poder-me dirigir a aquesta promoció del 2029. Se m'ha indicat que, com és tradicional en aquest esdeveniment, he de triar un any que consideri que contingui lliçons d'interès per entendre l'evolució de l'economia mundial. Per descomptat, no em falten candidats. Podria haver triat el 1997, quan la crisi asiàtica va castigar els emergents de forma virulenta. O el 2001, quan la Xina es va integrar en l'Organització Mundial del Comerç i va accelerar el ritme de la globalització. O, per descomptat, el 2008, quan es va iniciar el pitjor episodi de crisi des de la Gran Depressió. I, no obstant això, la meva elecció és el 2019. Sorprenent, veritat? Perquè, als nostres ulls, es tracta d'un any sense gaire història. Però això només és perquè tenim el privilegi que atorga l'experiència, que ho situa tot en el punt just. A més a més, com tractaré de justificar, el 2019 contenia lliçons que només vam poder llegir després. Acompanyin-me, doncs, al passat.

Creixement i volatilitat de l'economia mundial



Notes: ** Mesura relativa de la variància del creixement pel que fa a la seva mitjana, de manera que s'elimina l'efecte que tenen les variacions de les taxes de creixement mitjanes sobre la seva variància. ** S'utilitzen les projeccions de creixement mundial des del 3T 2018.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI i d'Oxford Economics.*

Recordem quin era l'estat d'ànim al final del 2018. Les previsions que llavors consideràvem eren raonablement positives, ja que esperàvem un creixement mundial del 3,6% el 2019 i del 3,5% el 2020, allunyant-nos una mica del 3,7% del 2017 i del 2018. Els EUA, per la seva banda, havien de créixer, respectivament, el 2,3% i el 2,1% el 2019 i el 2020 (el 2,8% el 2018); la zona de l'euro, l'1,8% i l'1,7% (l'1,9% el 2018), i l'agregat dels principals emergents, el 4,6% en els dos anys (el 4,7% el 2018). En termes generals, les perspectives econòmiques apuntaven al fet que, el 2019, s'havia de confirmar l'entrada en una etapa d'una certa moderació econòmica i també la consolidació d'un règim de menor volatilitat del creixement. Amb tots els matisos necessaris, semblava que, després de l'impacte de la Gran Recessió, es reprenia el camí de l'anomenada Gran Moderació, és a dir, la reducció de la volatilitat del cicle macroeconòmic iniciada als anys vuitanta.

Atès aquest panorama general, com vèiem la situació del cicle al final del 2018? El debat que llavors ens preocupava era si els EUA entraven en la fase avançada del cicle (el *late cycle*, com es coneixia en anglès) i quina era la posició, en termes de maduresa, de la zona de l'euro i dels emergents. En el cas dels EUA, les dades confirmaven la materialització d'una expansió dilatada (la més llarga des del 1991), però d'una intensitat una mica inferior a les registrades en la mitjana de les expansions anteriors, com ho posava de manifest el fet que el creixement del PIB, tant des de l'inici de l'expansió com d'ençà que el PIB registrat havia superat el tendencial, havia estat inferior a la mitjana habitual en les tres expansions viscudes des del 1993. Aquesta situació, però, no permetia, aïlladament, diagnosticar el recorregut restant del cicle. Per aquest motiu, s'havia de complementar la informació sobre la seva durada i amplitud amb algun altre indicador. Així, quan es combinava aquesta informació amb el patró del consum als EUA en aquest final del 2018, es disposava d'una visió més completa: l'expansió del consum era més dinàmica que l'observada històricament en fases finals del cicle. Per tant, era raonable suposar que hi havia encara un recorregut positiu. En resum, i recuperant la terminologia del 2018, quedava clar que el *peak cycle* dels EUA començava a quedar enrere, però que el *late cycle* encara no treia el cap.

Més complexa era la lectura cíclica de la zona de l'euro. Era conegut que l'expansió havia trigat més a arrencar que als EUA i que la seva intensitat havia estat inferior a la d'expansions precedents. A més a més, el 2018, s'havia fet evident que la velocitat econòmica europea era més baixa del que s'esperava i les previsions apuntaven a una certa moderació en el futur. No obstant això, tant la durada com la intensitat suggerien que el final del cicle quedava encara lluny. Malgrat que certificar-ho el 2018 no era senzill, sí que es podia constatar que, segons l'evidència històrica, l'evolució del consum i de la inversió era més ferma que en fases prerecessives. Finalment, pel que fa a l'agregat dels principals emergents, el patró, en termes de durada i d'intensitat, suggeria que, en termes generals, s'estava en zones cícliques encara allunyades del seu final.

Però el que realment preocupava el 2018 era que, malgrat que aquest escenari central era acceptablement favorable, el balanç de riscos apuntava clarament a la baixa. Potser pugui semblar exagerat avui, amb el privilegi de mirar el món d'ahir des del 2029, però, en aquell inici del 2019, veníem d'uns quants anys en què la realitat ens havia sorprès, i molt. A més a més, no faltaven candidats perquè aquestes sorpreses es repetissin. Així, per exemple, no estava clar com s'havia de digerir el nivell de deute més elevat de la

història, i, tot i que es confiava que l'anomalia xinesa es podria gestionar, ja que el país disposava d'instruments fora de l'abast de qualsevol altre emergent, recordo fins a quin punt eren amenaçadores les seves ràtios de deute en relació amb el PIB.

La Xina no estava sola al podi de les preocupacions. És cert que la seva acumulació de desequilibris macrofinancers i el complicat exercici del canvi de model econòmic que estava duent a terme justificaven l'atenció sobre el gegant xinès, però els EUA no li anaven a la saga. Venien d'un creixement elevat, del 2,8%, però la majoria d'analistes sabien que aquest ritme no era sostenible, perquè era el resultat de combinar condicions financeres encara acomodatícies, retallades tributàries i expansió de la despesa pública. Per aquest motiu, no eren poques les veus que es mostraven preocupades pel fet que el 2019 acabés sent un any clarament pitjor del previst, a mesura que s'esvaís l'estímul fiscal i que les condicions financeres s'endurissin. A més a més, el gir proteccionista del EUA tenia llavors un abast que no es podia calibrar, i, tot i que encara s'esperava que finalment es trobés un punt d'equilibri raonable per a la gran tríada comercial dels EUA, la Xina i la UE, la incertesa sobre quan i com s'aconseguiria aquest equilibri s'havia de cobrar un peatge en el ritme d'activitat.

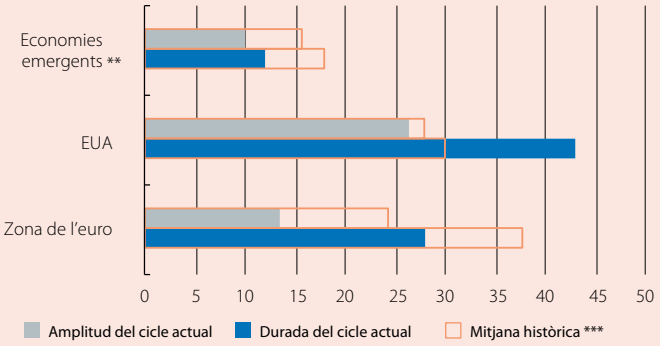
Per tant, els riscos a la baixa per al creixement nord-americà eren apreciables. No obstant això, tampoc faltaven veus prestigioses que sostenien que el risc, més aviat, era que les sorpreses d'inflació fossin importants i que la Fed es veiés obligada a reaccionar de forma més brusca del que s'esperava i a deixar els inversors exposats davant escenaris de tensionament monetari més intensos del previst.

