IM01

INFORME MENSUAL
NÚMERO 430 | GENER 2019

ENTORN ECONÒMIC I FINANCER

MERCATS FINANCERS
Una expansió fiscal a la italiana

ECONOMIA INTERNACIONAL
El creixement de la zona de l'euro: entre poc i massa

ECONOMIA ESPANYOLA
Un major dinamisme dels salaris comportarà una major inflació a Espanya?

ECONOMIA PORTUGUESA
Portugal: la indústria de l'automòbil lidera les exportacions de béns

DOSSIER: CREIXEMENT INCLUSIU: CREAR OPORTUNITATS PER A TOTHOM

Creixement inclusiu: les forces del futur

L'educació com a palanca per al creixement inclusiu

Polítiques d'ocupació per a un creixement inclusiu

Cohesió social i creixement inclusiu: indissociables

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Gener 2019

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

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

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

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

ÍNDEX

1 EDITORIAL

3 RESUM EXECUTIU

4 PREVISIONS

7 MERCATS FINANCERS
9 *Una expansió fiscal a la italiana*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL
15 *El creixement de la zona de l'euro: entre poc i massa*

19 ECONOMIA ESPANYOLA
21 *Un major dinamisme dels salaris comportarà una major inflació a Espanya?*

24 ECONOMIA PORTUGUESA
26 *Portugal: la indústria de l'automòbil lidera les exportacions de béns*

29 DOSSIER: CREIXEMENT INCLUSIU: CREAR OPORTUNITATS PER A TOTHOM
29 *Creixement inclusiu: les forces del futur*
Clàudia Canals
31 *L'educació com a palanca per al creixement inclusiu*
Ricard Murillo Gili
33 *Polítiques d'ocupació per a un creixement inclusiu*
Josep Mestres
35 *Cohesió social i creixement inclusiu: indissociables*
Javier Ibáñez de Aldecoa Fuster

Creixement inclusiu

Una part important i creixent de la societat no percep de forma directa el creixement econòmic que mostren les xifres macro. Aquesta sensació reflecteix la pressió de diferents fenòmens sobre la desigualtat a la majoria de les economies occidentals. Alguns d'aquests fenòmens són tendències de fons, com la globalització i el canvi tecnològic, que han promogut el creixement econòmic, però també han incidit de forma negativa sobre el nivell d'ocupació i dels salaris en determinats sectors i professions. S'hi afegeix, també, l'envelliment de la població, que limita el creixement de les pensions públiques. En l'àmbit més conjuntural, la crisi econòmica ha provocat un augment de l'atur a llarg termini i, al mateix temps, ha intensificat la pressió sobre les finances públiques, la qual cosa ha comportat, en molts casos, l'ajustament de la despesa social.

Atesa aquesta situació, és imprescindible una agenda econòmica que promogui un creixement més inclusiu. Òbviament, per raons d'equitat i de justícia social, però també per raons d'eficiència, perquè un creixement desigual dificulta, per exemple, l'acumulació de capital humà en les famílies de rendes més baixes, de manera que es malgasta talent. I, a més a més, per evitar la proliferació de moviments populistes que empitjorin la situació i que posin en risc el conjunt d'un sistema econòmic que, al capdavall, ha demostrat la seva capacitat per generar prosperitat a llarg termini i, fins i tot, el nostre sistema polític de democràcia liberal, que és el que millor pot protegir les nostres llibertats individuals i el pluralisme polític.

Una política econòmica que promogui el creixement inclusiu ha de fomentar, per força, l'ocupació de qualitat. Una ocupació que permet viure dignament i que ofereix perspectives de desenvolupament professional i personal és el vehicle fonamental per participar directament i per beneficiar-se del progrés general de l'economia. Per aquest motiu, són fonamentals les polítiques educatives, que ens han de preparar per al canvi tecnològic i per a un món en què guanyen importància l'aprenentatge continuat i la capacitat de reciclar-se.

Hem de reconèixer, però, que els canvis en les polítiques educatives només podran tenir un efecte significatiu a llarg termini. A curt termini, les polítiques vinculades al mercat de treball són claus. En aquest àmbit, la reducció de la dualitat –un llast per a l'acumulació de capital humà– i un major pes de les polítiques actives –que inclouen la formació i el reciclatge de persones aturades– són dues prioritats clares. Les polítiques de salari mínim també poden ser un mecanisme per reduir la desigualtat, però és necessari vigilar el seu possible impacte advers sobre la creació d'ocupació i sobre la competitivitat de les empreses. La política impositiva pot complementar les polítiques de salari mínim amb la introducció, per exemple, de tipus negatius sobre les rendes més baixes (la qual cosa augmenta la progressivitat del sistema i promou la creació d'ocupació, en lloc de penalitzar-la).

En general, promoure polítiques de creixement inclusiu requerirà recursos que es poden aconseguir de dues maneres: mitjançant la reducció de despeses no prioritàries o mitjançant l'augment dels ingressos fiscals. Reprioritzar, però, exigeix avaluar els resultats de les polítiques públiques i de les despeses associades, quelcom que no es fa de forma habitual. Fer-ho permetria desviar recursos cap a les intervencions que demostrin ser més efectives. És urgent impulsar una cultura i una estructura institucional orientades a l'avaluació de resultats en l'àmbit de les Administracions públiques. Per la part dels ingressos, mesures contra el frau i un replantejament de determinats beneficis fiscals que contempla el sistema impositiu poden oferir un cert recorregut a l'alça sense necessitat d'apujar els impostos.

Sovint s'emfatitza el fet que fomentar la inclusió –l'equitat– té un cost en termes de creixement econòmic –d'eficiència. I segur que hi ha circumstàncies en què això és així. Malgrat tot, sospito que, en la majoria dels casos, això és degut a la matusseria a l'hora de dissenyar les polítiques econòmiques orientades en aquesta direcció. El moment actual ens exigeix, sens dubte, més finor.

Enric Fernández
Economista en cap
31 de desembre de 2018

Cronologia

DESEMBRE 2018

7 L'OPEP i els seus socis acorden retallar la producció de cru en 1,2 milions de barrils diaris entre el gener i el juny del 2019.
13 El BCE confirma que posa fi a les compres netes d'actius al desembre del 2018.
19 La Fed augmenta el tipus oficial en 25 p. b. i el situa en l'interval 2,25%-2,50%.

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).

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).

Agenda

GENER 2019

3 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (desembre).
8 Portugal: ocupació i atur (novembre).
9 Portugal: comerç internacional (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).
29-30 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
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).
31 Espanya: avanç del PIB (4T).
Espanya: avanç de l'IPC (gener).
Zona de l'euro: PIB de la zona de l'euro (4T).

FEBRER 2019

4 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (gener).
6 Portugal: ocupació i atur (4T).
8 Portugal: comerç internacional (desembre).
11 Portugal: IPC (gener).
14 Japó: PIB (4T).
Portugal: avanç del PIB (4T).
21 Espanya: comerç exterior (desembre).
22 Espanya: crèdits, dipòsits i taxa de morositat (desembre).
27 Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (febrer).
28 Espanya: avanç de l'IPC (febrer).
Espanya: balança de pagaments (desembre).
Portugal: execució pressupostària de l'Estat (desembre).
Portugal: ocupació i atur (gener).

A les portes d'un any exigent

La volatilitat financera ha tornat per quedar-se. El final del 2018 ha estat turbulent als mercats financers, de manera que es tanca un any com feia temps que no es recordava. En els 12 últims mesos, s'han viscut tres grans correccions de la borsa: una arrencada infausta del 2018, l'anomenat «octubre vermell» i ara un desembre dels pitjors en molt de temps, que han situat gairebé tots els índexs borsaris en el pitjor any des de la Gran Recessió. També ha distat molt de la placidesa l'evolució de la renda fixa. La *yield* sobirana nord-americana va fluctuar al voltant del 3% durant la major part de l'any, però es va acabar enfonsant fins a la zona del 2,5%, i les primes de risc sobiranes de la perifèria europea i de molts emergents han tornat a repuntar. La variabilitat més intensa ha correspost, però, al petroli, que va marcar un màxim anual de 85 dòlars per barril de Brent a l'octubre i ha tancat l'any en la zona dels 55 dòlars. Què explica aquest any d'oscil·lacions extremes als mercats financers? Sense cap mena de dubte, el 2018, han estat importants la continuïtat del tensionament monetari als EUA i les primeres etapes de sortida de l'excepcionalitat monetària a Europa. En termes generals, però, res d'això es pot considerar una sorpresa, ja que els bancs centrals van comunicar les intencions al mercat amb prou antelació. No, la clau cal buscar-la en la incertesa, que no ha donat cap respir.

La incertesa no dona treva. I és que incertesa és, probablement, la paraula que resumeix el 2018. Incertesa pròxima, com la que assola Europa en forma de poques certeses sobre el *brexit* i molts dubtes sobre l'autèntic grau de compromís a Itàlia amb la sostenibilitat de les finances públiques. Incertesa, una mica més llunyana, sobre l'abast final del gir proteccionista nord-americà i la resposta xinesa. Incertesa, també, sobre quina serà l'autèntica capacitat de creixement dels EUA a mesura que s'esvaeixi l'impuls fiscal. O sobre si, en la fase madura del cicle nord-americà, podrem evitar sorpreses d'inflació que alterin la ruta de la Fed cap a un major enduriment monetari. Incertesa, en definitiva, sobre quin acabarà sent l'autèntic ritme de creixement que experimentarem el 2019.

I, malgrat tot..., no estem tan malament. Tot i que el balanç de riscos està clarament esbiaixat a la baixa i que el repàs de les diferents fonts d'incertesa provoca un cert vertigen, cal tenir en compte que la desacceleració global del creixement parteix d'un context de fort avanç de l'activitat en el passat. El 2017, el creixement mundial va ser del 3,7%; el de la zona de l'euro, del 2,5%; el d'Espanya, del 3,0%, i el de Portugal, del 2,8%. Per al 2018, el creixement global estimat és similar al de l'any anterior, mentre que, a Europa, la desacceleració és més evident: la zona de l'euro creixerà l'1,9%; Espanya, el 2,5%, i Portugal, el 2,1%. Són xifres raonablement positives, en especial si es té en compte que una gran part de la pèrdua de ritme és deguda a l'esvaïment de factors de suport temporals.

Els vents de cua eren importants, però, sense ells, Espanya i Portugal continuen creixent a bon ritme. En els últims anys, diferents economies europees, com l'espanyola i la portuguesa, s'han beneficiat dels anomenats vents de cua, és a dir, del creixement aportat per un seguit de factors beneficiosos per a l'activitat, com el descens del petroli, la depreciació de l'euro i les condicions financeres acomodatícies. Segons estimacions pròpies, en el cas del creixement espanyol, la reversió parcial d'aquests factors explica gairebé tota la desacceleració del 2018, mentre que, en el cas portuguès, també és responsable d'una part substancial de la desacceleració econòmica.

Unes bases de creixement sòlides a les economies ibèriques. Que Espanya i Portugal mantinguin ritmes de creixement notables, fins i tot en el context d'esvaïment dels vents de cua, ens informa que les dinàmiques actuals de les seves economies es continuen beneficiant de les millores estructurals dels últims anys. Als dos països, la recuperació del crèdit al sector privat reflecteix l'embranzida de la demanda de finançament i les condicions favorables de concessió, però també ratifica que el sanejament bancari ha estat un èxit. Una lectura també positiva deriva de l'evolució de les finances públiques, que continuen millorant i que allunyen, per si hi havia algun dubte, la situació de la política fiscal espanyola i portuguesa de l'equivalent italiana. I, finalment, cal recordar que la bonança laboral és notòria als dos països, la qual cosa proporciona un puntal de suport important a la demanda interna, a més de tenir derivades socials obertament positives i molt necessàries. Aquest 2019, en definitiva, serà un any exigent, amb importants riscos a l'horitzó, però que s'afronta des d'una posició de partida raonablement sòlida.

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	2,79	3,29	3,20
Líbor 12 mesos	3,86	1,18	1,67	2,05	3,08	3,41	3,25
Deute públic 2 anys	3,70	0,72	1,18	1,84	2,68	3,20	3,10
Deute públic 10 anys	4,70	2,70	2,49	2,41	2,83	3,40	3,30
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	–0,36	–0,10	0,40
Euríbor 1 mes	3,18	0,93	–0,37	–0,37	–0,37	–0,08	0,42
Euríbor 3 mesos	3,24	1,13	–0,32	–0,33	–0,31	–0,04	0,44
Euríbor 6 mesos	3,29	1,30	–0,22	–0,27	–0,24	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	–0,60	0,08	0,73
Deute públic 10 anys	4,30	2,21	0,29	0,35	0,25	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	–0,18	0,98	1,73
Deute públic 5 anys	3,96	5,42	2,05	0,46	0,47	1,56	2,24
Deute públic 10 anys	4,49	5,90	3,75	1,84	1,72	2,56	3,11
Prima de risc	19	369	346	149	147	130	115
TIPUS DE CANVI							
EUR/USD (dòlars per euro)	1,13	1,33	1,05	1,18	1,14	1,23	1,24
EUR/JPY (iens per euro)	129,50	127,13	122,41	133,70	127,89	129,15	131,44
USD/JPY (iens per dòlar)	115,34	96,09	116,06	113,02	112,38	105,00	106,00
EUR/GBP (lliures per euro)	0,66	0,83	0,85	0,88	0,90	0,86	0,85
USD/GBP (lliures per dòlar)	0,59	0,62	0,80	0,75	0,79	0,70	0,69
PETROLI							
Brent ($/barril)	42,32	90,70	54,92	64,09	57,33	67,00	66,00
Brent (euros/barril)	36,35	67,78	52,10	54,17	50,38	54,47	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	3,5	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	1,6	1,8	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	0,6	1,9	0,8	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*	*4,5*	*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	3,7	–1,5	1,5
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	0,6	1,5	1,8
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	1,9	1,8
França	1,8	1,3	0,3	1,2	2,1	1,8	1,7
Itàlia	1,8	1,4	0,0	1,3	1,3	1,5	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	2,2	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	4,7	5,1	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	1,9	1,9
Consum de les AP	5,0	0,8	1,0	1,9	2,0	1,2	1,1
Formació bruta de capital fix	6,0	–4,1	2,9	4,8	5,5	3,7	2,8
Béns d'equipament	5,3	–0,3	5,3	6,0	6,7	4,3	2,8
Construcció	6,2	–7,0	1,1	4,6	5,7	3,7	2,8
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,6	–1,6	2,4	2,9	3,0	2,1	1,9
Exportació de béns i serveis	4,8	2,4	5,2	5,2	2,0	3,3	4,0
Importació de béns i serveis	7,1	–1,5	2,9	5,6	3,6	3,5	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	2,1	1,8
Consum de les AP	2,3	–0,8	0,8	0,2	0,7	0,6	0,3
Formació bruta de capital fix	–0,3	–4,2	2,4	9,2	4,2	4,3	4,5
Béns d'equipament	1,3	–1,0	7,6	13,7	7,0	6,5	5,5
Construcció	–1,6	–7,0	–1,3	8,3	3,7	6,2	5,5
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,5	–1,4	2,1	3,1	2,4	2,2	2,1
Exportació de béns i serveis	5,2	3,4	4,4	7,8	3,9	5,0	4,3
Importació de béns i serveis	3,6	1,2	4,7	8,1	4,9	3,4	4,3
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

Els mercats financers tanquen un any de volatilitat

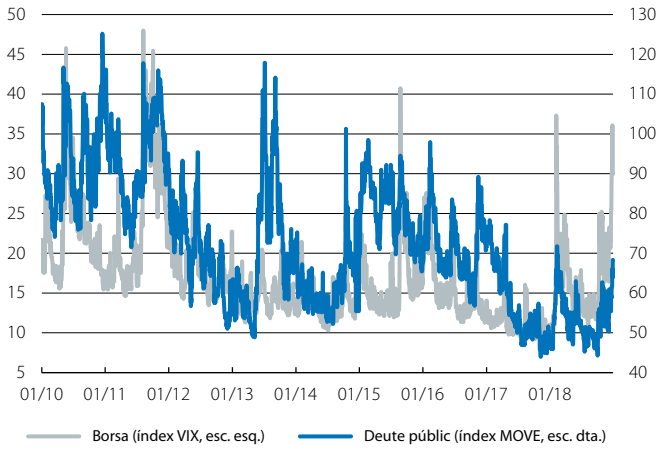
L'any acaba amb inquietud entre els inversors. Els mercats financers han viscut el 2018 intensament, amb diferents episodis de correccions borsàries, amb una alça gradual de les primes de risc sobre el deute corporatiu, amb repunts d'anada i tornada en les primes de risc sobirà de la perifèria de la zona de l'euro, amb l'enfortiment del dòlar enfront de les principals divises avançades i, en especial, emergents, i amb una forta volatilitat del preu del petroli. Tot plegat s'ha produït en un entorn de més tensions geopolítiques i comercials i de retirada dels estímuls de política monetària, uns elements amb què s'ha deixat enrere l'entorn de molt baixa volatilitat dels últims anys. Aquest canvi de panorama s'ha notat, en particular, als mercats de renda variable, on els principals índexs borsaris, amb reculades acumulades properes al –15% en el conjunt del 2018, han patit el pitjor any des del 2009-2011. Per la seva banda, als mercats de renda fixa, els tipus d'interès sobirans han mostrat una volatilitat elevada, condicionats per les tensions polítiques, per l'embranzida alcista de les pujades de tipus de la Fed i pels temors al fet que, el 2019, l'economia global es desacceleri més de l'esperat. Aquestes dinàmiques es van palpar bé al desembre, quan es van combinar la quarta pujada de tipus de l'any per part de la Fed, el final del QE del BCE, les noves pèrdues a les borses, una reculada clara dels tipus d'interès sobirans (amb uns inversors que amb prou feines anticipen una pujada dels tipus de referència de la Fed el 2019) i una nova caiguda del preu del petroli.

La volatilitat persisteix a les borses internacionals. Al desembre, les borses internacionals van patir un nou repunt d'aversió al risc i van tancar l'últim mes de l'any en negatiu. Els principals parquets van començar el mes amb un to moderadament dubitatiu, que es va tornar pessimista quan la Fed va dur a terme la quarta pujada de tipus de l'any. Així, l'índex VIX (un indicador de volatilitat) va repuntar fins a nivells no vistos des de les correccions del febrer i les borses de les economies avançades van patir pèrdues generalitzades i significatives. En concret, els principals índexs nord-americans van perdre gairebé el 9%, mentre que, a la zona de l'euro, les reculades es van situar al voltant del 6%. D'altra banda, l'índex MSCI per al conjunt d'economies emergents va recular de forma més moderada, tot i que les pèrdues al bloc emergent també van ser generalitzades als parquets asiàtics i llatinoamericans (amb reculades properes al 3% i a l'1,5%, respectivament).

La Fed apuja els tipus d'interès per quarta vegada el 2018 i el BCE confirma el final del QE. Tal com s'esperava, en l'última reunió de l'any, la Fed va incrementar el tipus d'interès de referència objectiu en 25 p. b., fins a l'interval 2,25%-2,50%. D'aquesta manera, amb les quatre pujades de tipus acumulades el 2018, que se sumen a les tres del 2017, la política monetària nord-americana deixa de ser acomodatícia i entra en una regió més neutral en relació amb el cicle econòmic; una regió

Volatilitat implícita als mercats financers

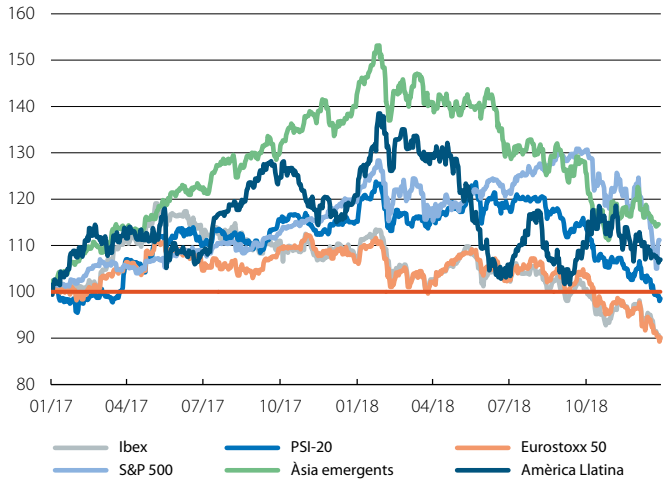
Índex *Índex*



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

Principals borses internacionals

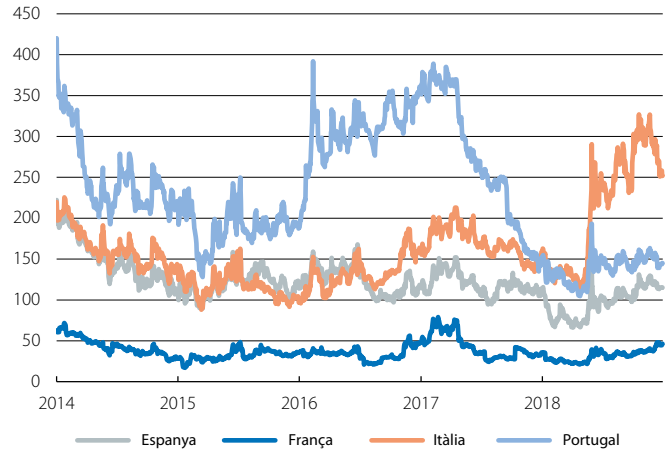
Índex (100 = gener 2017)



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

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

(p. b.)



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

en què, probablement, es mantindrà el 2019: segons les últimes projeccions, els membres de la Fed esperen dos increments de tipus el 2019, d'acord amb l'escenari de CaixaBank Research. Per la seva banda, el BCE va confirmar el final de les compres netes d'actius i va reiterar la intenció de mantenir els tipus d'interès inalterats, com a mínim, fins després de l'estiu del 2019. A més a més, va recordar que continuarà present als mercats durant un període llarg de temps mitjançant la reinversió dels actius en balanç que vagin vencent, una estratègia que, segons va detallar el BCE, es continuarà regint per l'anomenada clau de capital (la contribució relativa de cada país al capital del BCE) i pel principi de neutralitat als mercats (de manera que les reinversions s'ajustin al perfil de venciments mitjà existent al mercat secundari). D'aquesta manera, malgrat el final de les compres netes d'actius, el BCE mantindrà una política monetària acomodatícia al llarg del 2019.

Els tipus d'interès sobirans flexionen a la baixa i el dòlar manté la fortalesa. Les turbulències als mercats borsaris i un cert escepticisme dels inversors sobre les futures pujades dels tipus de referència de la Fed van pressionar a la baixa els tipus d'interès dels EUA i d'Alemanya. A més a més, als EUA, va destacar l'aplanament de la corba de tipus sobirans, amb un diferencial entre els tipus a 10 anys i a 3 mesos que es va situar per sota dels 40 p. b. per primera vegada des del 2007. D'altra banda, a la zona de l'euro, les primes de risc perifèriques van rebre amb optimisme l'acord assolit entre Itàlia i la Comissió Europea sobre el pressupost italià per al 2019 (vegeu la secció d'Economia Internacional) i, en el cas d'Espanya i de Portugal, van disminuir i van tornar als nivells de l'inici de l'any. Aquesta millora del sentiment també es va notar al mercat de divises, on, al llarg del mes, l'euro es va apreciar en relació amb la majoria de divises de les economies avançades. Per la seva banda, al Regne Unit, la intensificació de la incertesa sobre el *brexit* va penalitzar la cotització de la lliura (el –1,3% en el canvi amb l'euro). Finalment, a les economies emergents, les divises van fluctuar de manera moderada i dispar enfront del dòlar.

L'OPEP i els seus socis acorden una retallada conjunta en la producció de petroli. Després de l'enfonsament del preu del barril de Brent al novembre, els països membres de l'OPEP i els seus socis (com Rússia, Kazakhstan i Mèxic) van anunciar, el 7 de desembre, una reducció conjunta de la producció de cru en 1,2 milions de barrils diaris (en relació amb els nivells produïts a l'octubre del 2018), en un acord que es començarà a implementar al gener del 2019 i que tindrà una durada inicial de sis mesos. No obstant això, l'anunci va ser rebut amb ambigüitat pels mercats, i, després d'unes sessions d'indecisió, el preu del barril de Brent va acabar reculant al desembre per tercer mes consecutiu i va reflectir els temors dels inversors al fet que, de tota manera, el 2019 hi hagi un excés d'oferta de cru.

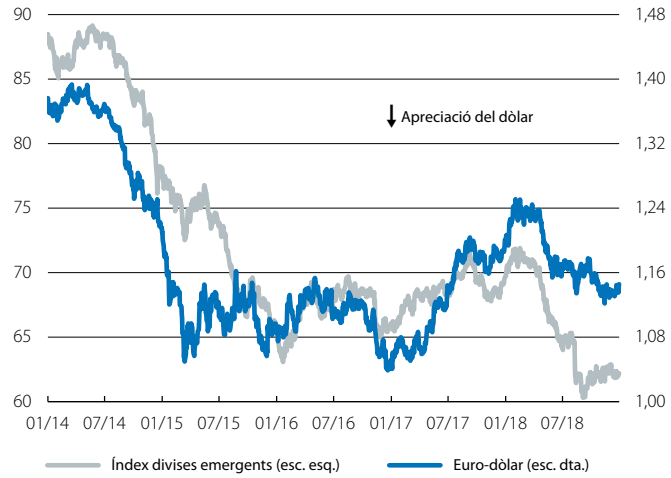
Rendibilitat del deute públic a 10 anys

(%)

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

Divises internacionals enfront del dòlar

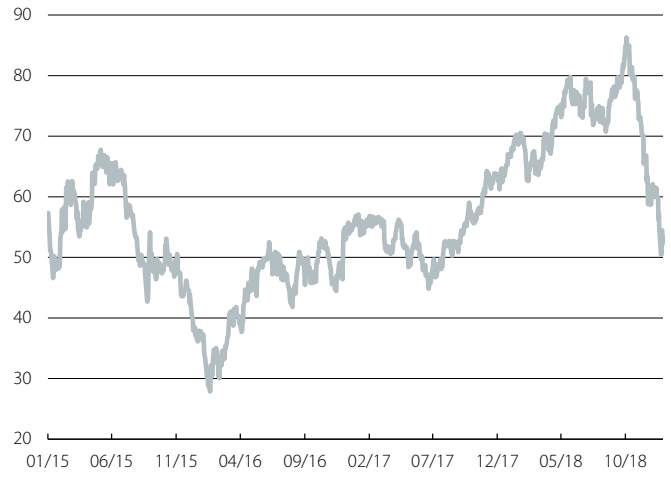
(Índex) *(Dòlars per euro)*



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

Preu del petroli Brent

(Dòlars per barril)



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

Una expansió fiscal a la italiana

Les perspectives econòmiques a Itàlia s'han deteriorat de forma considerable en aquests últims mesos, a causa, en gran part, de les tensions que ha generat el programa del Govern de coalició italià als mercats financers i amb Brussel·les. En concret, l'Executiu confia que podrà impulsar l'activitat econòmica mitjançant una expansió fiscal, però aquest pla genera dubtes sobre la sostenibilitat dels comptes públics i ha tensionat les condicions financeres d'Itàlia. En aquest Focus, analitzem l'impacte negatiu que pot tenir l'enduriment de les condicions financeres sobre l'economia italiana i si aquest impacte pot compensar l'efecte positiu sobre el PIB de l'estímul fiscal.

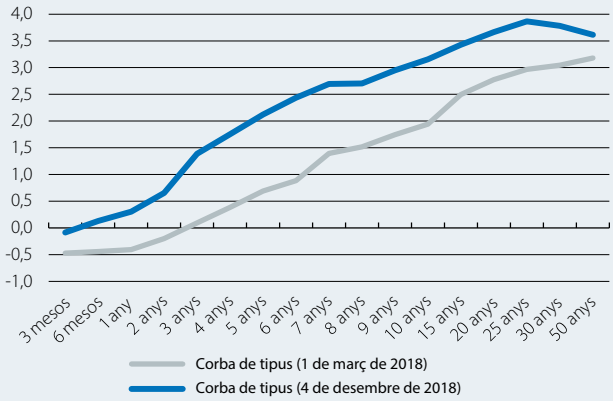
En efecte, com ho mostra el primer gràfic, des de les eleccions generals italianes del març del 2018, els tipus d'interès del deute sobirà italià han augmentat de forma considerable. Per exemple, el tipus d'interès del bo a 10 anys ha passat de l'1,9% al 3,2% en només nou mesos. Així mateix, les tensions als mercats financers i el deteriorament de les perspectives per a les finances públiques han empès les agències de qualificació creditícia a rebaixar el *rating* sobirà italià.[1]

Aquests esdeveniments poden tenir implicacions importants per a l'economia italiana. En primer lloc, un augment elevat i sostingut dels tipus d'interès dels bons sobirans es traduirà, inevitablement, en un cost de finançament més elevat del deute públic, i forçarà Itàlia a destinar més recursos al pagament d'interessos del deute i en limitarà la capacitat fiscal per afrontar futurs *shocks* adversos. Estimem que aquest impacte serà petit a curt termini (ja que el venciment mitjà del deute italià és relativament alt, de 6,9 anys). No obstant això, les nostres estimacions indiquen que un augment del tipus d'interès del bo a 10 anys fins al 3,5% de manera permanent conduiria a una trajectòria ascendent de la ràtio de deute públic a partir del 2021 si el superàvit primari (que exclou el pagament d'interessos) es mantingués al voltant de l'1,5% (és a dir, només lleugerament per sota del nivell actual) i amb un creixement nominal del PIB, aproximadament, del 2,5%.

En segon lloc, un enduriment del cost de finançament del sector públic sol comportar, també, un deteriorament de les condicions de finançament de les empreses al mercat. Efectivament, tal com ho mostren el segon i tercer gràfics, des del març passat, els tipus d'interès dels bons corporatius (sènior) emesos per les principals empreses italianes no financeres han augmentat entre 30 p. b. i 190 p. b., mentre que els bons emesos per les principals entitats bancàries del país han augmentat 133 p. b. (de mitjana, per a bons amb un venciment, en general, a cinc anys vista). En aquest context, un cost de finançament més elevat per a la banca se sol traduir en un augment dels tipus d'interès dels préstecs i en una menor disponibilitat de crèdit per al sector privat, amb un impacte sobre les decisions de despesa de les empreses i de les llars.

Itàlia: corba de tipus d'interès del deute sobirà

(%)



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

Així mateix, les tensions al mercat de deute sobirà també poden contribuir a afeblir els balanços dels bancs i d'altres entitats financeres italianes, amb conseqüències sobre la seva posició de capital. En particular, aquestes entitats tenen (de mitjana) una elevada exposició al deute sobirà domèstic –el 10% dels seus actius el constitueixen bons sobirans emesos pel Govern italià–,[2] i han de reflectir, en el seu capital, qualsevol canvi en el valor de mercat d'aquests bons.[3] Per aquest motiu, quan es produeixen forts repunts dels tipus d'interès sobirans (és a dir, fortes caigudes en el preu dels bons), aquestes institucions poden veure erosionat el seu capital a través dels ajustos negatius en la valoració d'aquests bons. De fet, el BCE estima que, només en el 2T 2018, la revaloració dels bons sobirans va tenir un impacte negatiu important (de 25 i de 84 p. b.) sobre les ràtios de capital CET1[4] –la principal mesura de solvència financera que usa el regulador bancari– dels principals bancs italians.[5]

Ara com ara, però, l'impacte sobre l'oferta de crèdit bancari no ha estat visible. Així, la nova concessió de préstecs i els tipus d'interès, tant a les empreses com a les llars, es

1. A l'octubre, Moody's va rebaixar la nota creditícia a Itàlia fins a situar-la només un graó per damunt del grau especulatiu. Per la seva banda, Fitch i S&P van mantenir la nota creditícia d'Itàlia, però van canviar les perspectives de *rating* a negatives.

2. Per al conjunt de la zona de l'euro, la mitjana és del 4,0% dels actius.
3. En particular, els canvis en el valor (raonable) dels instruments financers classificats com a títols comercialitzables (en la categoria d'«actius financers disponibles per a la venda») s'han de registrar directament en el patrimoni net de l'entitat.
4. La ràtio de capital *common equity tier 1* es calcula com la divisió entre el capital de més qualitat (compost, principalment, per accions i reserves) sobre els actius ponderats per risc.
5. BCE (2018), «Financial Stability Review», novembre.

mantenen en nivells similars als de l'abril.[6] Així mateix, en l'última enquesta de préstecs bancaris del BCE,[7] les entitats italianes no van reportar canvis significatius en les condicions de finançament a les empreses i a les llars, tot i que van destacar que el cost de finançament i les restriccions de balanç havien guanyat pes com a factors que poden contribuir a un enduriment dels criteris de concessió de crèdit. El menor impacte sobre el crèdit bancari pot ser degut al fet que el *passthrough* és més lent que en períodes anteriors,[8] a la millor capitalització dels bancs[9] i a l'abundant liquiditat que hi ha al mercat –que permet als bancs accedir a altres fonts de finançament menys costoses, com les operacions de refinançament a llarg termini del BCE (les anomenades TLTRO), i que abarateix altres fonts tradicionals, com els dipòsits.[10]

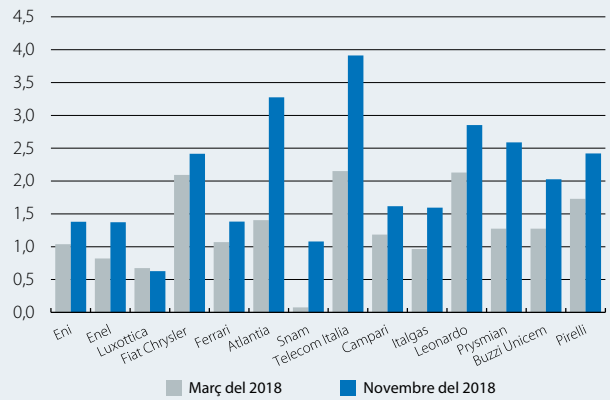
No obstant això, si les tensions persisteixen, cal esperar que l'efecte negatiu de l'enduriment de les condicions financeres sobre el crèdit bancari (i, per tant, sobre les decisions de consum i d'inversió) es faci més evident. Així mateix, un afebliment continuat de les posicions de capital forçaria els bancs italians a trobar maneres alternatives per reforçar la solvència: per exemple, reduint el risc dels actius, o mitjançant una reducció del crèdit, o bé acudint al mercat per aixecar capital –però, per fer-ho, les condicions al mercat de renda variable han de ser favorables.

En aquest context, cal preguntar-se quin efecte podria arribar a tenir l'enduriment de les condicions financeres sobre l'activitat econòmica agregada. Per calcular-lo, estimem –a partir de la relació històrica entre les dues variables–[11] l'impacte d'un *shock* en la prima de risc italiana a 10 anys sobre el creixement real de l'economia. Les nostres estimacions suggereixen que un augment de 100 p. b. del tipus sobirà a 10 anys sostingut al llarg de quatre trimestres pot reduir el creixement anual del PIB real en 0,47 p. p. Això implicaria que el repunt de tipus observat des del 2T 2018 pot haver afectat negativament el creixement en la segona meitat del 2018 i pot continuar llastant-lo durant el 2019.

D'altra banda, l'expansió fiscal que contempla el Govern italià és de 0,9 p. p. de PIB.[12] Atès que diverses estimacions situen el multiplicador fiscal[13] per a Itàlia entre el 0,5 i el 0,8, l'impuls fiscal tindria un impacte positiu sobre el PIB de 0,5 p. p. el 2019. No obstant això, aquest efecte depèn de les mesures específiques que s'acabin implementant[14] i del manteniment de la confiança inversora (en cas contrari, la inversió privada es podria reduir més enllà del que suggeriria l'augment del cost de capital). Per tant, en termes nets, si persisteix l'enduriment de les condicions financeres, qualsevol efecte expansiu de la política fiscal sobre l'economia quedarà fàcilment diluït i, fins i tot, pot causar una desacceleració del creixement el 2019.

Itàlia: tipus d'interès dels bons sènior de les empreses no financeres

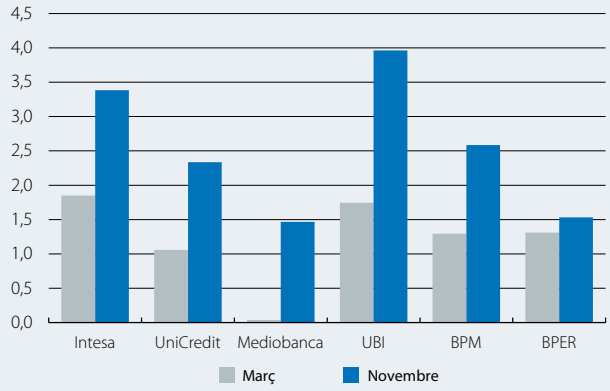
(%)



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

Itàlia: tipus d'interès dels bons sènior de la banca

(%)



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

6. Dades del BCE fins a l'octubre del 2018.
7. Duta a terme en el 3T.
8. Vegeu, per exemple, Albertazzi, U. *et al.* (2014), «The impact of the sovereign debt crisis on the activity of Italian banks», on s'estima que un augment en 100 p. b. de la prima de risc italiana es tradueix, normalment, després de tres o de quatre mesos, en un augment dels tipus d'interès bancaris de 20 p. b.
9. Al final del 2014, la ràtio de capital CET1 mitjana del sector es va situar en l'11,7%, en relació amb el 13,9% del tancament del 2T 2018. La millor capitalització fa que els bancs siguin menys susceptibles a augments dels costos de finançament i a canvis en el valor dels bons sobirans.
10. Els dipòsits de residents –que representen, aproximadament, el 63% del total del finançament dels bancs– continuen sent la principal font de finançament dels bancs italians i, ara com ara, continuen creixent a bon ritme (el 3% interanual).
11. En particular, les relacions es modelitzen mitjançant un VAR, amb dades compreses entre el 2000 i el 2018.
12. Segons el deteriorament del balanç estructural –balanç pressupostari ajustat pel cicle econòmic i per *one-offs* i altres mesures temporals– previst en el pla pressupostari enviat a Brussel·les el 13 de novembre del 2018.
13. L'augment del PIB com a resposta a l'expansió fiscal.
14. Cap a la meitat de desembre, l'Executiu italià va revisar a la baixa l'objectiu de dèficit per al 2019. Cal veure quines seran les mesures concretes que s'implementaran i la dimensió de l'expansió fiscal.