Així mateix, la política interna de molts països i les fonts de riscos geopolítics no ajudaven, certament, a apaivagar els ànims. L'auge del populisme treia el nas com una amenaça creixent i d'evolució inquietant. En diferents regions, es dirimia si els lideratges tradicionals s'havien de mantenir: com oblidar la complicadíssima situació al Pròxim Orient o els anhels russos de tornar a ser un gran actor global.

El còctel, per tant, era de difícil digestió. L'escenari central que consideràvem era només moderadament pitjor que el d'anys anteriors, però els escenaris alternatius ens semblaven obertament negatius i amb una probabilitat d'ocurrència més elevada de l'acostumat. Pocs analistes reconeixien la seva intranquil·litat, però encara menys deien que estaven totalment confiats. I a vostès no els he de recordar el que va acabar succeint.

Comparativa del cicle econòmic *

Creixement (%) i trimestres de durada



Notes: ** L'amplitud es defineix com l'*output *acumulat fins al 4T 2019 des de l'inici de la fase expansiva. La durada, com els trimestres que han passat entre l'inici de la fase expansiva i el 4T 2019. Per als EUA i la zona de l'euro, s'utilitzen els cicles definits per l'NBER i pel CPER. Per als emergents, s'ha identificat el cicle mitjançant l'estimació d'*output gaps *tendencials utilitzant el filtre de Hamilton. ** S'utilitza una mostra representativa de 10 països (el 68% del total del PIB dels països emergents, segons les dades de l'FMI) per estimar el PIB de l'agregat dels emergents. *** Mitjana dels tres últims cicles expansius observats a partir del 1993.*

Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Goldman Sachs.*

O potser sí, perquè sé que paren menys atenció del compte a les classes d'història econòmica: afortunadament, vam encertar l'escenari central. O, si més no, vam encertar allò que era essencial. El món va créixer una mica menys del previst, ja que els focus de risc van penalitzar fins a un cert punt, però no va ser cap daltabaix. El sentit comú va prevaler, i l'impacte del proteccionisme va ser relativament baix i els compromisos adquirits, sostenibles en el temps. La geopolítica i la política no van cessar de ser fonts d'incertesa, però l'any del *brexit* tampoc no es podia demanar gaire més. La normalització de la política monetària es va materialitzar plenament als EUA i a la zona de l'euro i el nou president del BCE va apujar el tipus d'interès per primera vegada des del 2011. Els mercats van digerir amb relativa folgança el nou escenari: el 2018 havia donat prou avisos perquè els inversors estiguessin preparats i la sang no va arribar al riu.

En conclusió, com els avançava al començament de la meva exposició, he triat el 2019 perquè ens parlava del futur, encara que llavors no en fóssim plenament conscients. En els anys que van seguir, es va començar a entendre millor que aquest any havia estat un llindar cap a una nova etapa, caracteritzada per l'abandonament de l'excepcionalitat de la política monetària, per un creixement una mica més moderat, però menys volàtil, i pel recordatori, avui tan present, que, sense deixar d'atendre l'economia, la política havia de continuar sent un àmbit central a l'hora de detectar i de limitar les fonts d'incertesa.

Àlex Ruiz
CaixaBank Research

Els bancs centrals, al timó d'un entorn més volàtil

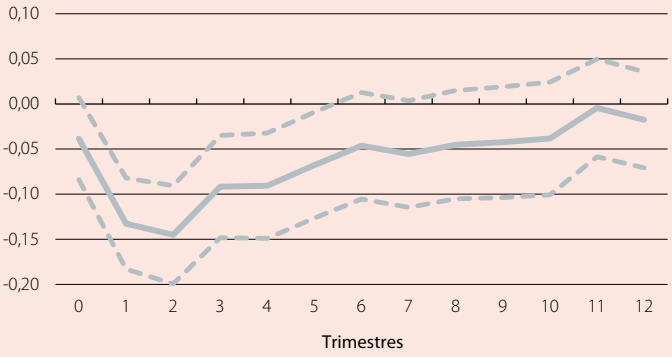
El 2018 ha estat un any intens als mercats financers: la volatilitat ha repuntat fins a nivells no vistos des del 2015, s'han produït múltiples episodis de correccions borsàries i les primes de risc (sobiranes i corporatives) han flexionat a l'alça. Aquest panorama, que contrasta amb força amb un 2017 de volatilitat molt més continguda, ha estat propiciat per l'enduriment de la política monetària global que ha liderat la Fed i que ha posat sota la lupa alguns dels focus de vulnerabilitat acumulats en els últims anys (com l'elevat nivell de deute global o les elevades cotitzacions d'alguns actius financers). Al setembre passat, després d'una nova pujada de tipus de la Fed, la premsa internacional anunciava «el final de la política monetària acomodatícia». Atesa aquesta disjuntiva, hem d'encarar el 2019 analitzant les perspectives per a la política monetària dels dos principals bancs centrals, la Fed i el BCE, i les condicions financeres de les seves economies.

EUA: la Fed davant unes condicions financeres inusuals

Entrant amb més detall en el cas nord-americà, el 2015, la Fed va començar una pujada gradual dels tipus d'interès, englobada dins la normalització de la política monetària, que havia estat extraordinàriament acomodatícia en els anys posteriors a la Gran Recessió. No obstant això, l'augment dels tipus d'interès oficials, així com la reducció de la dimensió del balanç del banc central, no s'ha traduït fins avui en un enduriment significatiu de les condicions financeres nord-americanes. Ho evidencia l'índex de condicions financeres (ICF) de la Fed de Chicago, que es compon de més de 100 variables que afecten el cost del capital, les decisions d'inversió i altres mesures de risc creditici.[1] Històricament, aquest indicador ha mantingut una relació estreta amb el tipus d'interès oficial fixat per la Fed, però, últimament, l'índex se situa en nivells molt similars i fins i tot inferiors als vistos l'any 2014 (quan els tipus van arribar gairebé al 0% i el balanç del banc central no s'havia començat a reduir), ja que les primes de risc es mantenen comprimides, el crèdit continua sent accessible i l'impacte de les correccions borsàries recents ha estat moderat.

EUA: resposta del PIB a un enduriment sobtat de les condicions financeres *

Impacte sobre el creixement intertrimestral (p. p.)



Notes: ** Índex de condicions financeres de la Reserva Federal de Chicago. Les línies discontínues representen un interval de confiança del 95%.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal de Chicago.*

Segons la relació històrica que l'ICF manté amb el tipus d'interès oficial, aquest primer s'hauria de situar força per damunt del nivell actual. El desacoblament entre els dos indicadors planteja diversos escenaris. D'una banda, podríem veure com les condicions financeres flexionen a l'alça de forma gradual sense plantejar disrupcions significatives en l'activitat econòmica. De l'altra, hi ha altres escenaris amb conseqüències més perjudicials per a l'economia nord-americana, com, per exemple, un enduriment sobtat de les condicions financeres o, en canvi, un manteniment de les condicions en nivells molt acomodaticis malgrat l'augment dels tipus d'interès oficials. Els analitzem tot seguit.