Tipus d'interès (%)

	31-des	30-nov	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	–0,31	–0,32	1	2,0	2,0
Euríbor 12 mesos	–0,12	–0,15	3	6,6	6,6
Deute públic a 1 any (Alemanya)	–0,57	–0,63	6	6,8	6,8
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	–0,61	–0,60	–1	1,7	1,7
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	0,24	0,31	–7	–18,7	–18,7
Deute públic a 10 anys (Espanya)	1,42	1,50	–8	–14,7	–14,7
Deute públic a 10 anys (Portugal)	1,72	1,83	–11	–22,3	–22,3
EUA					
Fed funds (límit superior)	2,50	2,25	25	100,0	100,0
Líbor 3 mesos	2,81	2,74	7	111,6	111,6
Líbor 12 mesos	3,01	3,12	–11	90,3	90,3
Deute públic a 1 any	2,60	2,68	–8	86,8	86,8
Deute públic a 2 anys	2,49	2,79	–30	60,7	60,7
Deute públic a 10 anys	2,68	2,99	–31	27,5	27,5

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

	31-des	30-nov	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2018 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	89	81	8	43,9	43,9
Itraxx Financer Sènior	109	104	4	64,7	64,7
Itraxx Financer Subordinat	228	211	18	123,8	123,8

Tipus de canvi

	31-des	30-nov	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2018 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,147	1,132	1,3	–4,5	–4,5
EUR/JPY (iens per euro)	125,830	128,440	–2,0	–7,0	–7,0
EUR/GBP (lliures per euro)	0,899	0,887	1,3	1,2	1,2
USD/JPY (iens per dòlar)	109,690	113,570	–3,4	–2,7	–2,7

Primeres matèries

	31-des	30-nov	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2018 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	409,2	416,2	–1,7	–5,4	–5,4
Brent ($/barril)	53,8	58,7	–8,4	–19,5	–19,5
Or ($/unça)	1.282,5	1.222,5	4,9	–1,6	–1,6

Renda variable

	31-des	30-nov	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2018 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	2.506,9	2.760,2	–9,2	–6,2	–6,2
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	3.001,4	3.173,1	–5,4	–14,3	–14,3
Ibex 35 (Espanya)	8.539,9	9.077,2	–5,9	–15,0	–15,0
PSI 20 (Portugal)	4.731,5	4.914,1	–3,7	–12,2	–12,2
Nikkei 225 (Japó)	20.014,8	22.201,8	–9,9	–12,1	–12,1
MSCI emergents	965,7	994,7	–2,9	–16,6	–16,6

Cap a una desacceleració global de fons

Pausa temporal en la senda de desacceleració global? Després d'uns trimestres complicats, en què l'impuls dels indicadors globals de sentiment econòmic ha cedit, les últimes dades disponibles mostren que alguns indicadors de confiança representatius, com l'indicador compost PMI global, han flexionat a l'alça. Una lectura similar es pot extreure dels indicadors d'activitat dels emergents, com l'anomenat IIF Growth Tracker, que tracta d'estimar el creixement contemporani d'aquests països i que, al novembre, va sumar dos mesos consecutius a l'alça. Més enllà que aquesta sigui una pausa en l'alentiment econòmic més o menys dilatada en el temps, els registres dels indicadors globals suggereixen un ritme d'activitat inferior a l'existent en trimestres anteriors, i, si revisem els factors subjacents a aquesta moderació econòmica, tot fa pensar que la desacceleració observada des de l'inici de l'any continuarà en el futur.

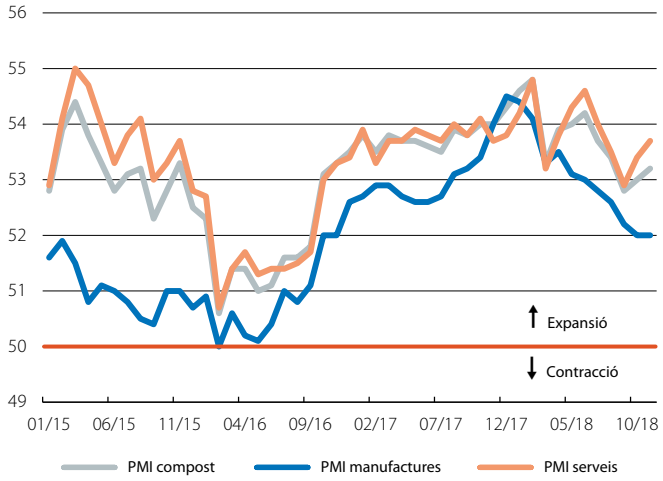
Els factors que llasten el creixement continuen actius. El procés de desacceleració econòmica global dels últims trimestres s'explica per una conjunció de factors, de naturalesa diversa, que actuen de forma simultània i que s'espera que continuaran llastant (de manera moderada) el creixement mundial en els pròxims temps. D'entrada, les condicions financeres globals s'han tornat menys acomodatícies, per la intervenció d'alguns bancs centrals (principalment, i com és notori, per la normalització monetària de la Fed), però també pel repunt de la volatilitat financera a moltes borses i, en certs casos, de les *yields* sobiranes. A més a més, la incertesa geopolítica (en particular, el desenvolupament de l'anomenat gir proteccionista dels EUA, que ha conduït a una espiral de tensions comercials amb la Xina i, en menor mesura, amb la UE) ja té un peatge en els fluxos de comerç internacional. Així, al setembre, el creixement interanual del comerç va ser del 2,4%, en relació amb el 5,6% de l'inici del 2018. Finalment, l'evolució de les primeres matèries, en sentit ampli, no només del petroli, ha flexionat a la baixa en la segona meitat de l'any: l'índex CRB, que mesura un conjunt ampli de cotitzacions de primeres matèries, ha caigut el 7% des del juny. Atès que aquesta és una font clau de creixement a molts emergents, és lògic que perdin impuls.

ESTATS UNITS

L'activitat manté un to vigorós, però els focus de risc no s'apaivaguen. Així, l'índex de confiança del consumidor elaborat pel Conference Board es va situar en els 135,7 punts al novembre, un nivell considerablement superior a la mitjana del 2017 (120,5), i l'índex de sentiment empresarial (ISM) va rebotar fins als 59,3 punts, de manera que es manté en cotes històricament elevades. En la mateixa línia, la segona estimació del PIB del 3T va ratificar el bon *momentum* de l'economia nord-americana (amb un avanç del 0,9% intertrimestral i del 3,0% interanual). En aquest context de xifres d'activitat fermes, els EUA i la Xina van acordar paralitzar la imposició de nous aranzels

Indicadors d'activitat mundial

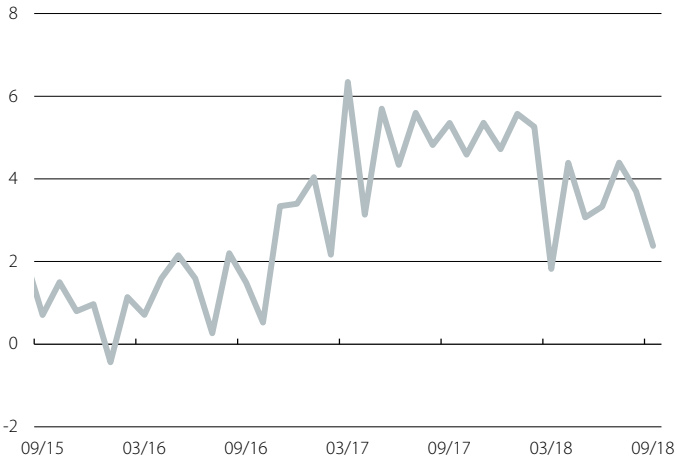
Nivell



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

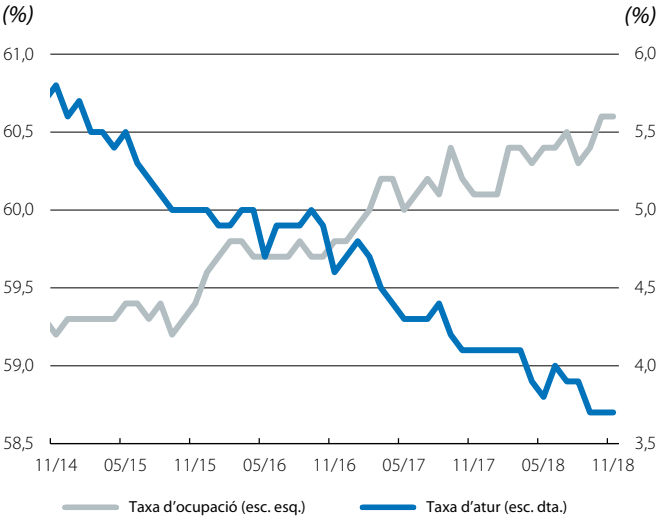
*Comerç internacional de béns **

Variació interanual (%)



Nota: ** En volums.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del CPB World Trade Monitor.*

EUA: mercat laboral



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

durant 90 dies mentre negocien les característiques de les futures relacions bilaterals. Malgrat que aquesta anomenada «treva comercial» ha comportat un cert alleujament, encara queda lluny una solució definitiva del conflicte.

En un context de maduresa cíclica, la Fed torna a apujar els tipus. L'economia nord-americana, tot i trobar-se en una fase madura del cicle, es manté en una etapa dinàmica. Aquesta tessitura es veu reflectida, en especial, en la fortalesa del mercat laboral, capaç de crear, al novembre, 155.000 llocs de treball (xifra elevada si es té en compte la situació de gairebé plena ocupació de l'economia). En aquest context, i tal com s'esperava, la Fed va tornar a apujar el tipus de referència fins al 2,25%-2,50%. No obstant això, pel que fa a la futura senda de tensionament, la Fed ha transmès al mercat la possibilitat d'un ritme de pujades més lent a partir del 2019, la qual cosa reflecteix els dubtes sobre el ritme de creixement als EUA el 2019, quan els efectes expansius de la política fiscal es vagin diluint.

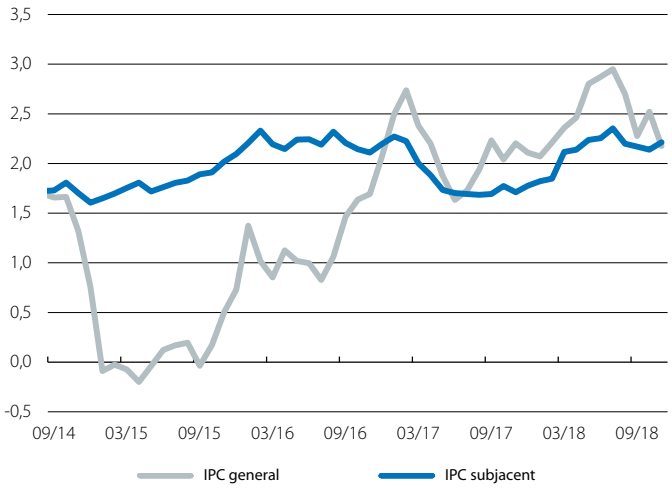
ZONA DE L'EURO

El ritme d'activitat es frena, però l'abast de la desacceleració podria ser temporal. Els indicadors d'activitat més recents de la zona de l'euro han suggerit que l'alentiment econòmic es continua obrint pas, la qual cosa ha augmentat la preocupació sobre l'autèntic ritme de creixement que cal esperar de cara als pròxims trimestres. Així i tot, la desagregació del PIB del 3T 2018 va confirmar que la demanda interna es manté com a principal artífex del creixement de la zona de l'euro, la qual cosa, atès el caràcter inercial que acostuma a tenir aquest agregat, convida a pensar que el creixement de la zona de l'euro se situarà en cotes més positives en els pròxims trimestres (per a més detalls, vegeu el Focus «El creixement de la zona de l'euro: entre poc i massa», en aquest mateix *Informe Mensual*). Aquesta és, a més a més, la lectura que fa el BCE, en què destaca el caràcter temporal de l'alentiment i que és acceptada com una visió consensuada i raonable.

El Regne Unit i Itàlia continuen sent fonts d'incertesa. A mesura que s'acosta la data oficial de sortida del Regne Unit de la UE, les certeses sobre com es realitzarà el procés, en lloc d'augmentar, disminueixen. Així, al desembre, vam assistir a la retirada del vot parlamentari sobre el preacord del *brexit* i a una moció de confiança a Theresa May, que, tot i haver estat superada, va servir també per constatar la fragmentació en el Partit Conservador mateix. Ara s'ha anunciat un nou intent de ratificació del preacord a la Cambra dels Comuns, que s'hauria de realitzar abans del 21 de gener del 2019. Malgrat que cal esperar que el Govern britànic aconsegueixi ratificar l'acord, les dificultats per assolir una majoria a la Cambra dels Comuns fan augmentar les probabilitats que el Regne Unit ajorni la sortida de la UE o que s'arribi al dia del *brexit* sense un acord, la qual cosa conduiria a una sortida desordenada del Regne Unit. Una mica millor és l'evolució del conflicte pressupostari entre Itàlia i la UE. Després de l'inici, per part de la Comissió Europea, del procés per obrir el camí que podria conduir a l'aplicació de l'anomenat «procediment de dèficit excessiu», el Govern italià

EUA: IPC

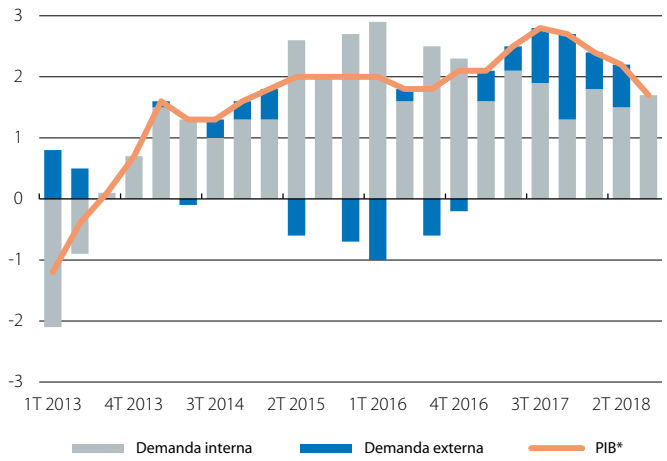
Variació interanual (%)



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

Zona de l'euro: PIB

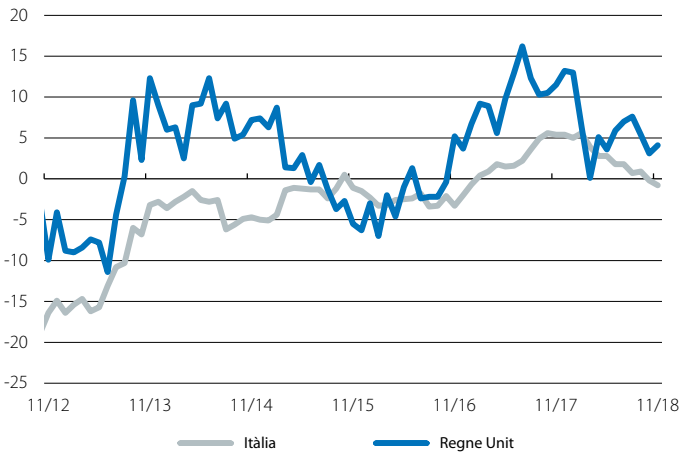
Contribució al creixement interanual (p. p.)



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

Itàlia i Regne Unit: indicador de confiança empresarial

Nivell



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

ha cedit i ha anunciat una revisió a la baixa de l'objectiu de dèficit per al 2019 (del 2,04% del PIB, enfront del 2,4% proposat inicialment). Malgrat que això és un pas en la direcció adequada i que la Comissió Europea ha anunciat que es podria acabar desactivant el procediment, és poc probable que les finances públiques italianes deixin de ser una font de risc.

EMERGENTS

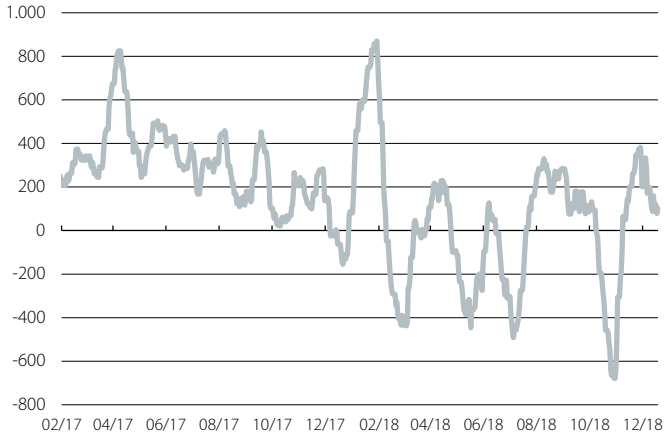
Alleujament (temporal) a les economies emergents. L'estat de forma de diverses economies emergents (els anomenats «emergents fràgils», caracteritzats per la presència de desequilibris macroeconòmics) ha centrat la preocupació dels analistes i dels inversors, si més no des de l'estiu passat. A l'octubre i al novembre, la tònica de fons de l'activitat ha estat més favorable, tot i que amb algunes excepcions, com Turquia (sobre la qual tornarem més endavant). Un dels reflexos d'aquesta millora del sentiment econòmic i de la tolerància al risc dels inversors ha estat la recuperació de les entrades de capitals, tant de deute com d'accions, en aquests dos mesos. No obstant això, aquesta mateixa mesura ha mostrat signes d'erosió al desembre, reflex de l'augment de la volatilitat financera global de les últimes setmanes. Més enllà d'aquesta visió a curt termini, i com ja hem comentat, es preveu que la desacceleració emergent continuï en els pròxims trimestres, atès el triple peatge que assumeixen aquestes economies, en afrontar un context d'enduriment financer global, de manteniment de la incertesa sobre les tensions comercials i d'una evolució a la baixa del preu de les primeres matèries.

L'economia xinesa es continua alentint, tant en la dimensió interna com en l'externa. Així, al novembre, la producció industrial va créixer, només, el 5,4% interanual (el 5,9% a l'octubre), el menor avanç des del començament del 2016. Les vendes al detall també es van desaccelerar fins al 8,1% (el 8,6% a l'octubre). A més a més, les exportacions xineses (en dòlars) van augmentar el 5,4% interanual al novembre, una desacceleració important després de la bona dada de l'octubre (el 15,6%). D'aquesta manera, el sector exportador xinès comença a mostrar un marge de maniobra una mica menor davant les tensions comercials amb els EUA i el conjunt d'indicadors apunta a un creixement per sota del 6,5% en el 4T.

Pèrdua notable de ritme econòmic a Turquia. En el 3T, el creixement del PIB va ser de l'1,6% interanual, lluny del 5,3% del trimestre anterior i inferior a les previsions. El detall per components mostra que la parada sobtada de l'entrada de capitals internacionals de l'estiu va frenar en sec el finançament de la inversió i del consum privat (component afectat, també, pel *shock* inflacionista). A més a més, és probable que la dinàmica negativa de creixement continuï en els pròxims trimestres.

*Emergents: entrades netes de capital **

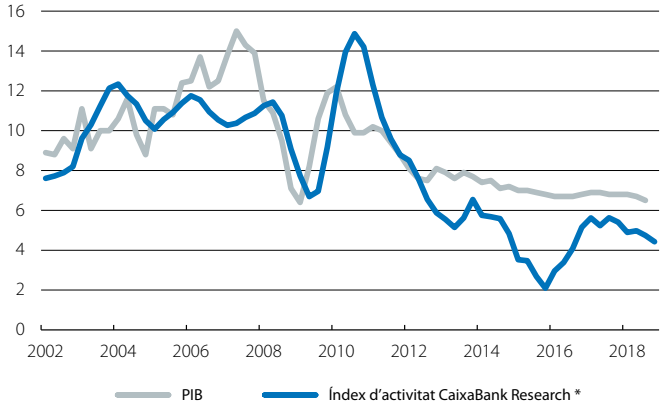
(Milions de dòlars, mitjana mòbil de 28 dies)



Nota: ** Fluxos de cartera (deute i accions). Països inclosos: Indonèsia, l'Índia, Corea, Tailàndia, Sud-àfrica, el Brasil, Turquia, Hongria i Mèxic.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'IIF.*

Xina: PIB en relació amb l'indicador d'activitat CaixaBank

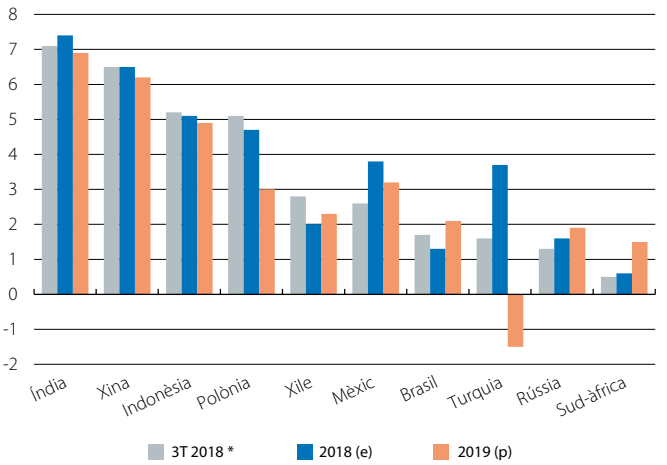
Variació interanual (%)



Nota: ** Mitjana mòbil dels quatre últims trimestres de l'índex d'activitat.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc Popular de la Xina i de l'Oficina Nacional d'Estadística de la Xina.*

Emergents: PIB

Variació anual (%)



Nota: ** Variació interanual. (e) Estimació. (p) Previsió.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

El creixement de la zona de l'euro: entre poc i massa

Després d'un 2017 realment excepcional, el creixement de la zona de l'euro va reduir una marxa en la primera meitat del 2018. Tot i que va generar algunes suspicàcies, aquesta reducció va ser atribuïda a factors temporals (grips, vagues, meteorologia...). No obstant això, en el 3T, el ritme d'avanç ha estat molt menor, i això ja ha fet saltar algunes alarmes. Fins a quin punt ens hem de preocupar? En aquest article, estudiarem detalladament aquesta qüestió: començarem analitzant la dada del 3T per esbrinar què ha fallat i, tot seguit, realitzarem una prospecció sobre les perspectives de l'economia europea per als pròxims trimestres.

Quan observem de forma desglossada la composició del PIB en el 3T, els elements més preocupants són el creixement modest del consum privat (el +0,1% intertrimestral) i la caiguda de les exportacions (el –0,1% intertrimestral). No obstant això, quan aprofundim en les causes, veiem que els dos components han estat parcialment afectats per factors temporals de pes.

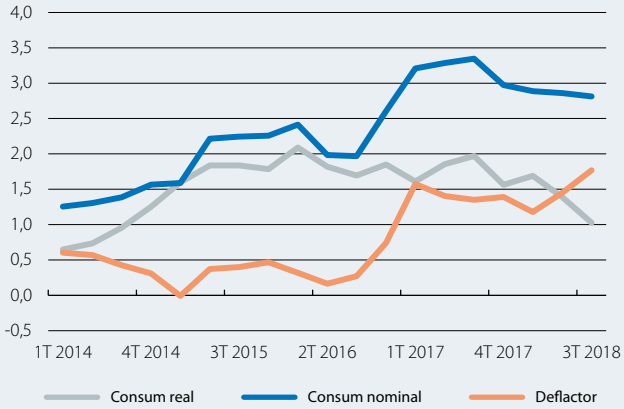
En concret, dos factors temporals han llastat el consum de les llars. En primer lloc, el preu del petroli va escalar més del que s'havia anticipat en el 3T, la qual cosa va reduir el poder adquisitiu de les llars (el consum real es va desaccelerar, però el consum nominal es va mantenir estable, de manera que, aquesta vegada, les famílies no van compensar el repunt de preus amb una despesa més elevada). Segons les nostres estimacions,[1] la pujada del petroli hauria restat 0,2 p. p. al creixement del consum en el 3T, la qual cosa, al seu torn, hauria reduït el creixement intertrimestral del PIB en 0,1 p. p.

En segon lloc, l'1 de setembre, va entrar en vigor a tota la UE un nou protocol per a les emissions contaminants dels vehicles. La nova regulació va tenir efectes disruptius importants sobre l'activitat econòmica: com s'observa al segon gràfic, a l'agost, els concessionaris van aconseguir vendre l'*stock* de vehicles que no superarien la nova homologació, però això va ser compensat amb escreix per la caiguda de la producció al setembre, quan els fabricants van haver d'alentir la producció per ajustar els vehicles al nou marc normatiu. Estimem que aquest segon factor va reduir també en una 1 dècima el creixement del PIB,[2] ja que la menor producció de cotxes va erosionar el creixement econòmic. A més a més, la menor producció de vehicles també va llastar les exportacions, i estimem que això va reduir el creixement en 0,2 p. p. addicionals.[3] D'aquesta manera, els factors temporals van restar 0,4 p. p. al creixement (vegeu el tercer gràfic). Per tant, si no haguessin estat presents, el creixement podria haver assolit un sòlid 0,6% intertrimestral.

Aquests resultats són tranquil·litzadors, però també volem analitzar les perspectives econòmiques de la zona de l'euro de cara als pròxims mesos. D'una banda, la moderació del preu del petroli que veiem en el 3T, el retorn a la normalitat observada a l'octubre en l'activitat al sector de l'automoció i el dinamisme del mercat labo-

Zona de l'euro: consum nominal i consum real

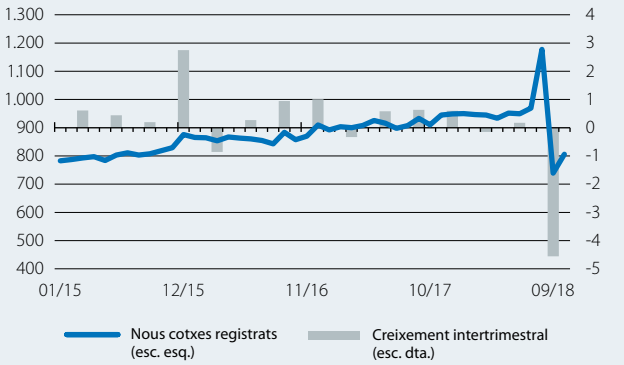
Variació interanual (%)



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

Zona de l'euro: registres de nous cotxes per a passatgers *

Nivell (milers) *Variació intertrimestral (%)*



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

1. Comparem el consum real amb els preus del petroli realitzats (68 euros per barril al final del 3T) amb un escenari amb uns preus del petroli al voltant dels 60 euros per barril (la mitjana dels nou primers mesos de l'any).
2. El creixement intertrimestral dels nous vehicles registrats va sorprendre negativament en 4,5 p. p., i el 4% de la despesa de les llars a la UE és en automòbils, de manera que s'obté una caiguda del consum de gairebé 0,2 p. p.

3. El creixement de la producció de cotxes va sorprendre negativament en una mica més de 8 p. p. en el 3T. Atès que les exportacions europees de cotxes representen el 7% del total de les exportacions, la sorpresa negativa va reduir les exportacions europees en gairebé 0,6 p. p.

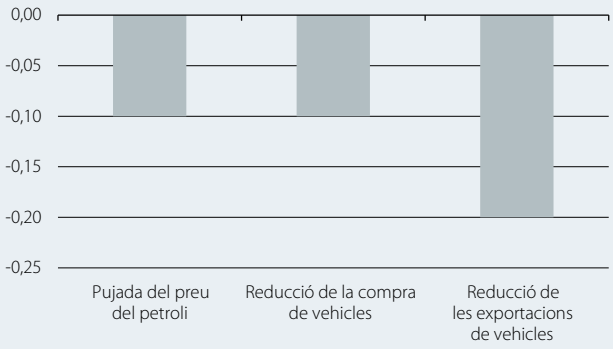
ral[4] apunten a un rebot significatiu del consum en el 4T i a una evolució positiva el 2019. De l'altra, la continuïtat d'unes condicions macrofinanceres acomodatícies continuarà impulsant el consum i la inversió. L'element que preocupa més és la feblesa del sector exterior (fins i tot, si les exportacions d'automòbils no haguessin caigut en el 3T, la contribució de la demanda externa hauria estat de –0,1 p. p. en termes intertrimestrals), afectat per la incertesa, per la desacceleració de l'economia global i per les tensions comercials. Creiem que el sector exterior continuarà en hores baixes en els pròxims trimestres, però, gràcies a la demanda interna, això no hauria de ser un obstacle per observar ritmes de creixement econòmic raonables per al conjunt de la zona de l'euro.

Després d'aquesta visió qualitativa, acabem l'article amb una anàlisi quantitativa que posa sobre la taula algunes xifres per dilucidar la magnitud de l'evolució raonablement positiva que esperem per als pròxims mesos. Per dur-la a terme, realitzem un petit model de predicció del creixement del PIB en els pròxims trimestres a partir dels registres dels indicadors de sentiment empresarial (PMI) i de les estimacions dels principals indicadors d'activitat (vendes al detall i producció industrial)[5] en el 4T.[6] En aquest sentit, l'exercici de predicció presenta un creixement intertrimestral del PIB del 0,4% per als pròxims trimestres. Es tracta de ritmes de creixement remarcables i que se situen en nivells similars als establerts en les nostres previsions (el 0,5% en els pròxims trimestres).

En definitiva, de les nostres estimacions es desprèn que la coctelera compta amb prou ingredients perquè l'economia europea recuperi el dinamisme en els pròxims trimestres. Així i tot, pel que fa a l'últim tram del 2018 i a l'inici del 2019, hem de ser molt cauts, ja que ha sorgit un nou factor que afecta negativament l'economia. En concret, les disrupcions en l'activitat econòmica a França després de les mobilitzacions dels armilles grogues han reduït el PMI al desembre i podrien frenar el creixement de l'activitat de la zona de l'euro.

Zona de l'euro: factors temporals i creixement intertrimestral en el 3T

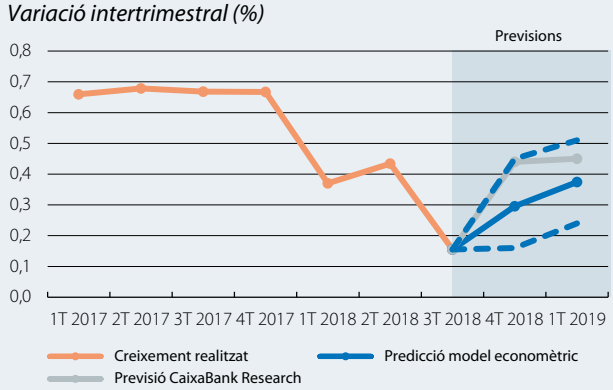
(p. p.)



Nota: *Impactes estimats seguint la metodologia desenvolupada a les notes 1, 2 i 3 a peu de pàgina.*
Font: *CaixaBank Research.*

Zona de l'euro: model de predicció del PIB

Variació intertrimestral (%)



Nota: *Prediccions a partir de les dades dels PMI i de les estimacions de vendes al detall i de producció industrial per al 4T. Les línies discontínues representen els intervals de confiança al 95%.*
Font: *CaixaBank Research.*

4. Segons les dades del BCE, la remuneració per treballador va créixer el 2,5% interanual en el 3T, el ritme més elevat des del 2008.
5. Regressem el creixement del PIB sobre els indicadors d'activitat i de sentiment. La principal especificació és: creixement $PIB_t = \beta_0 + \beta_1 * PMI_t + \gamma * vendes\ al\ detall_t + \alpha * producció\ industrial_t + \varepsilon_t$, amb dades trimestrals que comencen l'any 2000.
6. Utilitzem les dades observades de vendes al detall i de producció industrial de l'octubre i una estimació dels registres del novembre i del desembre a partir dels PMI observats en el 4T.

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	12/18
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	4,9	4,6	...
Confiança del consumidor *(valor)*	99,8	120,5	126,0	127,1	127,2	132,6	137,9	136,4	128,1
Producció industrial	–1,9	1,6	3,0	3,4	3,4	5,0	3,8	3,9	...
Índex activitat manufacturera (ISM) *(valor)*	51,4	57,4	58,7	59,7	58,7	59,7	57,7	59,3	...
Habitatges iniciats *(milers)*	1.177	1.208	1.259	1.317	1.261	1.234	1.217	1.256	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà *(valor)*	189	200	205	209	211	212	214	...	...
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	4,9	4,4	4,1	4,1	3,9	3,8	3,7	3,7	...
Taxa d'ocupació *(% pobl. > 16 anys)*	59,7	60,1	60,1	60,3	60,4	60,4	60,6	60,6	...
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–2,7	–2,8	–2,8	–2,9	–2,9	–2,9	–3,0	...	...
Preus									
Inflació general	1,3	2,1	2,1	2,2	2,7	2,6	2,5	2,2	...
Inflació subjacent	2,2	1,8	1,8	1,9	2,2	2,2	2,1	2,2	...

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

JAPÓ

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	10/18	11/18	12/18
Activitat									
PIB real	0,6	1,9	2,0	1,2	1,4	0,1	–	...	–
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	0,5	...
Índex activitat empresarial (Tankan) *(valor)*	7,0	19,0	25,0	24,0	21,0	19,0	–	19,0	–
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	3,1	2,8	2,7	2,5	2,4	2,4	2,4	2,5	...
Balança comercial [1] *(% PIB)*	0,7	0,5	0,5	0,4	0,4	0,1	0,0	–0,2	...
Preus									
Inflació general	–0,1	0,5	0,6	1,3	0,6	1,1	1,4	0,9	...
Inflació subjacent	0,6	0,1	0,3	0,4	0,3	0,3	0,4	0,3	...

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

XINA

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	10/18	11/18	12/18
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	5,4	...
PMI manufactures (oficial)	50,3	51,6	51,7	51,0	51,6	51,1	50,2	50,0	49,4
Sector exterior									
Balança comercial [1]	512	420	420	404	377	349	347	353	...
Exportacions	–8,4	7,9	9,6	13,7	11,5	11,8	15,5	5,4	...
Importacions	–5,7	16,3	13,4	19,4	20,6	20,4	20,8	3,0	...
Preus									
Inflació general	2,0	1,6	1,8	2,2	1,8	2,3	2,5	2,2	...
Tipus d'interès de referència [2]	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Renminbi per dòlar	6,6	6,8	6,6	6,4	6,4	6,8	6,9	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	12/18
Vendes al detall *(variació interanual)*	1,6	2,3	2,0	1,6	1,7	1,1	1,7	...	...
Producció industrial *(variació interanual)*	1,6	3,0	4,2	3,1	2,4	0,8	1,2	...	...
Confiança del consumidor	–7,8	–2,5	–0,2	0,5	0,0	–1,8	–2,7	–3,9	–6,2
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	51,8	51,4
PMI serveis	53,1	55,6	55,9	56,4	54,6	54,4	53,7	53,4	51,4
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	12/18
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	12/18
Saldo corrent: zona de l'euro	**3,4**	**3,4**	**3,4**	**3,6**	**3,8**	**3,4**	**3,3**	**...**	**...**
Alemanya	8,5	8,0	8,0	8,0	8,2	7,8	7,7	...	...
França	–0,8	–0,6	–0,6	–0,4	–0,3	–0,6	–0,6	...	...
Itàlia	2,5	2,8	2,8	2,8	2,8	2,7	2,7	...	...
Espanya	2,3	1,8	1,8	1,8	1,4	1,1	1,0	...	...
Tipus de canvi efectiu nominal[1] *(valor)*	**94,3**	**96,5**	**98,6**	**99,6**	**98,5**	**99,2**	**98,9**	**98,3**	**98,4**

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

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	10/18	11/18	12/18
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	1,2	...	...
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge[5] *(%)*	1,8	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	...	...
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	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.*

Un any de transició cap a cotes de creixement més sostenibles

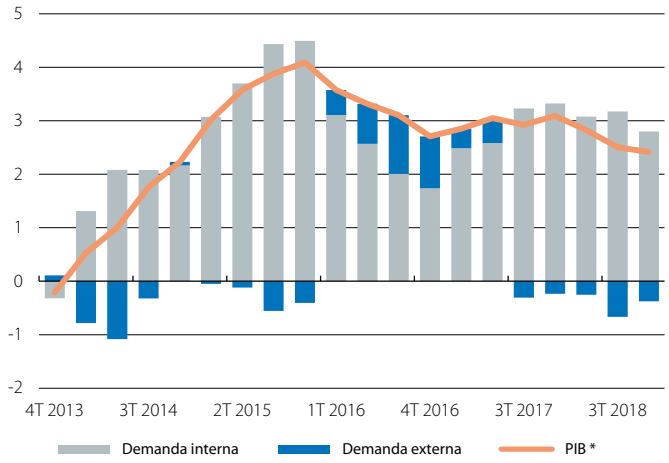
L'economia espanyola manté unes perspectives favorables. Les últimes dades disponibles suggereixen que l'economia espanyola tancarà el 2018 amb un creixement del 2,5%, i, de cara al 2019, preveiem que l'economia continuarà creixent a un ritme elevat, tot i que una mica més moderat que el registrat l'any anterior. Més concretament, esperem un avanç del 2,1%, un registre similar a les previsions d'altres entitats, com les del Banc d'Espanya, que, en l'últim informe trimestral, situa el creixement per al 2019 en el 2,2%. Aquesta moderació del ritme d'expansió és deguda a l'esvaïment dels factors de suport que han donat un major impuls al creixement en els últims anys (preu baix del petroli, compressió dels tipus d'interès i acceleració del creixement global) i a una menor embranzida cíclica. Així i tot, el creixement s'estabilitzarà en cotes elevades i més coherents amb el potencial de l'economia, que situem al voltant de l'1,8%. Per components, preveiem que la demanda interna continuarà sent el principal motor de creixement, gràcies a la bona evolució del mercat laboral i al bon clima de confiança, mentre que esperem que les exportacions es recuperin, si més no parcialment, d'uns trimestres que han avançat per sota del que s'esperava. Així i tot, la força que la demanda interna exercirà sobre les importacions ens empeny a preveure que la contribució neta del sector exterior al creixement serà molt limitada.