Segons les nostres estimacions economètriques, si les condicions financeres recuperessin de sobte la relació històrica amb el tipus d'interès oficial, l'activitat econòmica nord-americana es veuria afectada negativament. En concret, i tal com veiem al primer gràfic, el creixement intertrimestral del PIB dels EUA es reduiria al voltant d'1 dècima cada trimestre com a mínim durant un any. Això aniria acompanyat, a més a més, de diverses afectacions al sector financer, com un augment de la taxa de morositat sobre el crèdit.

En l'altre escenari, unes condicions financeres que es mantinguessin en cotes massa baixes i inalterables als augments de tipus de la Fed, en una economia que es troba ja en una fase madura del cicle –la taxa d'atur se situa, en l'actualitat, en mínims històrics de 50 anys–, plantejarien un risc gens menyspreable de sobreescalfament, que es podria començar a manifestar amb pressions inflacionistes significatives. Normalment, les situacions de sobreescalfament precedeixen les recessions, ja que l'economia creix a ritmes no sostenibles durant un temps perllongat i, entre altres conseqüències, es poden generar bombolles en alguns mercats. Per evitar aquesta situació, la Fed insisteix en l'estratègia de pujades graduals dels tipus d'interès que du a terme, tot i que s'ha trobat amb l'oposició del president Donald Trump a aquestes pujades. Per sort, la independència del banc central dels EUA no és qüestionada i les decisions que

1. Els valors alts d'aquest indicador suggereixen que les condicions financeres als EUA són restrictives, la qual cosa modera el creixement econòmic, mentre que els valors baixos indiquen que l'entorn financer és acomodatici. Per a més informació, vegeu «La resistència de les condicions financeres a l'enduriment de la política monetària», a l'IM03/2018.

es prendran en els propers trimestres continuaran encaminades cap a la normalització de la política monetària.

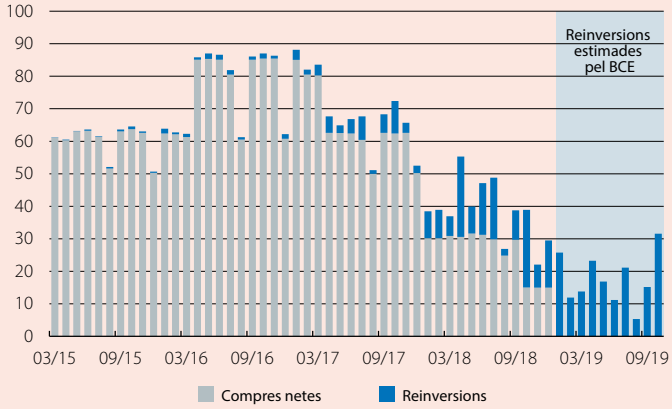
Europa: davant la reorientació del BCE

Passant a Europa, la demanda domèstica encara el 2019 amb la perspectiva de mantenir-se com a principal motor del creixement, i és que, malgrat el final de les compres netes, el BCE continuarà afavorint unes condicions financeres acomodatícies. Per aquest motiu, disposarà de dues grans palanques: la dimensió del balanç i la gestió de les expectatives.

El BCE ha indicat, repetidament, que mantindrà la dimensió del balanç durant un llarg període de temps. Atès que el balanç tendeix per inèrcia a reduir-se (pel venciment dels bons comprats), això farà que el BCE continuï adquirint actius en quantitats significatives a través de les reinversions (vegeu el segon gràfic). És més, el mateix fet de mantenir estable el balanç continuarà donant suport a un entorn de tipus d'interès relativament comprimits i a unes condicions financeres acomodatícies. La raó és que, segons ho mostra l'evidència disponible, els programes de compres d'actius incideixen més sobre les condicions financeres a través de l'efecte estocatge (el volum total d'actius adquirits) que amb el flux mensual de compres. Com ho mostren els estudis que analitzen l'impacte macroeconòmic dels programes, això queda ben il·lustrat en comparar la forta reacció de les condicions financeres quan el banc central anuncia la dimensió total del programa de compra d'actius amb els escassos moviments que s'observen al mercat el dia que el banc central fa efectiva una compra.

BCE: programa de compra d'actius *

Milers de milions d'euros



Nota: ** El programa comprèn compres d'actius de deute públic i de diferents formes de deute privat (corporatiu, ABS i* covered bonds*).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc Central Europeu.*

De cara al 2019, les estimacions del BCE suggereixen que s'ha retirat del mercat un volum de deute prou elevat perquè les condicions financeres no siguin gaire sensibles al final de les compres netes. Per entendre per què, cal tenir en compte que alguns propietaris de bons estan menys disposats a vendre que uns altres. Inicialment, l'Eurosistema va comprar el gros dels actius a agents amb un preu de reserva baix (és a dir, amb més disposició a vendre), com els inversors no residents, però, a mesura que augmentava l'escassetat de bons, va recórrer a venedors amb menys disposició a vendre, com els fons de pensions i les asseguradores. No obstant això, si aquests venedors tenen més preferència per aquests actius (per exemple, perquè desitgen tenir en balanç actius menys arriscats i amb venciments a llarg termini), és probable que, davant les noves emissions de deute públic, aquestes mateixes institucions desitgin adquirir els actius a preus relativament elevats (és a dir, sense exigir uns tipus d'interès substancialment més elevats), de manera que s'afavoreixen uns tipus d'interès estables i en nivells relativament baixos, fins i tot en absència de compres netes del BCE.

A més a més, la mateixa comunicació del BCE, mitjançant la gestió de les expectatives, busca evitar els reajustaments sobtats dels tipus de mercat: per aquest motiu, explicita la intenció de no apujar tipus abans de l'estiu del 2019. És probable que aquesta gestió evolucioni amb l'escenari econòmic, i, a més a més, el 2019, la comunicació s'enfrontarà a la renovació d'una part de la cúpula del BCE. Mario Draghi, el president, acaba el mandat el 31 d'octubre. A més a més, també hauran de trobar substitut per a l'actual economista en cap del BCE, Peter Praet, que acaba el mandat el 31 de maig del 2019, i per a Benoît Coeuré (el mandat del qual acaba el 31 de desembre del 2019). Malgrat que les travesses afavoreixen alguns candidats relativament continuistes,[2] la gestió d'aquests canvis serà important per evitar que siguin percebuts com a reajustaments sobtats en l'evolució futura de la política monetària.

Amb les palanques comentades, el BCE continuarà afavorint un entorn acomodatici. No obstant això, l'escenari tindrà altres aspectes que podrien endurir les condicions financeres més del que seria desitjable, com les conseqüències econòmiques de la geopolítica (per exemple, el *brexit*, les tensions entre la UE i Itàlia o les tensions comercials amb els EUA), la tolerància al risc dels mercats i el contagi que pugui generar l'enduriment de les condicions financeres globals.

En definitiva, els EUA i la zona de l'euro es troben en fases diferents del cicle financer: mentre que la política monetària de la Fed és a prop de passar a ser neutral o, fins i tot, restrictiva, la del BCE es manté en terreny àmpliament acomodatici. Però, en certa manera, els dos s'enfronten a un risc comú: el desacoblament entre la política monetària i les condicions financeres. Les dues institucions intentaran gestionar bé les eines per facilitar un ajust gradual de les condicions financeres als EUA i per mantenir-les en terreny acomodatici a la zona de l'euro.