Els indicadors d'activitat apunten a un bon tancament d'any, i el model de previsió del PIB de CaixaBank Research prediu un creixement del 0,61% intertrimestral en el 4T 2018, un registre similar al del 3T. El balanç del conjunt d'indicadors és positiu i s'ha reflectit en una previsió de creixement que ha anat de menys a més al llarg del mes. Més concretament, els últims indicadors han flexionat a l'alça tant pel que fa al sentiment (al novembre, el PMI de manufactures va pujar 0,8 punts, fins als 52,6 punts, i la confiança del consumidor va pujar 0,6 punts, fins als −6,6 punts), com pel que fa a l'activitat al sector manufacturer (la producció industrial va créixer, a l'octubre, el 0,8% interanual en termes desestacionalitzats, +1 p. p. en relació amb el mes anterior) i al consum (a l'octubre, les vendes al detall van repuntar amb força i van créixer el 4,5% en termes desestacionalitzats, 3 p. p. per damunt del registre del setembre). A més a més, aquesta bona evolució no s'ha vist entelada per l'alentiment de les exportacions (el 3,0% interanual al setembre, −2 p. p. en relació amb el mes anterior).

El mercat laboral continua generant ocupació i es confirma la recuperació dels salaris. L'afiliació a la Seguretat Social va créixer el 2,9% interanual al novembre, de manera que, des del novembre del 2017, el nombre d'afiliats ha augmentat en 527.869 persones, una xifra molt significativa que ajuda a explicar el bon comportament de la demanda interna i el bon clima de confiança en l'economia. No obstant això, en relació amb el 3,1% de l'octubre, el registre del novembre va ser sòlid, però reforma la nostra expectativa que la generació d'ocupació es moderarà de forma gradual en els propers trimestres. Per la seva banda, les últimes dades de l'INE mostren que els costos laborals per hora

Espanya: PIB

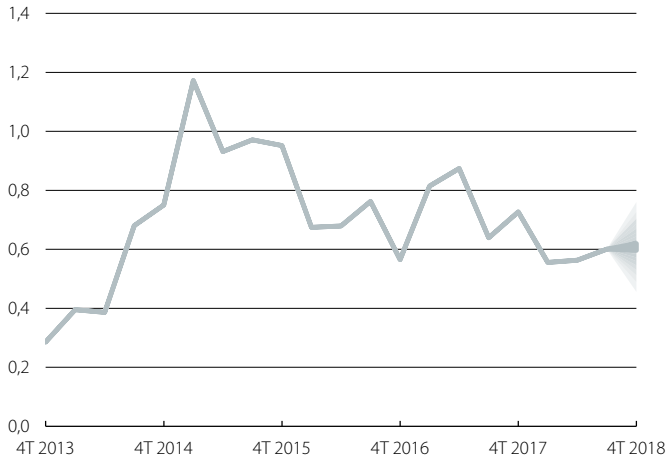
Contribució al creixement interanual (p. p.)



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

Espanya: PIB

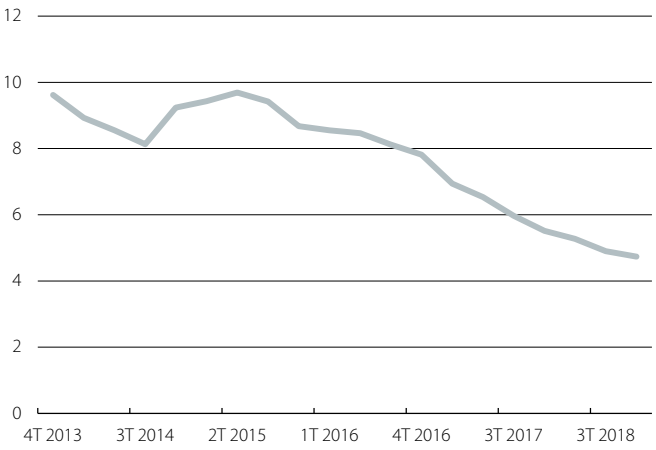
Variació intertrimestral (%)



Nota: *Interval de confiança al 90%.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

Espanya: estalvi brut de les llars sobre la renda disponible

Dades acumulades de quatre trimestres (%)



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

efectiva van repuntar i van créixer el 2,5% interanual en el 3T, un registre clarament superior a l'1,2% del 2T i a la mitjana del 2017 (el 0,0%) i relativament en línia amb la dada del 3T per al conjunt de la zona de l'euro (el 2,2%). D'aquesta manera, es confirma una recuperació progressiva dels salaris, que preveiem que tindrà continuïtat en els pròxims trimestres. És més, en aquest sentit, el Govern va aprovar, en l'últim Consell de Ministres, un augment del salari mínim interprofessional fins als 900 euros (el +22,3%) i un increment salarial per als empleats públics el 2019 del 2,25% fix (amb el 0,25% addicional per als empleats de l'Administració central), al qual es podria sumar el 0,25% addicional si el creixement del PIB fos superior al 2,5%.

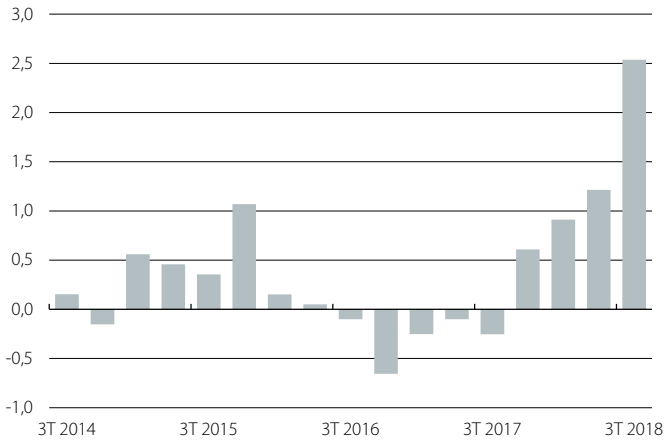
La taxa d'estalvi cau lleugerament en el 3T i se situa en el 4,7% de la renda bruta disponible (RBD), 0,2 p. p. per sota del registre del trimestre anterior. El comportament de l'estalvi reflecteix la bona evolució del consum privat, que, en termes nominals, va créixer el 4,0% interanual en el 3T. Així i tot, la recuperació gradual de l'RBD, que va créixer el 2,7% interanual, 0,6 p. p. per damunt del registre del 2T, va permetre que la caiguda de la taxa d'estalvi fos menor que en trimestres anteriors. De cara als pròxims trimestres, preveiem que les llars moderaran lleugerament el creixement del consum i utilitzaran la millora prevista dels ingressos, gràcies a l'augment de l'ocupació i dels salaris, per començar a recompondre el seu matalàs d'estalvi.

Els béns energètics continuen pesant sobre el superàvit per compte corrent. El saldo per compte corrent es va situar en els 12.254 milions d'euros a l'octubre (l'1,02% del PIB), un registre inferior al del mes d'octubre del 2017 (l'1,80% del PIB). Aquesta diferència, de –8.522 milions d'euros, s'explica, gairebé en la seva totalitat, pel deteriorament del saldo comercial de béns energètics, la contribució dels quals va tornar a ser negativa i es va deteriorar a l'octubre en 0,12 p. p. del PIB en relació amb el mes anterior. De cara al final de l'any, el descens registrat en el preu del petroli al novembre i al desembre podria aportar un cert alleujament al deteriorament de la balança comercial.

El preu de l'habitatge continua creixent amb fermesa en el 3T, amb un augment del 7,2% interanual (segons els preus de compravenda de l'INE), 0,4 p. p. més que el trimestre anterior i per damunt de la mitjana del 2017 (el 6,2%). Aquesta dada és coherent amb els sòlids indicadors de demanda (les compravendes) i d'oferta (la inversió residencial) disponibles per al 3T, que suggerien un bon dinamisme del mercat de l'habitatge. No obstant això, el valor de l'indicador contrasta amb el registre de creixement dels preus que va publicar el Ministeri de Foment (sèrie basada en els preus de taxació) per al 3T, que va presentar una moderació del creixement dels preus de l'habitatge. Aquest comportament divergent no ens hauria de sorprendre si tenim en compte que les dues sèries es nodreixen de fonts de dades diferents, tot i que cal destacar que l'indicador de l'INE, en utilitzar els preus de transacció dels habitatges proporcionats per les dades de notaria, en lloc dels de taxació, hauria de ser un indicador més fiable de l'evolució dels preus al mercat immobiliari. De cara als propers trimestres, preveiem que, gràcies al bon comportament de la demanda i a les condicions financeres acomodatícies, els preus continuaran creixent amb solidesa, tot i que ho faran a un ritme una mica per sota de les cotes assolides en els últims trimestres.

*Espanya: cost laboral total per hora **

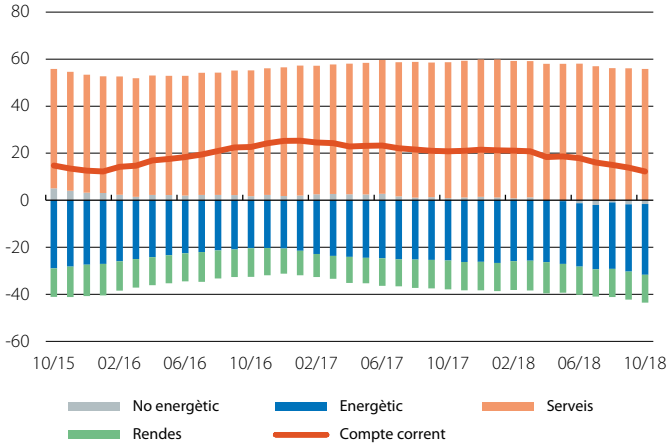
Variació interanual (%)



Nota: ** Sèrie desestacionalitzada i ajustada per efectes de calendari.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE (ETCL).*

Espanya: saldo de la balança per compte corrent

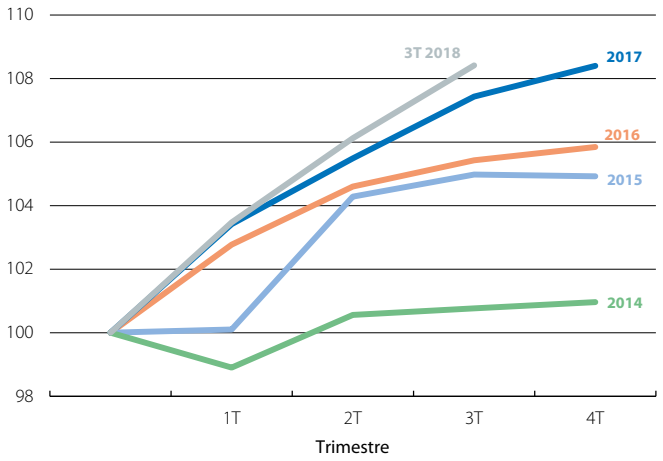
Acumulat de 12 mesos (milers de milions d'euros)



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

Espanya: preu de l'habitatge basat en compravendes

Índex (100 = any anterior)



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

Un major dinamisme dels salaris comportarà una major inflació a Espanya?

Durant el 2018, la inflació subjacent s'ha mantingut estable malgrat el dinamisme del mercat laboral. En part, això ha estat així perquè els salaris encara no creixen de forma significativa. De cara als propers anys, però, tot fa pensar que la recuperació dels salaris anirà guanyant força, la qual cosa podria pressionar a l'alça la inflació. Per aquest motiu, tot seguit, explorem el vincle entre la recuperació salarial i la inflació.

Dinàmiques recents de la inflació

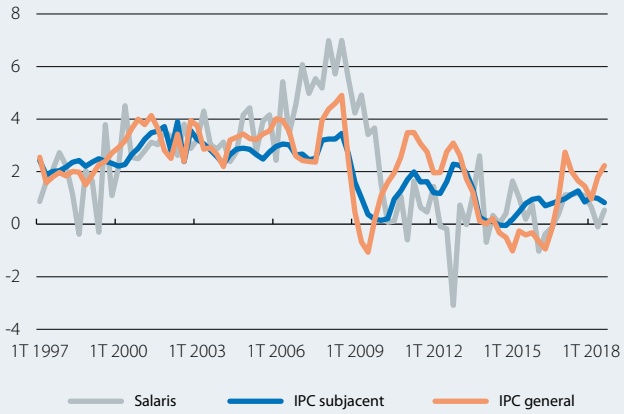
Espanya tancarà el 2018 amb una inflació propera al 2% en un any en què, després de començar amb uns registres pròxims a l'1% en el 1T 2018, s'ha anat de menys a més. No obstant això, una gran part d'aquesta embranzida és deguda a l'evolució dels preus energètics, molt volàtils i molt dependents del preu del petroli. En canvi, la inflació subjacent, que exclou els components volàtils (preus energètics i d'aliments no elaborats) i que reflecteix millor les tendències inflacionistes de fons, s'ha mantingut relativament estable i en cotes contingudes (al voltant de l'1% durant la major part de l'any).

L'estabilitat de la inflació subjacent en aquestes cotes baixes contrasta amb el dinamisme del mercat laboral. Entre el 2013 i el 2018, la taxa d'atur s'ha anat reduint de forma sostinguda a un ritme de 2 p. p. anuals, de manera que avui hi ha gairebé 2 milions d'ocupats més que el 2013. La corba de Phillips, que relaciona la situació del mercat laboral amb la inflació, il·lustra bé el contrast entre les dues dinàmiques en els últims anys. Com ho mostra el segon gràfic, la corba de Phillips de l'economia espanyola suggereix que, atès el nivell d'atur actual, hauríem d'observar una inflació subjacent clarament superior (una mica per damunt de l'1,5%).

El desacoblament entre el mercat laboral i la inflació

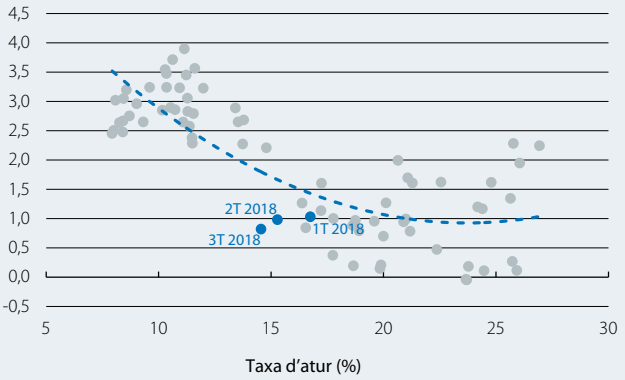
Aquest desacoblament aparent entre la inflació i el mercat laboral és un fenomen generalitzat entre les principals economies del món. En particular, els estudis acadèmics apunten a tres grans tipus d'explicacions: l'estabilitat de les expectatives d'inflació, els canvis estructurals relacionats amb la globalització i amb les noves tecnologies, i els problemes de mesura.[1] Més detalladament, una primera possible explicació és que les expectatives d'inflació (que són un determinant important de la inflació observada finalment) s'hagin tornat més estables (i, per tant, menys sensibles al cicle econòmic), gràcies a la credibilitat de la política monetària a l'hora d'assolir els objectius d'inflació. En segon lloc, la globalització[2] i les tecnologies digitals faciliten la deslocalització de la producció i augmenten el component global de la cadena de formació de preus, de manera que la inflació domèstica es torna més sensible al cicle econòmic global i menys sensible al domèstic. A més a més, tant l'augment del poder de mercat de les empre-

Espanya: evolució dels preus i dels salaris
Variació interanual (%)



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

Espanya: corba de Phillips
Inflació subjacent (%)



Nota: *Cada punt és un trimestre diferent del 1T 2002 al 3T 2018. En blau es marquen els tres primers trimestres del 2018.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

1. Vegeu Stock, J. i Watson, M. (2018), «Slack and Cyclically Sensitive Inflation», Working Paper. En termes de la corba de Phillips, aquests són factors que provoquen un aplanament de la corba o el seu desplaçament cap a l'interior. Una altra explicació d'aquest desacoblament aparent entre inflació i mercat laboral és la no linealitat de la corba de Phillips (és a dir, el fet que la sensibilitat de la inflació al mercat laboral augmenta amb la reducció de l'atur, com ho mostren, per exemple, Donayre, L. i Panovska, I. (2016), «Nonlinearities in the U.S. wage Phillips curve», Journal of Macroeconomics): quelcom que, com ho reflecteix el segon gràfic, també s'observa en el cas d'Espanya.

2. Vegeu Wei, S. i Xie, Y. (2018), «On the Divergence between CPI and PPI as Inflation Gauges: The Role of Supply Chains», NBER Working Paper, núm. 24319.

ses observat en les últimes dècades[3] com els avanços tecnològics que incentiven un ús relativament major del capital també redueixen la influència del factor treball en la construcció dels preus. Finalment, hi ha economistes que argumenten que aquesta pèrdua de sensibilitat entre la inflació i el mercat laboral és, en part, un artifici estadístic, fruit dels problemes per mesurar de forma correcta els veritables nivells d'atur i d'inflació.[4]

La sensibilitat de la inflació als salaris

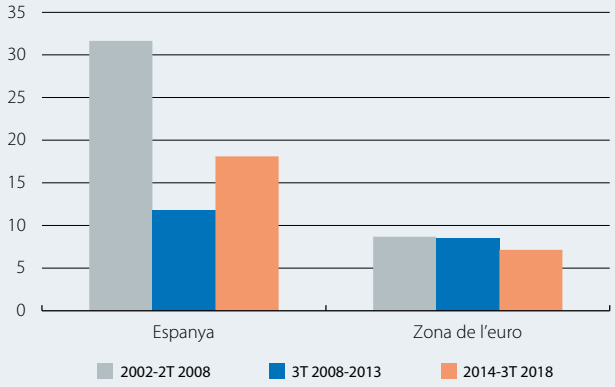
Per aprofundir en la relació entre mercat laboral i inflació, tot seguit estudiem un dels canals a través del qual la recuperació del mercat laboral es transmet a la inflació: el creixement dels salaris. Fins ara, la reducció de l'atur s'ha traslladat de forma discreta al creixement salarial. En concret, segons la comptabilitat nacional, la remuneració per assalariat a temps complet ha augmentat a un ritme mitjà del 0,5% anual entre el 2013 i el 2018. No obstant això, els salaris pactats pels convenis col·lectius s'han mostrat més dinàmics: des d'un creixement del 0,4% interanual al començament del 2013 a l'1,7% del final del 2018. Així, els convenis col·lectius suggereixen que el creixement salarial del conjunt de l'economia es podria mostrar una mica més ferm en els propers trimestres.

Tindrà això un impacte notable sobre la inflació? La cistella de preus de referència, és a dir, l'índex de preus al consum (IPC), inclou productes molt diversos i que presenten sensibilitats diferents al cicle econòmic domèstic (per exemple, alguns productes estan molt integrats en la cadena productiva global i, per tant, els seus preus es determinen internacionalment). Per aquest motiu, per respondre la nostra pregunta, desagreguem l'IPC[5] en gairebé 100 components i, tant per a Espanya com per al conjunt de la zona de l'euro, analitzem la sensibilitat històrica de cada component a l'evolució dels salaris.[6]

Així, a partir de les relacions històriques entre els preus i els salaris, identifiquem els components de la cistella de l'IPC amb preus que responen de forma positiva a un augment dels salaris. D'acord amb la pèrdua de sensibilitat de la inflació al mercat laboral comentada més amunt, el nostre exercici mostra que, a Espanya, s'ha reduït de forma notable el pes dels preus sensibles al creixement salarial:

Sensibilitat de la inflació als salaris

Pes dels preus sensibles al creixement salarial en el conjunt de la cistella de l'IPCH



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

en concret, aquests components han passat de representar gairebé el 30% del total de la cistella en el període comprès entre el 2002 i el 2T 2008 (l'anterior fase expansiva) a una mica menys del 20% en el període més recent (vegeu el tercer gràfic). De fet, amb aquesta dinàmica, la sensibilitat salarial de la inflació espanyola s'ha apropat a la que exhibeix la inflació del conjunt de la zona de l'euro (on els components sensibles al creixement salarial representen una mica menys del 10%), tot i que continua sent notablement més elevada que la de les altres principals economies de la zona de l'euro.[7]

En conclusió, la nostra anàlisi mostra una pèrdua de sensibilitat de la inflació espanyola al creixement dels salaris. Això és coherent amb el desacoblament entre les dinàmiques d'inflació i del mercat laboral que s'observa de manera generalitzada a les principals economies internacionals. No obstant això, la pèrdua de sensibilitat de la inflació espanyola ha fet que s'acosti a la dels seus principals socis europeus. D'aquesta manera, és probable que el major dinamisme salarial que cal esperar en els propers anys tingui un impacte moderat sobre la inflació espanyola, en especial en comparació amb l'anterior fase expansiva, i que el ritme de recuperació de les pressions inflacionistes subjacents sigui gradual i relativament semblant al del conjunt de la zona de l'euro.

3. Vegeu Loecker, J. i Eeckhout, J. (2017), «The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications», NBER Working Paper, núm. 23.687.
4. Vegeu, per exemple, el Focus «Més enllà de la taxa d'atur», a l'IM12/2017.
5. Centrem l'anàlisi en l'IPC harmonitzat (IPCH) per poder comparar els resultats entre economies de la zona de l'euro.
6. Per a cada component de l'IPCH, i en cada regió, s'estima la regressió $\pi_{i,t} = \alpha + \rho\,\pi_{i,t-1} + \beta salari_{i,t-j} + \Omega petroli_t + \varepsilon_{i,t}$ *per a* $j = 0,1,...,4$. π és la inflació del component; *salari*, el creixement salarial, i *petroli*, el creixement del preu del petroli. Aquesta anàlisi es realitza amb dades trimestrals a partir del 2002 i per a tres mostres temporals diferents: 2002-2T 2008, 3T 2008-2013 i 2014-3T 2018. Dins de cada mostra, diem que un component és sensible al creixement salarial quan el coeficient β és significativament positiu, com a mínim, en una de les cinc estimacions (és a dir, en $j = 0,1,...,4$).
7. El mateix exercici aplicat a Alemanya i a França mostra que, a les cistelles de l'IPCH d'aquestes economies, els components sensibles al creixement salarial tenen un pes proper al 10%.

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	10/18	11/18	12/18
Indústria									
Índex de producció industrial	1,9	3,2	5,2	2,7	0,9	0,3	1,0	...	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	–2,3	1,0	4,3	2,8	1,2	–2,6	–1,5	–0,8	...
PMI de manufactures *(valor)*	53,2	54,8	55,9	55,3	53,7	52,4	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	22,4	...	...
Compravenda d'habitatges *(acum. de 12 mesos)*	13,1	14,1	15,2	15,8	15,6	13,1	12,0	...	...
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	0,8	...	...
PMI de serveis *(valor)*	55,0	56,4	54,5	56,8	55,8	52,6	54,0	54,0	...
Consum									
Vendes comerç al detall	3,8	0,9	0,3	1,8	0,1	–0,2	2,1	1,4	...
Matriculacions d'automòbils	11,4	7,9	10,8	11,8	9,2	17,0	–6,6	–12,6	–3,5
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–3,8	–0,7	–1,5	–0,6	0,5	–3,3	–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	3,1	2,9	–
PIB	**3,2**	**3,0**	**3,1**	**2,8**	**2,5**	**2,4**	**–**	**–**	**–**

Preus

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

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	10/18	11/18	12/18
General	–0,2	2,0	1,4	1,0	1,8	2,2	2,3	1,7	1,2
Subjacent	0,8	1,1	0,8	1,0	1,0	0,8	1,0	0,9	...

Sector exterior

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

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	09/18	10/18	11/18
Comerç de béns									
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	1,7	8,9	8,9	5,8	5,2	4,5	4,5	4,3	...
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	–0,4	10,5	10,5	6,6	6,9	6,2	6,2	6,3	...
Saldo corrent	**25,2**	**21,5**	**21,5**	**20,8**	**17,9**	**13,8**	**13,8**	**12,3**	**...**
Béns i serveis	36,0	33,6	33,6	33,5	29,8	25,7	25,7	24,1	...
Rendes primàries i secundàries	–10,7	–12,1	–12,1	–12,7	–12,0	–11,9	–11,9	–11,8	...
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**27,8**	**24,2**	**24,2**	**23,8**	**21,2**	**17,3**	**17,3**	**15,9**	**...**

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	10/18	11/18	12/18
Dipòsits									
Dipòsits de llars i empreses	2,5	2,8	3,2	2,5	3,0	3,4	3,9	3,1	...
A la vista i estalvi	16,0	17,6	15,9	12,3	11,0	10,3	10,2	9,9	...
A termini i preavís	–16,0	–24,2	–24,6	–23,1	–20,7	–18,7	–17,1	–17,2	...
Dipòsits d'AP	–14,2	–8,7	13,1	16,7	17,6	10,4	14,1	20,6	...
TOTAL	**1,2**	**1,9**	**3,7**	**3,2**	**3,8**	**3,8**	**4,5**	**4,2**	**...**
Saldo viu de crèdit									
Sector privat	–3,6	–2,2	–1,9	–2,2	–2,8	–2,3	–2,1	–2,1	...
Empreses no financeres	–5,3	–3,6	–3,3	–4,4	–6,4	–5,6	–5,3	–5,4	...
Llars - habitatges	–3,7	–2,8	–2,6	–2,4	–2,0	–1,7	–1,5	–1,4	...
Llars - altres finalitats	2,0	3,7	4,5	4,9	5,0	5,5	5,2	4,6	...
Administracions públiques	–2,9	–9,7	–11,4	–12,5	–9,4	–8,9	–12,5	–11,2	...
TOTAL	**–3,6**	**–2,8**	**–2,5**	**–2,9**	**–3,2**	**–2,7**	**–2,7**	**–2,7**	**...**
Taxa de morositat *(%)* [4]	**9,1**	**7,8**	**7,8**	**6,8**	**6,4**	**6,2**	**6,1**	**...**	**...**

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

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

Portugal: es consolida el cicle expansiu

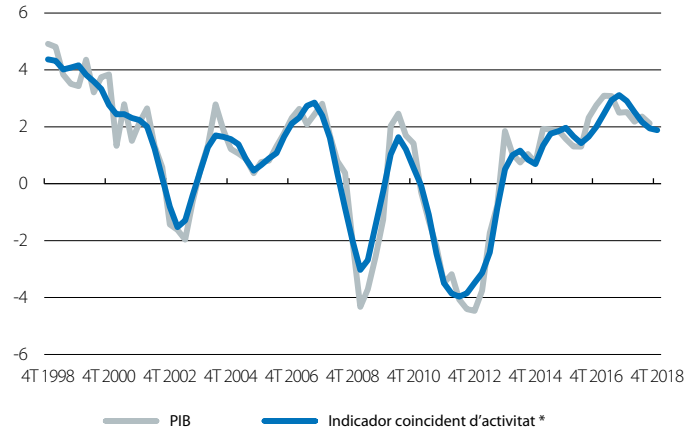
Creixement sòlid en una fase més madura del cicle. Sense disposar de la publicació de les últimes dades de l'any, tot fa pensar que, en el conjunt del 2018, l'economia portuguesa haurà crescut de forma moderada per damunt del 2%. Això representa una certa desacceleració en relació amb el 2,8% del 2017 i reflecteix una moderació natural del creixement a mesura que l'economia s'endinsa en una fase més madura del cicle (a més de recollir l'efecte que té l'alentiment de les principals economies veïnes sobre una economia oberta al comerç com Portugal). Així, s'espera que aquesta dinàmica continuï el 2019, amb un ritme de creixement pròxim però possiblement una mica inferior al 2%. No obstant això, l'economia lusitana encara aquesta fase del cicle reforçada per les millores de competitivitat assolides en els últims anys. Així ho reflecteix la nova actualització de l'índex de competitivitat global elaborat pel Fòrum Econòmic Mundial, en què Portugal ha escalat vuit posicions en relació amb l'any passat i ara se situa en el lloc 34 d'un total de 140 països. A més a més, Portugal ha progressat en gairebé tots els pilars de l'índex, entre els quals cal destacar, en especial, els registrats en les competències dels treballadors, en la capacitat d'innovació i en el mercat laboral. No obstant això, aquestes perspectives positives per a la marxa de l'economia a mitjà termini no estan exemptes de riscos, en particular davant el temor a un entorn extern menys favorable, com es comenta en la secció d'Economia Internacional d'aquest mateix *Informe Mensual*.

La capacitat de finançament enfront de l'exterior se suavitza. En concret, en el 3T 2018, la capacitat de finançament de Portugal enfront de l'exterior es va situar en el 0,5% del PIB, lleugerament per sota del 0,7% del 2T i de la mitjana del 2017 (l'1,0%). Aquesta moderació va ser deguda, en especial, a l'augment de les necessitats de finançament de les empreses no financeres (del –1,2% al –1,9%), arran del major esforç inversor del sector, com ho reflecteixen les bones xifres de formació bruta de capital fix (el +5,7% interanual). Per la seva banda, la reducció de la capacitat de finançament exterior de les llars (del 0,8% en el 2T al 0,4% en el 3T), amb un consum privat que augmenta per damunt de la renda disponible (i manté la taxa d'estalvi en valors baixos i al voltant del 4%), també va llastar la capacitat de finançament del conjunt de l'economia.

Comptes públics en dinàmica positiva. Segons les últimes dades de la comptabilitat nacional, el saldo pressupostari del sector públic es va situar en el +0,7% del PIB en el 3T 2018. Aquest registre positiu reflecteix la bona dinàmica que exhibeixen els comptes públics en els últims anys, amb el suport de la solidesa de l'activitat econòmica i del mercat laboral. Així, els ingressos van registrar un creixement significatiu (el 5,4% interanual), mentre que les despeses també van mantenir un bon comportament i van augmentar només el 0,8% (exclosos els efectes de base relacionats amb les ajudes al sistema financer).

Portugal: PIB i indicador coincident d'activitat

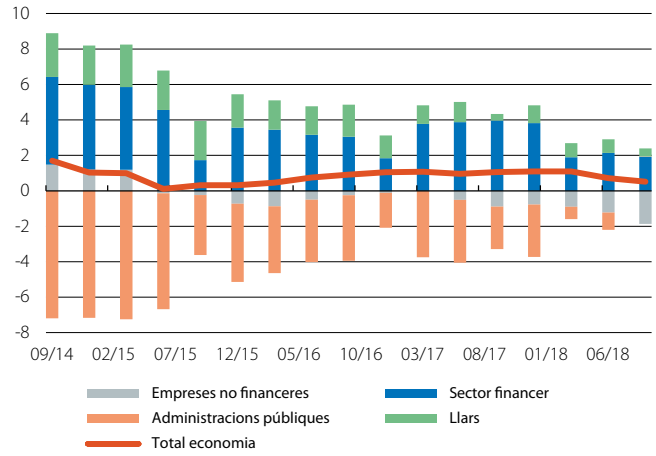
Variació interanual (%)



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

Portugal: capacitat/necessitat de finançament exterior

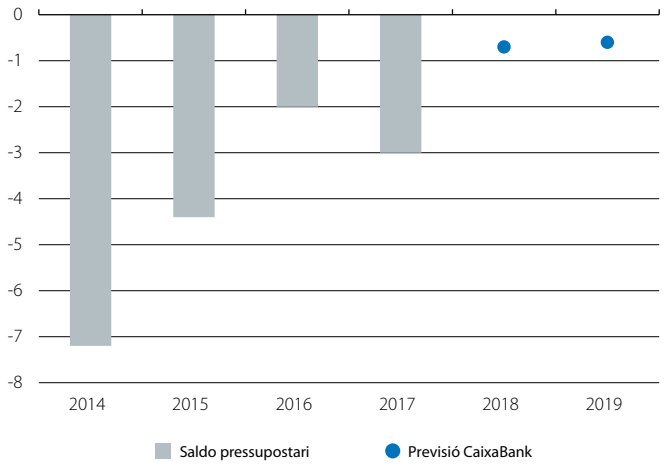
(% del PIB)



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

Portugal: saldo públic

(% del PIB)



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

Un cop ajustades aquestes dades de despesa pels canvis en l'abonament de la paga de Nadal als funcionaris públics i als pensionistes (vegeu la secció d'Economia Portuguesa de l'IM12/2018), les xifres reforcen la previsió que el saldo públic haurà acabat l'any al voltant del –0,7% del PIB.

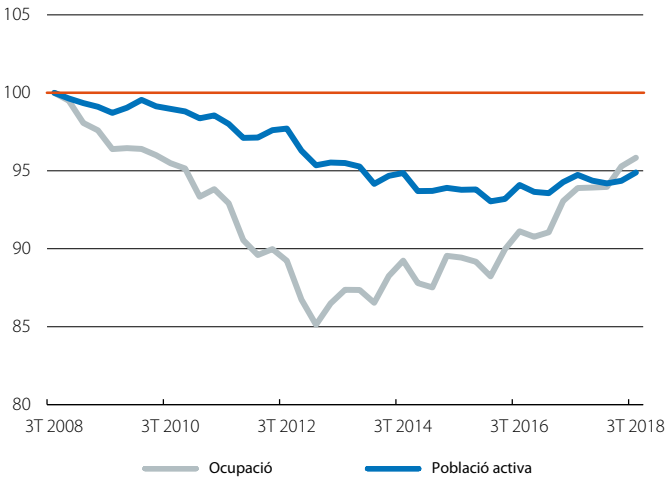
Es consolida la recuperació del mercat laboral. Des que, arran de la crisi financera internacional del 2008 i de la recessió posterior, l'ocupació va assolir un mínim al començament del 2013, l'economia portuguesa ha creat gairebé 548.200 llocs de treball en termes nets i la població ocupada s'acosta als nivells registrats abans de la crisi. Al mateix temps, la composició de la creació d'ocupació s'ha reorientat al llarg del 2018 i han guanyat pes les activitats associades amb el sector públic i amb la indústria manufacturera, en detriment dels sectors associats al turisme. Aquesta dinàmica de recuperació del mercat laboral es continua reflectint en les dades més recents, que mostren que, a l'octubre, l'ocupació va augmentar l'1,7% interanual (dades desestacionalitzades) i la taxa d'atur es va situar en el 6,7%, el nivell més baix des del final del 2002.

El preu de l'habitatge modera el creixement en el 3T. En particular, l'índex de preus de l'habitatge basat en transaccions va augmentar el 8,5% interanual en el 3T, 2,7 p. p. menys que en el 2T, de manera que el creixement es va desaccelerar per segon trimestre consecutiu. Per segments, els preus dels habitatges existents van augmentar el 9,2%, mentre que els dels habitatges nous van avançar el 5,7%. Així mateix, en termes intertrimestrals, el preu de l'habitatge va créixer l'1,0% en el 3T 2018, la taxa més baixa dels tres últims anys. En els propers trimestres, s'espera que la desacceleració dels preus de l'habitatge continuï de manera gradual, gràcies a la moderació de l'activitat turística i al menor dinamisme de l'activitat mundial, forces que han contribuït, en especial, al dinamisme dels preus immobiliaris en els últims anys.

La concessió de crèdit manté una dinàmica ferma. A l'octubre, el saldo total de les operacions de crèdit a particulars va augmentar per tercer mes consecutiu (el +0,2% interanual), situació que no es donava des del 2011. Per la seva banda, pel que fa al crèdit a les empreses, la nova producció va augmentar el 13,5%, però, en termes nets, l'*stock* de crèdit es va contreure el 4,6%, a causa de les vendes de carteres de crèdit. Malgrat aquestes dinàmiques positives, l'entorn no està lliure de riscos. En aquest sentit, en l'Informe d'Estabilitat Financera del desembre, el Banc de Portugal apunta que un dels riscos per a l'estabilitat financera del país en els propers trimestres són els repunts forts i sobtats de les primes de risc (que provoquen una reducció del valor dels actius, especialment rellevant per l'exposició del sector bancari als títols de deute públic).