Adrià Morron Salmeron i Ricard Murillo Gili
CaixaBank Research

2. El president del Bundesbank, Jens Weidmann, que ha criticat de forma repetida i pública les polítiques liderades per Draghi, apareixia com a favorit en les travesses inicials, sota la premissa que el BCE mai ha tingut un president alemany. No obstant això, precisament per la seva forta oposició a les decisions del BCE, sembla que ha perdut suports en favor de candidats més continuistes, com el president del Banc de França, François Villeroy de Galhau.

Politics is the name of the game: dinàmiques i riscos polítics el 2019 i més enllà

Només cal fer una ullada als mitjans de comunicació per constatar els canvis vertiginosos que tenen lloc a nivell polític. En aquest context de transformació constant i de culte a la immediatesa que caracteritza la nostra societat, de vegades és necessari prendre distància de la intensa actualitat informativa i aturar-se a reflexionar: quines característiques té el cicle polític actual a nivell mundial?, quines són les seves manifestacions? Aquestes reflexions, més pausades i meditades, són un exercici necessari per intentar entendre i contextualitzar les dinàmiques polítiques que presenciem.

La importància de la política en les anàlisis econòmiques va adquirir una rellevància especial el 2016, gràcies a l'inesperat resultat del referèndum pel *brexit* i a la victòria de Donald Trump en les presidencials nord-americanes. Després d'un 2017 relativament tranquil, el 2018 s'han obert nombrosos focus de tensió a nivell internacional que compliquen l'entrada al 2019. Els embats proteccionistes dels EUA, les negociacions de les autoritats europees amb el Regne Unit pel *brexit* i amb Itàlia pels pressupostos i les eleccions europees al maig del 2019 són alguns dels desafiaments més rellevants de l'any vinent.

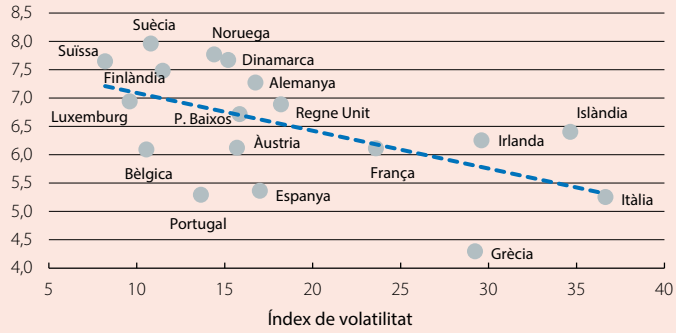
Però quins factors expliquen aquests desafiaments? En aquest article, anirem d'allò general (el nou estat de la política) a allò particular (algunes de les manifestacions concretes d'aquesta nova configuració) i anirem omplint les baules intermèdies per analitzar com l'estat de la política contribueix a explicar les formes de governar que presenciem. En concret, per caracteritzar el cicle polític actual als països occidentals, analitzem l'evolució de tres variables fonamentals: la volatilitat electoral, la polarització política i la qualitat democràtica.

Volatilitat electoral, polarització i democràcia: evidència i conseqüències per a la governança

Quan analitzem la volatilitat electoral, s'intueix un augment molt important dels canvis de vot dels ciutadans entre un procés electoral i el següent. Això és el resultat tant del transvasament de vots entre partits ja existents com de l'augment del suport a noves formacions polítiques. En particular, entre el 2010 i el 2015, la volatilitat electoral als països occidentals ha augmentat el 68%.[1]

Correlació de la volatilitat del vot i l'acompliment de les polítiques públiques *

Acompliment de les polítiques públiques (índex)



Nota: ** S'utilitza el valor mitjà de l'indicador d'acompliment de les polítiques públiques entre el 2013 i el 2016 i el valor mitjà de l'índex de volatilitat entre el 2011 i el 2015. L'indicador d'acompliment va de l'1 al 10, sent 10 la valoració més positiva. L'índex de volatilitat és una mesura de fluxos bruts de vot entre partits.*

Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Quality of Governance Database i del Dataset of Electoral Volatility and its internal components in Western Europe.*

Aquest entorn polític caracteritzat per una major volatilitat pot tenir importants repercussions en la manera d'actuar dels governants, ja que un context amb més competència electoral els pot empènyer a impulsar propostes polítiques més curtterministes per intentar mantenir-se en el poder, tot i que això tingui conseqüències adverses a mitjà termini per al conjunt de l'economia. Malgrat que és cert que també els podria empènyer a centrar-se en polítiques i en reformes importants a mitjà termini si veuen clar que no seran reelegits. Quin d'aquests dos efectes predomina? Tot sembla indicar que el primer (vegeu el primer gràfic), la qual cosa no és sorprenent si tenim en compte que és natural que els responsables polítics decideixin utilitzar un ampli ventall de ressorts per allargar el seu mandat. En efecte, la correlació entre l'índex d'acompliment de les polítiques públiques de l'institut Bertelsmann –que mesura el grau de reformes que els països necessiten a mitjà termini– i la volatilitat electoral és clarament negativa.

El segon factor que analitzem és l'evolució de la polarització política, entesa com el grau d'allunyament dels partits polítics de les posicions centristes. Els resultats no deixen lloc a dubtes: la polarització política ha augmentat de forma important als països avançats des de la crisi financera. Això està íntimament vinculat a l'augment de la volatilitat i a l'auge de noves formacions populistes amb posicions escorades a la dreta i a l'esquerra de l'espectre polític.

Les conseqüències més interessants de l'augment de la polarització es donen, en especial, en el pla del conegut *trade-off* entre l'aplicació de polítiques curtterministes i les reformes profundes. Així, l'informe de Bertelsmann[2] documenta que l'augment de la polarització entorpeix l'abast de consensos polítics amplis i obstaculitza la possibilitat d'impulsar reformes a mitjà termini. Aquest

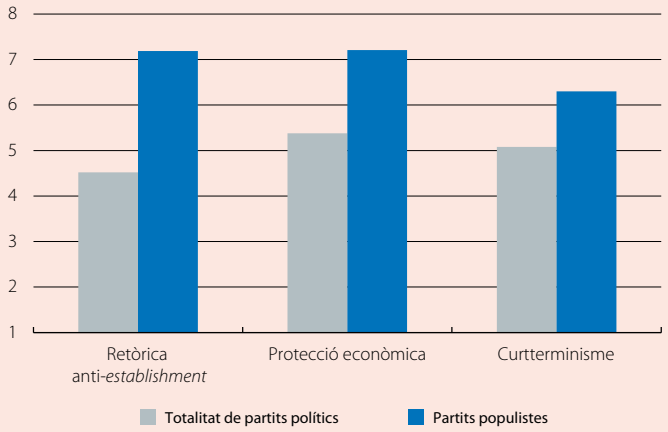
1. L'índex de volatilitat és una mesura dels fluxos bruts de vots entre partits. Es tenen en compte tres tipologies: la volatilitat explicada per fluxos cap a partits ja existents, l'explicada per fluxos cap a partits nous i l'explicada per fluxos cap a partits minoritaris (< 1% dels vots).
2. Vegeu SGI 2018 (2018), «Policy Performance and Governance Capacities in the OECD and EU», Bertelsmann Stiftung.

tipus de conclusió no és, però, totalment nova: ja el 2012, un estudi[3] documentava que una major polarització política es relacionava amb una menor qualitat governamental, un efecte que semblava especialment important en democràcies joves.