Portugal: ocupació i població activa

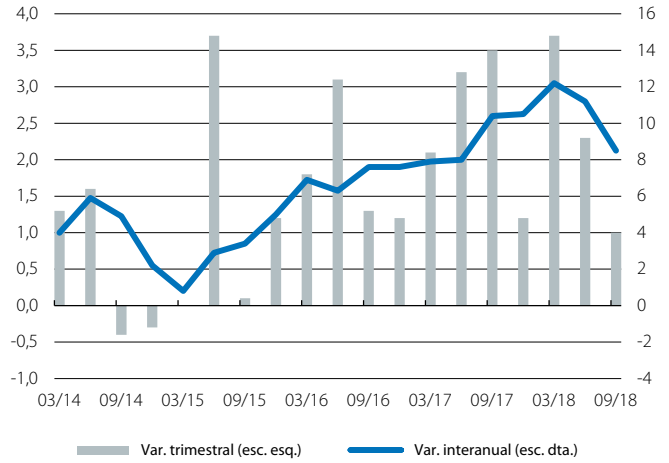
Índex (100 = 3T 2008)



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

Portugal: preu de l'habitatge

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



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

Portugal: crèdit al sector privat

Octubre del 2018

	Saldo (milions d'euros)	Variació interanual (%)
Crèdit a particulars	**120.514**	**0,2**
Crèdit per a habitatge	97.977	–1,1
Crèdit al consum i altres finalitats	22.537	6,1
Consum	15.278	13,2
Crèdit a empreses	**70.849**	**–4,6**
No promotors immobiliaris	64.733	–4,4
Promotors immobiliaris	6.116	–6,7
Crèdit total al sector privat *	**191.363**	**–1,6**

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

Portugal: la indústria de l'automòbil lidera les exportacions de béns

La importància de les exportacions automobilístiques[1]

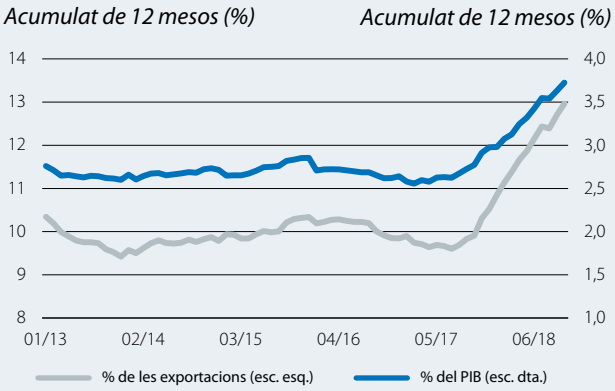
En els últims anys, el clúster de l'automòbil a Portugal ha guanyat més pes econòmic en termes de generació de PIB. Avui dia, el sector automobilístic és responsable de gairebé el 8,5% de la producció de la indústria portuguesa i del 2,1% de la producció del conjunt de l'economia lusitana. Representa, a més a més, el 0,7% de l'ocupació total i el 4,8% de l'ocupació a la indústria manufacturera.[2] A més a més, segons l'Associació de l'Automòbil de Portugal (ACAP, per les sigles en portuguès), el 2017 es van fabricar 176.000 automòbils (un increment interanual del 22,7%), i, d'aquest total, AutoEuropa (del grup Volkswagen) es va encarregar de més del 60%.[3] Finalment, el sector té una forta orientació exportadora, com ho demostra que, segons l'ACAP, el 2017, gairebé el 96% de la producció d'automòbils va ser destinada a l'exportació, una xifra que es va enfilar fins al 99% en la categoria de vehicles lleugers.

Amb aquestes xifres, no és estrany que el sector de l'automòbil jugui un paper clau en el funcionament de les exportacions de béns de Portugal. Com ho mostra el primer gràfic, en l'últim tram del 2018, les exportacions de la indústria de l'automòbil van arribar al 13,0% del total de les exportacions de béns (el valor més alt des del final del 2004) i al 3,7% del PIB (un màxim històric). A més a més, com s'observa al segon gràfic, a l'octubre del 2018, les exportacions del sector van registrar un creixement del 39,4% interanual (fins als 7.500 milions d'euros en l'acumulat de 12 mesos). Així, si combinem aquestes xifres amb el fet que les exportacions de béns del conjunt de l'economia van créixer un 6,5%, obtenim que, a l'octubre, el sector automobilístic va explicar més del 70% de l'avanç de les exportacions totals.

Què es desprèn de la comparació d'aquesta fotografia de la indústria automobilística portuguesa amb la d'altres economies? Si mirem països de dimensions similars en termes de PIB, en economies com la República Txeca o Hongria el sector de l'automòbil té més pes. En concret, segons les dades del 2017, les exportacions del sector representen gairebé el 21% i el 18% de les exportacions totals, respectivament. En canvi, en països amb economies més desenvolupades, però amb una dimensió poblacional semblant a la de Portugal, com Bèlgica i Àustria, la indústria de l'automòbil representa una fracció de l'economia similar a la del cas portuguès. Així, el 2017, les exportacions del sector van representar gairebé l'11% de les exportacions totals a Bèlgica, mentre que, a Àustria, la xifra es va situar en el 9%.

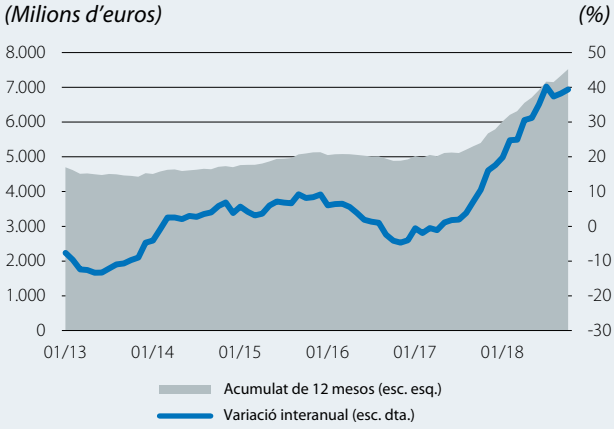
Per subsectors, la indústria de l'automòbil es divideix en tres grans grups: vehicles automòbils per a totes les finalitats, inclosos els tractors; peces d'automòbils i accessoris, i xassissos, carrosseries, remolcs i semiremolcs. Les dades fins a l'octubre del 2018 (acumulat de 12 mesos) mostren que el primer subsector representa el 59% de les exportacions; el segon, gairebé el 40%, i el tercer, poc més de l'1%. Fa un any, les xifres dels dos principals sub-

Portugal: pes de les exportacions del sector de l'automòbil *



Nota: ** Inclou tots els vehicles automòbils, els xassissos, les carrosseries, els remolcs i semiremolcs, les peces d'automòbils i els accessoris.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal.*

Portugal: exportacions d'automòbils, de parts i de components



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

1. Les xifres que es comenten engloben tots els vehicles automòbils i tractors, els xassissos i les carrosseries, les peces d'automòbils i els accessoris, i els remolcs i els semiremolcs inclosos en la nomenclatura combinada NC8.
2. Vegeu Gabinet d'Estratègia i Estudis del Ministeri d'Economia de Portugal (2018), «La indústria de l'automòbil en l'economia portuguesa», Temes Econòmics, núm. 61, novembre.
3. La majoria dels vehicles produïts a Portugal són lleugers, principalment turismes (el 72% de la producció total).

sectors eren similars, amb valors propers al 49%, però, el 2018, s'ha produït una recuperació significativa de la venda de vehicles automòbils, a conseqüència d'una major aposta per la seva producció.

Per regions, l'àrea metropolitana de Lisboa (AML) lidera les exportacions del sector de l'automòbil amb una quota del 42%, ja que inclou el districte de Setúbal, on es troba AutoEuropa (del grup Volkswagen); tot seguit se situa la regió Nord, que representa el 36% de les exportacions del sector i on destaca un gran conjunt d'empreses centrades en peces d'automòbils i en accessoris. En tercera posició, una altra gran part de les exportacions procedeix de la regió Centre, amb un pes del 19%, a través de les unitats PSA Peugeot Citroën de Mangualde i Renault de Cacia.

Finalment, malgrat el dinamisme exportador del sector de l'automòbil en conjunt, en termes nets, la balança comercial del sector manté un saldo negatiu. No obstant això, aquesta situació ha millorat de forma sensible en l'últim any: a l'octubre del 2018, el saldo de la balança del sector de l'automòbil va ser de –1.300 milions d'euros, en relació amb els –2.700 milions d'euros de l'octubre del 2017. A més a més, els diferents subsectors presenten situacions diverses: una gran part del dèficit procedeix del subsector dels vehicles automòbils, ja que la demanda domèstica d'automòbils se satisfà, gairebé en exclusiva, amb elevades importacions de l'estranger (com hem vist, gairebé tota la producció domèstica es destina a l'exportació). En canvi, el subsector de les peces de vehicles automòbils i d'accessoris presenta un superàvit des del final del 2015, atès que, en els últims anys, s'ha expandit més enllà del subministrament per a clients interns (en concret, a empreses de muntatge i d'exportació de vehicles, funció amb què es va desenvolupar inicialment el subsector) i s'ha llançat a l'exportació amb el subministrament a fàbriques de l'exterior del país.

Perspectives futures

L'automòbil és un bé de consum durador i, com a tal, la seva compra requereix un elevat desemborsament inicial per part de les famílies: per aquesta raó, la indústria automobilística és, tradicionalment, molt sensible a l'evolució del cicle econòmic. En el cas de Portugal, atès que el sector té una forta orientació exportadora, això significa que la indústria haurà d'afrontar un entorn internacional condicionat pels possibles repunts de les tensions geopolítiques i per l'enduriment de les condicions financeres. A més a més, en aquest sentit, cal destacar que, en l'actualitat, les exportacions automobilístiques de Portugal es concentren en un nombre de països relativament petit. En concret, amb dades de l'octubre del 2018, Espanya lidera les compres dels productes de la indústria de l'automòbil lusitana, amb el 22,1%, seguida d'Alemanya, de França i del Regne Unit, amb el 18,5%, el 18,4% i el 8,8%, respectivament. És a dir, aquests quatre països van absorbir, en conjunt, el 67,8% de les exportacions totals de la indústria de l'automòbil portuguesa.

Finalment, el sector també s'enfronta a importants reptes a mitjà i a llarg termini, com les noves exigències a causa del major control dels gasos contaminants i la consegüent introducció d'alternatives als motors alimentats amb combustibles d'origen fòssil, que podrien generar una readaptació del sector. Atesos aquests i altres reptes, la indústria de l'automòbil nacional ha realitzat importants inversions mitjançant programes d'augment de la competitivitat nacional en sectors d'intensitat tecnològica mitjana-alta. Segons les dades del Ministeri d'Economia, des de la posada en marxa d'aquests programes operatius,[4] la inversió total ha assolit els 211 milions d'euros, dels quals el 80,5% correspon a la indústria de components per a automòbils. Així mateix, hi ha inversions en R+D, finançades majoritàriament per fons propis de les empreses del sector.[5]

En definitiva, la indústria de l'automòbil ha incrementat la capacitat productiva a través de la innovació i de la tecnologia, així com amb millores en la qualificació de la mà d'obra, en la competitivitat i en la internacionalització de les empreses, amb l'objectiu de desenvolupar aquest sector considerat estratègic en l'economia portuguesa.

4. Del 2014 a l'agost del 2018.
5. Vegeu la nota 2 a peu de pàgina.

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	2,9	2,5	2,2	1,9	2,0	1,9	1,9	1,9	1,9
Indústria										
Índex de producció industrial	2,4	4,0	2,3	0,5	–1,8	–1,0	–3,8	–0,5	–0,1	–2,9
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	11,4	12,7	...	...	12,7	...	...
Compravenda d'habitatges	18,8	20,5	15,7	23,7	18,4	...	...	18,4	...	...
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	3,8	5,0	4,0	2,5	1,2	...
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	0,9	5,7	4,5
Indicador coincident del consum privat	1,9	2,6	2,7	2,4	1,8	2,0	1,8	1,6	1,4	1,2
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	0,9
Subjacent	0,8	1,3	0,9	0,9	1,3	1,8	0,7	1,4	0,3	0,5

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

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	3,8	...
A la vista i estalvi	19,5	15,7	13,6	15,3	13,6	11,4	14,6	14,9	13,5	...
A termini i preavís	–3,2	–5,8	–4,1	–2,9	–2,1	–1,8	–2,1	–2,3	–2,9	...
Dipòsits d'AP	–17,9	1,3	1,9	–0,8	1,0	–1,2	3,0	1,4	2,2	...
TOTAL	**2,3**	**1,6**	**2,6**	**4,0**	**4,2**	**3,4**	**4,6**	**4,5**	**3,7**	**...**
Saldo viu de crèdit [2]										
Sector privat	–3,9	–4,0	–1,8	–1,8	–1,4	–1,5	–1,4	–1,3	–1,6	...
Empreses no financeres	–5,6	–6,5	–3,1	–3,7	–3,7	–3,8	–3,9	–3,5	–4,6	...
Llars - habitatges	–3,3	–3,1	–1,9	–1,6	–1,2	–1,3	–1,2	–1,1	–1,1	...
Llars - altres finalitats	–0,5	0,9	3,0	4,1	5,8	5,6	6,1	5,7	6,1	...
Administracions públiques	–9,4	9,3	19,0	14,8	–12,4	–13,9	–12,2	–11,2	–11,2	...
TOTAL	**–4,2**	**–3,5**	**–1,0**	**–1,1**	**–1,9**	**–2,1**	**–1,9**	**–1,8**	**–2,1**	**...**
Taxa de morositat *(%)* [3]	**17,2**	**13,3**	**12,8**	**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.*

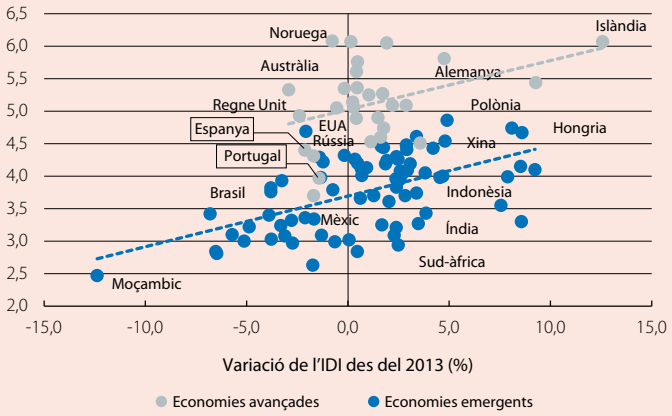
Creixement inclusiu: les forces del futur

Segons l'OCDE, el creixement d'una economia és inclusiu quan es distribueix de manera equitativa entre la societat i crea oportunitats per a tothom. El concepte és complex i requereix d'una anàlisi detallada per poder determinar l'evolució del creixement inclusiu, però la desigualtat creixent de rendes a la majoria d'economies avançades ja ens avança que la tendència no és precisament favorable.

Per poder valorar millor fins a quin punt el creixement econòmic d'un país és inclusiu, el Fòrum Econòmic Mundial ha desenvolupat un índex que té en compte, a més de la desigualtat de les rendes, altres variables indicatives del nivell d'inclusió, com l'esperança de vida, els índexs de pobresa o la ràtio de dependència. Malgrat que hi ha diferències notables entre països, el missatge final no és gaire encoratjador: després del deteriorament que va experimentar l'índex durant la crisi econòmica, amb prou feines s'ha recuperat en els últims anys. De fet, la persistència del deteriorament dels índexs d'inclusivitat del creixement en nombrosos països alimenta els temors que s'hagi entrat en una etapa d'exclusió secular (vegeu el gràfic adjunt).

Índex d'inclusivitat (IDI) *

Índex 2018



Nota: ** Índex de desenvolupament inclusiu del World Economic Forum. Es tracta d'una mesura agregada de 12 indicadors distribuïts en tres pilars diferents: desenvolupament econòmic, inclusió i sostenibilitat. A cada pilar se li atorga un mateix pes relatiu per obtenir l'índex general. Els valors es distribueixen de l'1 al 7, sent 7 la valoració màxima en inclusivitat.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del World Economic Forum.*

Atesa aquesta situació, no és estrany que el creixement inclusiu sigui una de les prioritats en les agendes de la majoria d'institucions internacionals. En les últimes dècades, s'apunten diversos factors com els causants del deteriorament de la inclusivitat del creixement, però destaquen, sobretot, el canvi tecnològic i la globalització. En concret, d'aquests factors es qüestiona que, podent millorar la situació del conjunt de la població, els seus beneficis i els seus costos no s'han repartit de forma justa o equitativa entre els diferents individus. A la llista de factors s'afegeix també la lenta adaptació de la regulació al nou context econòmic, la qual cosa implica que hi hagi notables asimetries en el nivell regulador entre determinats sectors o àmbits econòmics.

El canvi tecnològic: dels ordinadors a la IA i al *machine learning*

L'aparició dels ordinadors i la primera onada de robotització de les plantes de producció van afavorir enormement el creixement econòmic, però van fer-ho d'una forma poc inclusiva. En concret, en molts països avançats (com els EUA o el Regne Unit), la bretxa salarial entre els treballadors amb un nivell educatiu més alt (els «qualificats», segons l'argot econòmic) i els treballadors amb un nivell educatiu més baix (els «no qualificats») va augmentar de forma considerable.[1] Així mateix, els treballadors amb una educació més bàsica també van patir taxes d'atur més elevades. La robotització de les plantes manufactureres va incidir de manera negativa en la demanda i en els salaris dels treballadors amb un nivell educatiu relativament baix, ja que les noves màquines eren un bon substitut de les tasques que realitzaven. En canvi, els ordinadors van augmentar la productivitat dels treballadors amb un nivell educatiu més alt, la qual cosa va repercutir, també (de manera positiva), en els seus salaris. En resum, es tractava de canvis tecnològics clarament esbiaixats a favor del treball qualificat i que perjudicaven, per tant, els individus amb rendes del treball que quedaven a la part baixa de la distribució.

Les tecnologies del futur (algunes ja del present) també tindran efectes sobre els treballadors, tot i que, en aquesta ocasió, no sembla que l'impacte hagi d'estar tan vinculat al nivell educatiu dels individus. Així, per exemple, la intel·ligència artificial (IA) té el potencial d'afectar treballadors molt diferents en el nivell de qualificació: des dels operaris telefònics o els treballadors que acompanyen i ajuden les persones més grans (mitjançant el desenvolupament dels *chatbots*, per exemple), fins als taxistes, els

1. Vegeu Feenstra, R. C. i Gordon, H. (1999), «The Impact of Outsourcing and High-Technology Capital on Wages: Estimates for the United States, 1979-1990», The Quarterly Journal of Economics, 114.3, 907-940. I també Canals, C. (2006), «What Explains the Widening Wage Gap? Outsourcing vs. Technology», CaixaBank Research, Documents de Treball.

traductors o els metges (com els radiòlegs). Sense anar més lluny, ja tenim constància dels primers cotxes sense conductor, de programes que analitzen imatges mèdiques i els aplicatius de traducció són cada vegada millors.