A més a més, l'auge dels populismes redueix l'espai per impulsar reformes amb un horitzó temporal ampli i, en canvi, explica l'augment de polítiques curtterministes, com, per exemple, les polítiques de caire proteccionista. En aquest sentit, un estudi recent construeix un índex que mesura el grau de les polítiques de protecció econòmica dels partits polítics europeus (que inclouen barreres comercials i a la immigració) i un altre que mesura fins a quin punt es deixen de banda les polítiques importants a llarg termini. Els resultats mostren que els partits populistes exhibeixen, de mitjana, un índex de protecció econòmica el 34% superior a la mitjana del conjunt de tots els partits europeus, mentre que el seu índex de «desistiment» de les polítiques importants a llarg termini és el 24% superior al total de la mostra (vegeu el segon gràfic).

Caracterització del populisme a Europa

*Índex **



Nota: ** L'indicador de l'índex va d'1 a 10, sent 1 el mínim i 10 el màxim.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Guiso, L. et al. (2017), «Populism: Demand and Supply», Center for Economic Policy Research Discussion Paper, 11.871.*

Un últim element que, pel que sembla, defineix la dinàmica política més recent és un deteriorament de la qualitat democràtica.[4] Així, per exemple, entre el 2006 i el 2016, el nombre de democràcies electorals al món no va augmentar i les formes de govern no democràtiques van guanyar suport. Segons el Pew Research, el 49% dels ciutadans a nivell global veuria amb bons ulls un Govern format per un comitè d'experts que no hagi estat validat per les urnes.

De la teoria a la pràctica: els riscos (geo)polítics del 2019

Els riscos de caràcter (geo)polític del 2019 que s'albiren són manifestacions pròpies d'aquest nou entorn polític que configura una manera de governar més curtterminista. Comencem pel repunt de les tensions proteccionistes, una de les manifestacions que ja ens ha acompanyat aquest 2018 arran de l'*America First* i que, ara com ara, sembla que es mantindrà el 2019. Es tracta de mesures que, a curt termini, poden augmentar el suport electoral dels ciutadans als quals s'ofereix protecció davant la competència exterior. No obstant això, a mitjà termini, les polítiques de caire aïllacionista solen tenir conseqüències adverses sobre el creixement econòmic. En aquesta línia, el creixement mundial es podria reduir entre 0,1 i 0,6 p. p. en els propers anys i fins a 1 p. p. en el cas dels EUA en funció de la magnitud de les mesures proteccionistes que finalment es duguin a terme.[5] De cara al 2019, preocupa, en especial, que les tensions comercials entre la Xina i els EUA empitjorin fins al punt que s'acabin imposant limitacions a les inversions entre els dos països, així com que els EUA imposin finalment aranzels al sector automobilístic.

A Europa, el *brexit* i les disputes entre la Comissió Europea i el Govern italià en matèria pressupostària són altres manifestacions de caràcter geopolític derivades de les noves tendències polítiques: prevalen els rèdits polítics més immediats, però l'augment de satisfacció a curt termini que per a molts votants representa el fet de distanciar-se de les dinàmiques comunitàries que emanen de Brussel·les i, en certa manera, abraçar l'eslògan *My Country First* es veu contrarestat pels efectes disruptius a mitjà termini que representa un xoc frontal amb la UE.

Una altra manifestació rellevant del cicle polític actual és el qüestionament que, des de la política, es fa de les principals institucions econòmiques i tècniques de les nostres economies. En particular, ja hi ha articles acadèmics que aventuren un augment de les interferències polítiques de caràcter populista en les polítiques monetàries. Això és especialment contraproduent en un context en què es replantegen els objectius de política monetària dels bancs centrals.[6]

Finalment, cal destacar que, malgrat que les noves dinàmiques polítiques són preocupants, no ens hem de deixar dur pel pessimisme. Tenim dues bones raons per no fer-ho. La primera és que aquestes dinàmiques haurien de representar un toc d'atenció perquè els partits polítics més establerts posin sobre la taula els temes de política en majúscules. La segona és que aquest nou escenari es podria emmarcar en un procés de maduració i de redisseny de les institucions polítiques i econòmiques i que, per tant, es tracti de les turbulències prèvies a un nou *statu quo* més sòlid i inclusiu.

Clàudia Canals i Javier Garcia-Arenas
CaixaBank Research

3. Vegeu Xezonakis, G. (2012), «Party System Polarisation and Quality of Government», Working Paper Series, Universitat de Gotemburg. L'estudi utilitza una mostra de 39 països entre el 1984 i el 2009.
4. Tal com ho recull l'informe de Bertelsmann especificat a la nota 2.
5. El cas més extrem comportaria un increment mutu de 10 p. p. dels aranzels entre els EUA i tots els seus socis comercials. Estimacions de CaixaBank Research basades en les quantificacions realitzades per l'FMI, pel Banc d'Anglaterra i per l'OCDE.
6. Vegeu Goodhart, C. i Lastra, R. «Populism and central bank independence», Open Economies Review, 29, núm. 1 (2018), 49-68.

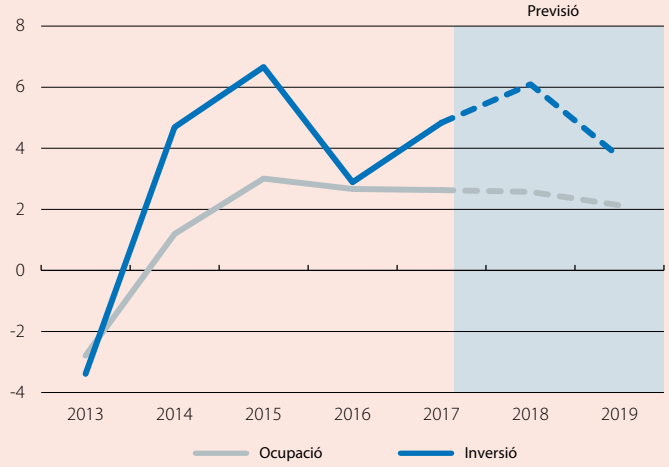
L'economia espanyola el 2019: un any de transició cap a cotes més sostenibles

Som a prop d'acabar el 2018 i, com és habitual en aquestes dates, ens volem abstreure de les preguntes concretes que agiten el nostre dia a dia, prendre una mica de perspectiva i pensar què podem esperar de l'any que s'acosta. Tal com veurem, preveiem que el 2019 serà recordat com un any de transició: l'any en què l'economia va deixar de prémer l'accelerador, va canviar de marxa i es va instaurar en una còmoda velocitat de creuer.

Abans d'entrar en prospectives, un petit *detour*. No és possible entendre cap a on anem sense repassar de forma succinta el passat recent. L'economia espanyola ve d'experimentar tres anys de creixement molt elevat. Aquest elevat ritme de creixement ha estat possible gràcies a diferents factors. Primer, a l'embranzida cíclica: en sortir de la recessió, moltes àrees de l'economia espanyola oferien un ampli marge per créixer i, quan les perspectives econòmiques van millorar, la simple recuperació de l'activitat, des de les cotes tan baixes que s'havien assolit durant la crisi, va oferir un fort impuls al creixement.[1] L'embranzida cíclica també es va veure beneficiada, per exemple, per algunes de les reformes que l'economia espanyola va dur a terme en l'àmbit laboral o al sector financer. Segon, l'economia espanyola es va beneficiar d'una sèrie de factors temporals que van donar un major impuls a la recuperació. D'aquests factors, destaquem la intensa caiguda del preu del petroli que va tenir lloc al final del 2014, la compressió dels tipus d'interès arran de la política monetària expansiva del BCE i la recuperació econòmica global, que va ajudar a dinamitzar les exportacions espanyoles i va potenciar el sector turístic.[2]

No obstant això, ja el 2017, aquests factors de suport, o vents de cua, van començar a perdre força i, en alguns casos, fins i tot, es van girar de cara, com és el cas del petroli, el preu del qual s'ha recuperat de forma gradual des de mitjan 2017.[3] Així mateix, el context internacional ha patit un lleuger deteriorament en els últims trimestres: la normalització de la política monetària dels EUA ha començat a tenir un impacte sobre els mercats i l'escalada de les tensions comercials entre els EUA i la Xina ha pesat sobre el clima de confiança global en els últims mesos. Totes aquestes dinàmiques s'han reflectit en les últimes dades disponibles fins avui sobre l'economia espanyola, que mostren que el ritme de creixement de l'economia s'ha moderat en relació amb els registres dels últims anys, tot i que encara es manté en cotes elevades. Així, doncs, amb aquest marc de fons, què podem esperar per al 2019?

Espanya: ocupació i inversió
Variació interanual (%)



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

Per començar, preveiem que la demanda interna es mantindrà com el principal motor de creixement de l'economia. Aquesta previsió es basa, principalment, en dos eixos. Primer, en la bona evolució del mercat laboral, que continua llançant elevades taxes de creixement de l'ocupació. Malgrat que cal esperar que el ritme de creació d'ocupació es moderi a mesura que ho faci l'activitat, les perspectives favorables de la demanda i l'elevat grau de folgança que subsisteix al mercat laboral suggereixen que l'economia continuarà generant ocupació a un ritme lleugerament superior al 2%. Així mateix, a la bona evolució de l'ocupació, cal afegir una recuperació incipient dels salaris, que ja es comença a apreciar en les últimes dades i que preveiem que prosseguirà el 2019.[4] Tot plegat continuarà donant suport al consum privat. Segon, cal esperar que la inversió mantingui una dinàmica favorable, tot i que una mica més moderada, gràcies al context de condicions financeres acomodatícies i a les perspectives favorables de la demanda (vegeu el primer gràfic).

Per la seva banda, la demanda externa mantindrà un to moderat. Després de créixer els últims trimestres per sota del que s'esperava, a causa del repunt de la incertesa provocada per les tensions comercials entre els EUA i la Xina i de la desacceleració del sector turístic, preveiem que les exportacions s'aniran recuperant parcialment. No obstant això, malgrat aquesta recuperació, el bon comportament de la demanda interna comportarà un increment de les importacions, que farà que la contribució del sector exterior al creixement acabi sent gairebé nul·la en els propers trimestres.

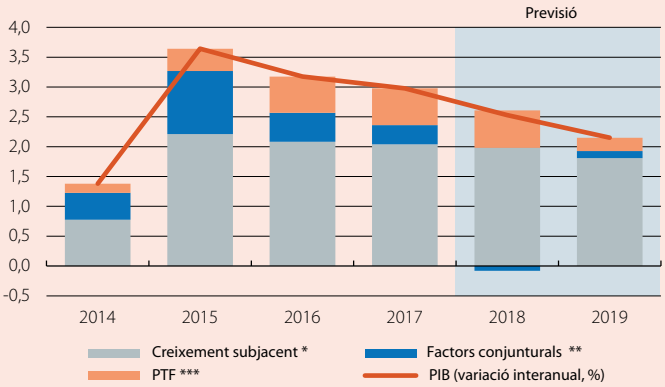
Com es conjuguen tots aquests elements? Doncs bé, la bona dinàmica que mostren l'ocupació i la inversió sostindrà el creixement de l'economia. Al segon gràfic, mostrem la previsió de creixement del PIB per al 2019 (del 2,1%) i la seva descomposició en

1. El principal exemple és el del mercat laboral: el 2013, la taxa d'atur es va situar en el 26,1%, un registre molt per damunt de la mitjana entre el 2000 i el 2007, del 10,5%.
2. Per a una anàlisi més detallada de la contribució d'aquests factors de suport, vegeu «Fins a quin punt ens ha de preocupar la desacceleració de l'economia espanyola?», a l'IM10/2018.
3. El preu del petroli va passar dels 47,6 dòlars al juny del 2017 als 79,1 dòlars al setembre del 2018.
4. Per exemple, els increments salarials pactats en conveni fins a l'octubre del 2018 van ser de l'1,7%, mentre que els signats un any abans van ser de l'1,4%.

funció de la contribució del component subjacent –el creixement que s'explica per l'acumulació dels factors de producció: capital i treball–, els factors conjunturals (el preu del petroli, els tipus d'interès i el turisme) i la productivitat total dels factors.[5] Tal com es pot observar, l'elevat creixement registrat entre el 2015 i el 2017 va ser producte d'un fort repunt del creixement subjacent, arran del ferm creixement de l'ocupació, de la recuperació de la inversió i de l'impuls dels vents de cua. En canvi, de cara al 2018 i al 2019, podem veure com aquests vents de cua s'han esgotat i el creixement s'estabilitzarà al voltant del creixement del component subjacent, que mantindrà un bon to, gràcies als sòlids fonaments de l'economia (el capital i l'ocupació), i de la contribució de la PTF, que preveiem que serà modesta, però coherent amb l'experiència històrica recent.[6] D'aquesta manera, malgrat l'esvaïment dels factors conjunturals, podem veure que l'economia continuarà avançant a un ritme elevat i més sostenible.

Espanya: previsions de creixement

Contribució al creixement (p. p.)



Notes: ** El creixement subjacent es defineix com el creixement del PIB que s'explica per l'acumulació dels factors de producció: ocupació i capital. ** Els factors conjunturals engloben les aportacions al creixement provinents de les variacions en el preu del petroli, en els tipus d'interès i en el saldo dels serveis turístics. *** La productivitat total dels factors (PTF) és el residu sobrant.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE i del Banc d'Espanya.*

Per definició, el futur és incert. D'aquesta manera, l'anàlisi de les perspectives de l'economia seria incomplet sense tenir en compte que l'any vinent pot albergar algun esdeveniment imprevist que distorsioni el curs esperat dels esdeveniments. Per reflectir aquesta incertesa, a la taula següent, mostrem la sensibilitat d'una sèrie de variables macroeconòmiques davant dos escenaris. El primer escenari seria representatiu d'un *shock* negatiu en alguna de les principals economies del món, però amb un impacte contingut a nivell global. Per exemple, arran d'una desacceleració sobtada de l'economia nord-americana després de la finalització de l'embranzida fiscal de l'Administració Trump i/o de l'impacte de les tensions comercials amb la Xina.[7] El segon escenari és una mica més sever i està inspirat en una versió més suavitzada de l'episodi de la crisi del deute sobirà que va tenir lloc entre el 2010 i el 2012. Aquest escenari es podria donar si el pols entre el Govern italià i la Comissió Europea pugés de to i es qüestionés la sostenibilitat del deute públic italià. Tal com ho mostra la taula, en funció de l'escenari considerat, l'economia espanyola s'enfrontaria a una desacceleració més o menys intensa de l'esperada. No obstant això, en els dos casos, l'economia es mantindria allunyada de la possibilitat d'una recessió, la taxa d'atur es continuaria reduint, malgrat que a un ritme inferior al predit, i la prima de risc augmentaria de forma moderada.

Desviació en relació amb l'escenari central

(p. p.)

	2019			2020		
	Escenari central *	Escenari 1: *Shock* internacional amb repercussions limitades	Escenari 2: *Shock* amb origen a la zona de l'euro	Escenari central	Escenari 1: *Shock* internacional amb repercussions limitades	Escenari 2: *Shock* amb origen a la zona de l'euro
PIB	2,1%	–0,3	–0,8	2,0%	–0,2	–0,4
Taxa d'atur	13,6%	0,3	0,8	12%	0,5	1,0
Preu de l'habitatge (variació interanual)	4,2%	–0,5	–2,2	4,5%	–0,4	–2,5
Prima de risc (p. b.)	113	11	63	89	6	43

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

A tall de conclusió, el 2019 se'ns presenta amb bones perspectives. Els fonaments que impulsen el creixement es mostren ben ancorats i la desacceleració observada en relació amb els anys anteriors no deixa de reflectir el curs natural del cicle econòmic. Això, malgrat tot, no ens hauria de conduir a la complaença. Els reptes de l'economia, entre els quals destaquem el comportament modest de la productivitat del país, el deute públic elevat i la dualitat al mercat laboral, són seriosos i hauríem d'aprofitar el bon moment cíclic actual per canalitzar-los.

Oriol Carreras
CaixaBank Research

5. La productivitat total dels factors s'obté com el residu entre el creixement del PIB i el creixement explicat per l'acumulació dels factors de producció i els factors conjunturals. Segons aquesta definició, el creixement que aporta la PTF també podria ser considerat com una part del creixement subjacent.
6. Segons les estimacions del Banc d'Espanya (vegeu Mora-Benito, E. i Chenxu Fu 2018, «The evolution of Spanish total factor productivity since the global financial crisi»), la contribució de la PTF al creixement entre el 2001 i el 2007 va ser de –0,4 p. p., entre el 2008 i el 2013 va ser de –0,7 p. p. i entre el 2014 i el 2015 va ser de 0,8 p. p.
7. L'episodi històric en què ens hem basat per a la generació de l'escenari és la crisi de la bombolla *dotcom* que va tenir lloc entre el 2000 i el 2002 i que va generar una desacceleració important de l'economia nord-americana, tot i que va tenir un impacte global moderat.

Les perspectives de Portugal: creixement saludable per a estona

En acabar el 2018, el PIB de Portugal ja havia tornat als nivells del 2008[1] i havia recuperat el terreny perdut després de la crisi financera internacional de fa 10 anys i de la crisi del deute sobirà de la zona de l'euro. No oblidem d'on venim: en un escenari d'aversió al risc, que va dificultar l'obtenció de finançament al mercat, va ser necessari recórrer a un programa d'assistència financera externa que va durar entre el 2011 i el 2014[2] i que va obligar a la correcció dels desequilibris existents, un ajust que va provocar una caiguda acumulada del PIB del 6,0%.[3] El 2014, l'economia va iniciar un període de recuperació, amb ritmes d'expansió cada vegada més ferms i que van culminar amb un creixement del 2,8% el 2017. L'augment de competitivitat ha estat un dels grans artífexs de la recuperació i s'ha traduït en un major pes de les exportacions en el PIB, del 34% del 2011 al 47% del 2017. El 2018, el creixement s'ha mantingut robust, tot i que ha patit una desacceleració suau, la qual cosa reflecteix la desaparició de factors de suport externs que després analitzarem i l'entrada de l'economia en una fase més madura del cicle. Com s'ha comportat recentment l'economia i, sobretot, què cal esperar el 2019-2020?

Les dades més recents ens indiquen que la desacceleració s'explica per dos factors: una contribució negativa de la demanda externa i l'alentiment de la inversió, però, en conjunt, les perspectives econòmiques continuen sent esperançadores.

Portugal: quadre macroeconòmic

Variació interanual (%)

	2017	2018	2019	2020
Consum privat	2,3	2,3	2,0	1,8
Consum públic	0,2	0,8	0,6	0,2
Formació bruta de capital fix	9,2	4,2	4,7	4,5
Invers. en béns d'equip. i transp.	13,7	6,6	6,5	5,5
Invers. en construcció	8,3	4,6	6,2	5,5
Demanda interna *(contrib.)*	**3,1**	**2,4**	**2,3**	**2,1**
Exportacions	7,8	6,8	5,2	4,3
Importacions	8,1	7,1	6,0	4,5
Demanda externa *(contrib.)*	**–0,3**	**–0,3**	**–0,4**	**–0,2**
PIB	**2,8**	**2,1**	**1,9**	**1,9**

Font: *CaixaBank Research.*

L'impacte negatiu de la demanda externa és el resultat de l'acceleració del creixement de les importacions, sobretot de béns d'inversió, però també de béns de consum, en especial béns duradors i automòbils. Alguns d'aquests factors són clarament temporals, com, per exemple, l'acceleració de la importació de vehicles en el 3T 2018: l'expectativa (que finalment no es va materialitzar) d'uns ajustos fiscals que havien d'incrementar el cost d'adquisició dels automòbils a partir del setembre va empènyer les llars a anticipar les compres abans d'aquesta data, però aquest efecte s'esvairà en els propers trimestres. No obstant això, l'acceleració de les importacions també té un component més estable: la inversió i el consum de les famílies[4] continuaran sent fortes, la qual cosa continuarà impulsant les importacions. Això i un menor creixement de les exportacions, afectades per la desacceleració de la demanda global i per una reducció de l'activitat turística, implicarà la continuació de les contribucions negatives de la demanda externa.

Sector turístic: quadre de sensibilitat del PIB

Variació interanual (%)

	2017 *	Escenari 1	Escenari 2
VAB turisme	10,0	5,0	0,0
Impacte en el PIB ** (p. p.) el 2018-2019		–0,2	–0,6

Notes: ** Estimació per al 2017 a partir de les últimes dades disponibles (2015).*
*** L'impacte sobre el PIB es calcula a partir del pes del valor afegit brut (VAB) del turisme en el VAB total. L'escenari 1 té una probabilitat del 80% i projecta una desacceleració moderada de l'activitat turística. L'escenari 2 té una probabilitat del 20% i assumeix l'estancament del sector.*
Font: *CaixaBank Research.*

En aquesta línia, el sector turístic, principal responsable de la correcció del desequilibri extern en els últims anys, ja té menys marge de recorregut a l'alça. Una desacceleració moderada de la contribució al creixement de l'activitat turística –l'escenari més raonable– tindria un impacte estimat de –0,2 p. p. en el creixement del PIB (en relació amb l'aportació que va realitzar aquest sector el 2015). Un estancament del sector restaria 0,6 p. p. al creixement.

No obstant això, malgrat que les exportacions perdin una mica de gas, cal destacar que[5] continuaran sent el principal motor del creixement de l'economia i es beneficiaran de la millora de la competitivitat de l'economia i del major pes del sector de béns i serveis comerciables.

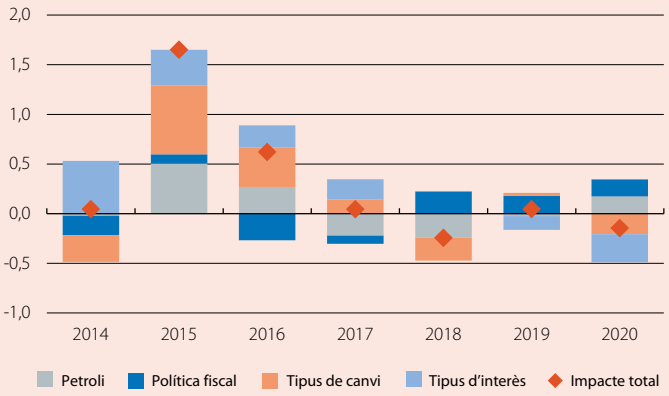
La inversió, per la seva banda, és l'únic component que es continuarà situant per sota dels nivells previs a la crisi al final de l'any, però mantindrà el dinamisme. Diferents factors suggereixen que aquest component continuarà creixent al voltant del

1. El 2008, el PIB real era de 181,8 milers de milions d'euros i, el 2018, se situarà en els 183,8 milers de milions d'euros.
2. El programa tenia com a objectiu la correcció estructural dels desequilibris en les finances públiques i en els comptes externs, el despalanquejament de l'economia i la implementació de reformes per eliminar els principals obstacles estructurals al creixement.
3. Equivalent a una contracció mitjana anual de l'1,5%.
4. La contribució importada de cada unitat d'inversió i de consum és del 32% i del 22%, respectivament (Banc de Portugal, Butlletí Econòmic, desembre del 2017).
5. El contingut importador de les exportacions és elevat (el 45%), de manera que la seva expansió repercuteix en un major volum d'importacions.

5%, un ritme inferior al del 2017, però encara notable. En particular, la continuïtat d'unes condicions de finançament acomodatícies podria impulsar les decisions d'inversió en un context en què la capacitat productiva s'apropa ja als nivells màxims.

En definitiva, la demanda interna continuarà contribuint de forma substancial al creixement, gràcies, sobretot, al dinamisme del consum privat, que continuarà rebent el suport de la solidesa del mercat laboral. Així, l'ocupació va créixer el 2,1% en el 3T 2018 i les perspectives per als propers trimestres continuen sent positives. No obstant això, el consum podria ser una mica menys ferm que el 2017 i el 2018, ja que la reduïda taxa d'estalvi –que se situa en el 4,4% de la renda bruta disponible (mínim històric)– limitarà la capacitat de les famílies d'augmentar els nivells de despesa de forma sostinguda en els propers anys.

Portugal: impacte sobre el creixement dels vents de cua i de cara
(p. p.)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE, d'Eurostat, del Banc de Pagaments Internacionals i del Banc de Portugal.*

Els factors que condicionen els patrons de creixement

La recuperació de l'economia entre el 2014 i el 2016 després de l'aplicació del programa d'assistència financera hauria estat més lenta sense la presència d'una sèrie de vents de cua que van afavorir el creixement. Es tracta, principalment, del comportament del preu del petroli –entre el juny del 2014 i el gener del 2015, va caure dels 112 dòlars per barril als 50 dòlars–, de la davallada dels tipus d'interès arran de les polítiques monetàries acomodatícies del BCE i de la depreciació de l'euro en relació amb el dòlar, el 22% entre el març del 2014 i l'abril del 2015. Aquests factors van estar particularment presents entre el 2014 i el 2016, però, en la conjuntura actual, molts d'aquests vents de cua s'han esgotat o, fins i tot, s'han girat de cara. Els exemples més clars són el preu del petroli i el tipus de canvi: el preu del petroli va passar de 48 dòlars al juny del 2017 a, aproximadament, 80 dòlars a l'octubre del 2018 i l'euro s'ha apreciat el 9% en relació amb el dòlar des de l'inici del 2017.

Atès el viratge dels vents de cua, estimem l'impacte dels tres factors esmentats anteriorment (petroli, tipus d'interès i tipus de canvi) i també de la política fiscal sobre el creixement previst del PIB en el període 2018-2020.

Com s'observa al gràfic, els preus del petroli i el tipus de canvi tenen un impacte negatiu substancial sobre el creixement el 2018 i explicarien una bona part de l'actual desacceleració de l'economia. Així i tot, el seu efecte negatiu no s'allargarà el 2019, ja que la depreciació recent de l'euro i l'expectativa que el petroli es vagi moderant impliquen que la major part de l'efecte es concentri el 2018.

Per la seva banda, l'impacte positiu dels baixos tipus d'interès s'ha esvaït al llarg del 2018 i es tornarà negatiu el 2019, quan s'iniciarà el cicle de normalització de la política monetària del BCE. Aquests efectes negatius són clarament compensats per la política fiscal, que, entre el 2018 i el 2020, tindrà un caràcter relativament expansiu que donarà suport al creixement.

En definitiva, l'impacte negatiu net dels quatre factors analitzats en el nostre senzill exercici quantitatiu no superarà els –0,25 p. p. del PIB el 2018, serà gairebé nul el 2019 (tot i que podria arribar als –0,2 p. p. si el turisme es desaccelerés) i podria assolir els –0,15 p. p. el 2020, a causa de l'expectativa d'un enfortiment gradual de l'euro i de la normalització de la política monetària. En comparació, aquests factors van contribuir positivament amb 1,6 i amb 0,6 p. p. al creixement el 2015 i el 2016, respectivament. Aquestes estimacions consoliden la perspectiva que, en els propers anys, el creixement pot ser una mica més moderat. Així i tot, el menor suport dels factors temporals no comportarà una erosió gaire onerosa per al creixement, en la mesura que l'economia lusitana traurà profit d'alguns avanços a nivell estructural (per exemple, la reducció del deute públic i el major pes del sector exportador). Així, la desacceleració que veiem haurà de ser entesa com l'entrada de l'economia en una fase més avançada del cicle, que es materialitzarà en ritmes d'expansió propers a un saludable 2,0%.

Daniel Belo i Teresa Gil Pinheiro
BPI Research

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:

Brexit: crònica d'un *shock* desconegut

- ***Brexit*: compte enrere**
- **Quina serà la futura relació entre la UE i el Regne Unit?**

Baixos tipus d'interès: fins quan?

- **El cicle demogràfic de l'estalvi i els tipus d'interès**
- **L'impacte de les condicions i de les vulnerabilitats financeres sobre el creixement**

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

- **Les finances públiques, el taló d'Aquil·les de l'economia brasilera**
- **Turbulències financeres a les economies emergents: avantsala d'alguna cosa més?**

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

- **Nou impuls del sector exportador**
- **Espanya torna a importar tant?**

CaixaBank Research

ELEMENTAL CHLORINE FREE GUARANTEED

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