En aquest sentit, alguns dels resultats als quals arriben el director del programa del MIT sobre Economia Digital, Erik Brynjolfsson, i altres coautors suggereixen que el fenomen de l'aprenentatge automàtic (o *machine learning*) no generarà de forma directa un augment de la polarització, ja que no hi ha una relació clara entre les feines que podran ser més fàcilment reemplaçades per tècniques de *machine learning* i el nivell de salaris que tenen actualment aquests treballs.[2] No obstant això, aquesta i les altres tecnologies que es desenvolupen poden acabar provocant la destrucció de molts llocs de treball, tot i que també en poden generar de nous. En aquest sentit, un marc laboral que protegeixi els treballadors que perdin la feina i que els ajudi a reinserir-se amb èxit en el mercat laboral serà clau (vegeu l'article «Polítiques d'ocupació per a un creixement inclusiu», en aquest mateix Dossier), així com unes polítiques educatives que preparin els treballadors del futur per als canvis que s'aproximen (vegeu l'article «L'educació com a palanca per al creixement inclusiu», en aquest mateix Dossier).

Des dels països emergents, la visió és una mica diferent, ja que, en aquest cas, s'apunta al fet que les tecnologies de la informació i comunicació tenen un potencial elevat de millorar el nivell d'inclusió. El motiu és que aquestes tecnologies ajuden de forma considerable els treballadors del sector primari, que són els que tenen un nivell de renda més baix, a tenir un millor accés als mercats on venen els seus productes, la qual cosa augmenta de forma substancial els seus ingressos.[3]

Offshoring: de les manufactures als serveis i de retorn a casa

En les últimes dècades, una de les cares més visibles de la globalització ha estat l'augment de l'*offshoring* (ja sigui per la via de la deslocalització o de la contractació externa), en especial al sector manufacturer. I, de manera anàloga a allò que ha succeït amb el canvi tecnològic esbiaixat en favor del treball qualificat, l'*offshoring* manufacturer ha impulsat el creixement econòmic, però l'ha tornat menys inclusiu. En concret, als països avançats, nombroses empreses han seccionat el procés de producció i n'han traslladat una part a altres economies, principalment emergents, amb la finalitat d'aprofitar uns costos més baixos (en particular, laborals). Això ha perjudicat, en especial, els treballadors menys qualificats dels països desenvolupats (en forma de salaris més baixos i de taxes d'atur més elevades).[4]

No obstant això, l'*offshoring* del futur pot tenir també implicacions diferents sobre el grau d'inclusió del creixement econòmic. Segons un estudi recent de Branstetter, Glenon i Jensen, les empreses nord-americanes han augmentat de forma considerable l'*offshoring* en R+D cap a països emergents com l'Índia o la Xina. El motiu és la rellevància creixent de les tecnologies de la informació i del *software* en el desenvolupament de la innovació empresarial al costat de l'increment d'especialistes en aquests dos camps als països emergents.[5] Aquestes dinàmiques suggereixen que l'*offshoring* de serveis afectarà treballadors més qualificats amb molta més intensitat que el de manufactures.

D'altra banda, la forta caiguda del preu dels robots industrials[6] és un element que podria comportar un cert *reshoring* (o retorn a casa) d'alguns dels processos manufacturers que les empreses han traslladat als països emergents. Això, sens dubte, tindrà efectes positius en el mercat laboral dels països avançats, ja que els robots necessiten tasques de manteniment i de reparació, entre altres feines complementàries.

En definitiva, malgrat que el futur és incert, el que sembla clar és que la intel·ligència artificial, el *machine learning*, la convivència de l'*offshoring* de manufactures amb el de serveis i el possible *reshoring* influiran en el nivell d'inclusió del creixement econòmic d'una manera molt diferent a la del passat. I hem d'estar preparats.

Clàudia Canals
CaixaBank Research

2. Vegeu Brynjolfsson, E., Mitchell, T. i Rock, D. (2018), «What Can Machines Learn, and What Does It Mean for Occupations and the Economy?», AEA Papers and Proceedings, vol. 108.
3. L'exemple de l'ús de telèfons mòbils pels pescadors de la regió índia de Kerala és un dels casos més evidents. Vegeu Jensen, R. (2007), «The Digital Provide: Information (Technology), Market Performance, and Welfare in the South Indian Fisheries Sector», The Quarterly Journal of Economics, 122.3, 879-924.
4. Vegeu les referències de la nota 1.
5. Vegeu Branstetter, L. G., Britta, M. G. i Jensen, J. B. (2018), «The IT Revolution and the Globalization of R&D», núm. w24707, National Bureau of Economic Research.
6. Segons les dades d'ARK Invest, els robots industrials han passat de costar 131.000 dòlars cap a la meitat de la dècada dels noranta a 31.000 en l'actualitat.

L'educació com a palanca per al creixement inclusiu

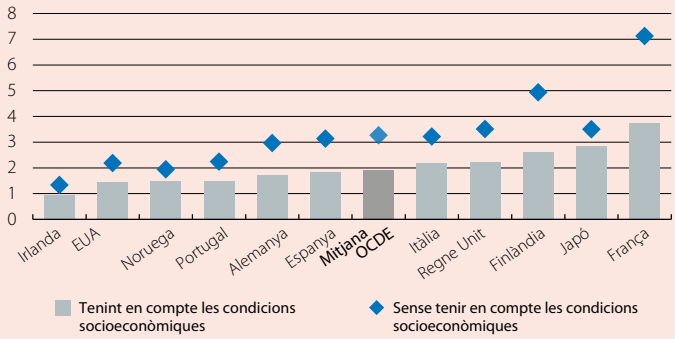
La importància de l'educació per al benestar de les persones en totes les fases de la vida és indubtable. En termes econòmics, els individus amb nivells educatius més alts solen gaudir de taxes d'ocupació i de nivells de renda més elevats. I tot fa pensar que, en els pròxims anys, el paper de l'educació serà fins i tot més important. Els desafiaments que plantegen el canvi tecnològic i la globalització afecten de ple el model educatiu.

En general, se sol analitzar el nivell educatiu d'una persona o d'una societat en termes de «quantitat». És a dir, des del punt de vista dels anys d'educació formal (el marge extensiu). En aquesta dimensió, l'evidència empírica no deixa lloc a dubtes: com més, millor, en especial en la primera infància. En concret, la formació en la primera infància (de 0 a 5 anys) es relaciona amb millors resultats educatius al llarg de tot el període formatiu.[1] A més a més, des d'un punt de vista estrictament econòmic, diversos estudis documenten que el retorn públic d'invertir en educació preescolar per a famílies vulnerables és molt elevat.[2]

Per tant, les polítiques destinades a una major participació en l'educació preescolar poden contribuir de forma molt significativa a eliminar l'efecte que tenen les condicions socioeconòmiques de les famílies sobre l'educació dels fills a més llarg termini. En aquest sentit, la provisió gratuïta d'aquesta educació és una via prometedora: un estudi recent de la universitat d'UCLA[3] estima que els països que ofereixen un any d'educació preescolar gratuïta obtenen, de mitjana, una taxa d'escolaritat en aquestes edats el 16% superior a la dels països que no la proveeixen de forma gratuïta. No obstant això, segons aquest mateix estudi, només el 45% dels països a nivell global ofereixen un any o més d'educació preescolar gratuïta, tot i que aquesta xifra s'enfila fins al 62% en el cas de les economies avançades. A Espanya, per exemple, existeix la provisió pública de l'educació preescolar entre els 3 i els 6 anys, tot i que no és obligatòria. No obstant això, hi ha països on l'educació ja és obligatòria en la primera infància, com Israel (a partir dels 3 anys) o Luxemburg (a partir dels 4 anys).

Educació obligatòria i resultats en matemàtiques

*Ràtio de probabilitats **



Nota: ** La ràtio de probabilitats indica per quant es multiplica la probabilitat que un alumne obtingui mals resultats en matemàtiques si no hagués cursat com a mínim un any d'educació preobligatòria. Valors superiors a 1 indiquen que les probabilitats d'obtenir mals resultats en matemàtiques augmenten per als alumnes sense educació preobligatòria en comparació amb haver estudiat, com a mínim, un any en la primera infància.*

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

D'altra banda, allargar els anys de formació després de finalitzar l'educació obligatòria no sol oferir tan bons resultats com disposar d'un bon servei educatiu durant la primera infància. Això ho il·lustren diversos estudis en què s'observa que al voltant del 20% dels treballadors de l'OCDE es troben sobrequalificats per al seu lloc de treball, mentre que al voltant del 15% es troben infraqualificats.[4]

Per aquest motiu, pot ser molt útil disposar d'un servei d'orientació de qualitat sobre els diversos itineraris educatius i laborals un cop finalitzats els estudis obligatoris, amb la finalitat que els alumnes puguin mesurar millor els pròxims passos i adequar millor les seves habilitats i inquietuds a l'oferta educativa i al mercat laboral. Naturalment, la provisió d'aquesta informació ha de ser accessible a tots els estudiants al llarg de tot el període formatiu i ha de ser proactiva perquè arribi a tots els alumnes.

Un bon exemple d'aquesta política el trobem a Escòcia, on una agència governamental, en contacte permanent amb les empreses i amb les escoles, ofereix informació als alumnes sobre les necessitats del mercat laboral i quin camí formatiu pot ser més útil a cada estudiant en funció, també, de les seves motivacions. Aquesta agència proporciona orientació a les pròpies escoles i a

1. OCDE (2016), «Low-Performing Students», capítol 2.
2. En un estudi realitzat als anys seixanta als EUA, van observar que els nens de famílies vulnerables als quals, de forma aleatòria, s'oferia educació preobligatòria gratuïta gaudien de taxes d'ocupació més elevades, de salaris més alts i de taxes de delinqüència més baixes al cap de 40 anys. Els principals beneficis per a les arques públiques d'aquesta inversió procedeixen de l'augment en la recaptació d'impostos i, sobretot, de l'estalvi en costos criminals. Vegeu Schweinhart, L. *et al.* (2005), «The High/Scope Perry Preschool Study Through Age 40», High/Scope Press.
3. Vegeu Milovantseva N., Earle, A. i Heymann, J. (2018), «Monitoring Progress Toward Meeting the United Nations SDG on Pre-primary Education: An Important Step Towards More Equitable and Sustainable Economies», International Organisations Research Journal, vol. 13.
4. En concret, el 13%. Vegeu, per exemple, Quintini, G., «Right for the job», OECD Social, Employment and Migration Working Papers.

través dels seus diversos centres amb la finalitat de poder atendre tots els alumnes, sigui quina sigui la seva edat o condició socioeconòmica.

Però, en educació, la quantitat no ho és tot. De fet, el contingut i les formes (el marge intensiu) són cada vegada més determinants. Les polítiques educatives han d'anar encaminades a proporcionar a totes les persones les competències que necessitaran el dia de demà. I, actualment, tot fa pensar que el context econòmic del futur serà més canviant, a causa, sobretot, de la velocitat del canvi tecnològic, i encara més globalitzat. Adaptar la política educativa a aquest nou entorn no és trivial.

El canvi tecnològic, per exemple, fa que sigui molt més fàcil obtenir informació. La clau és tenir criteri per poder seleccionar la més rellevant i veraç i saber comunicar-la de forma encertada. A més a més, el canvi tecnològic permet l'automatització de moltes tasques, la qual cosa fa que el treball que realitzem les persones requereixi més habilitats no cognitives (els anomenats *soft skills*), com la capacitat de concentració i de planificació, la perseverança, l'autocontrol o les relacions interpersonals. Finalment, ateses la velocitat del canvi tecnològic i la incertesa sobre cap a on evoluciona, el sistema educatiu també ens ha d'ajudar a desenvolupar una actitud oberta al canvi i a l'aprenentatge constant.

La globalització també afectarà el tipus de treball que es realitzarà als països desenvolupats. En les últimes dècades, la globalització ha afectat, sobretot, la indústria, però tot sembla indicar que, en els pròxims anys, també afectarà el sector serveis. En aquest sentit, el prestigiós economista de Princeton Alan Blinder considera que les feines poc personalitzades al sector manufacturer i de serveis continuaran perdent pes a les economies avançades, en benefici dels serveis més personalitzats, com els serveis d'assessorament basats en la confiança i en l'atenció personalitzada. I, en aquest tipus de feines, solen ser molt importants les interaccions personals i, per tant, requereixen habilitats de comunicació, ser espontani i creatiu. És per això que Blinder defensa una reforma educativa en profunditat, que atorgui menys importància a la memorització i als tests estandarditzats i que, en canvi, prioritzi el treball en equip i la capacitat d'argumentar i de donar solucions imaginatives a problemes complexos que no necessàriament tenen una resposta correcta o incorrecta.[5]

En definitiva, formar la població del futur ha estat sempre un repte rellevant. A partir d'ara, davant un futur incert i canviant, aquest repte ja no serà rellevant, sinó imprescindible, i el cost de no continuar formant-se i educant-se serà molt més elevat. Per aquest motiu, sembla que el sistema educatiu s'haurà de reeducar. I és que ja no es tracta de més educació (que també), sinó, sobretot, de millor educació.

Ricard Murillo Gili
CaixaBank Research

5. Vegeu Blinder, A. (2008), «Offshoring, Workforce Skills, and the Educational System», Global Economic Symposium.

Polítiques d'ocupació per a un creixement inclusiu

El canvi tecnològic, la globalització i el canvi demogràfic són grans tendències globals que modifiquen el patró de creixement, i el mercat de treball serà un terreny de joc en què es notarà de forma clara el seu impacte. El canvi tecnològic accelera els canvis de l'estructura productiva, automatitza processos, destrueix llocs de treball i en crea de nous, la qual cosa modificarà les necessitats de mà d'obra i les habilitats necessàries per dur a terme noves tasques. Això interactua amb la globalització, que facilita la formació de cadenes de valor globals de béns i, cada vegada més, de serveis i una major competència, la qual cosa afecta els preus i els salaris. Finalment, l'envelliment poblacional redueix la força laboral i en modifica la composició, ja que guanyen pes els treballadors més grans. No obstant això, els guanys de productivitat que pot proporcionar aquest nou patró de creixement no es traslladaran necessàriament a tota la societat si no s'adapten l'estructura i la regulació del mercat laboral. Les polítiques d'ocupació s'han d'adaptar en molts àmbits per aconseguir un creixement inclusiu.

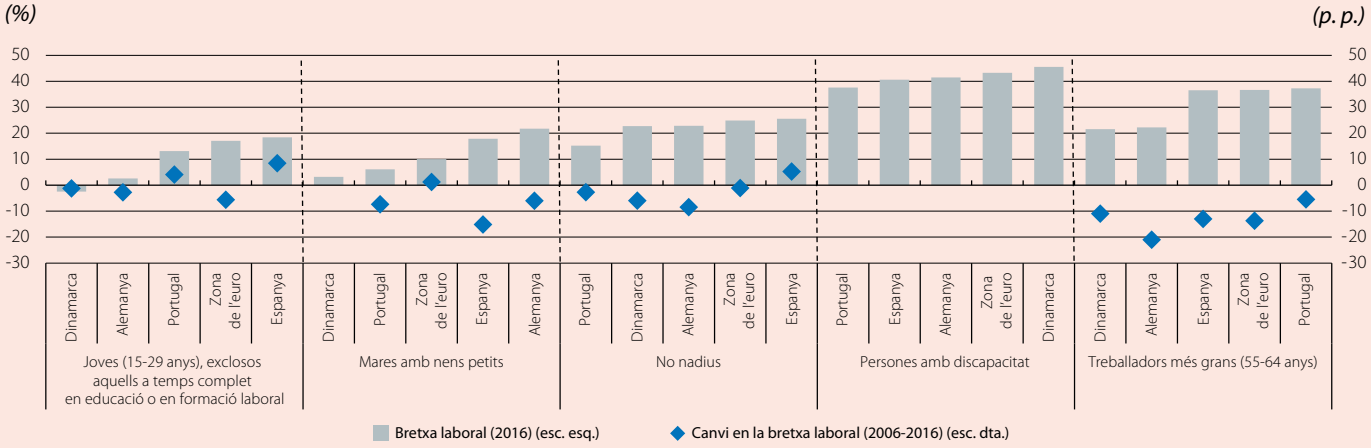
Una condició indispensable perquè augmenti l'ocupació és aconseguir un creixement econòmic sostingut. Les grans tendències esmentades requereixen, cada vegada més, més flexibilitat en l'economia i en les relacions laborals per créixer, ja que es necessita una reassignació constant dels factors productius (treball i capital). Aquesta reassignació cap a empreses i cap a sectors més productius és la que permet augmentar la productivitat i, de retruc, millorar els salaris i els nivells de vida. D'altra banda, les polítiques de protecció laboral juguen un paper clau per fomentar la resiliència dels mercats de treball, ja que fixen les condicions d'acomiadament i eviten, així, un nivell de destrucció d'ocupació excessiva. No obstant això, una protecció exagerada pot llastar la creació d'ocupació, ja que redueix els incentius a la nova contractació.

És important assenyalar també les conseqüències negatives que poden implicar unes diferències significatives de nivell de protecció entre diferents tipus de contractes. Per exemple, una protecció molt més elevada per als contractes fixos que per als temporals incentiva un major ús dels segons, la qual cosa provoca més rotació de personal del que seria òptim. Perquè hi hagi més equilibri entre flexibilitat i estabilitat laboral, l'OCDE recomana reduir les asimetries entre diferents tipus de contractes.[1] Això, a més a més, permet estimular l'ocupació als sectors més productius, ja que estimula la inversió en capital humà tant de les empreses com dels treballadors.

D'altra banda, les empreses utilitzaran cada vegada més tipologies contractuals que permetin vinculacions més flexibles per reduir els costos d'adaptació a aquest entorn canviant impulsat pel canvi tecnològic i per la globalització. Per la seva banda, la població més gran també pot necessitar vinculacions més flexibles, com el treball a temps parcial, per prolongar la vida laboral. Tot plegat apunta a un augment dels contractes temporals i a temps parcial, dels autònoms o de noves tipologies, com l'ocupació sota demanda (*on-demand employment*). Aquests nous contractes acumulen, en diferent grau, menys drets laborals que els contractes fixos, i el seu augment podria reduir la protecció social d'una part creixent de la població. Per contrarestar-ho, es pot ampliar la cobertura social, en especial per a l'ocupació sota demanda, que, en general, no té protecció social bàsica, quelcom que alguns països comencen a considerar.[2]

Bretxa laboral per grups amb més risc d'exclusió

*Diferència en relació amb el grup de referència **



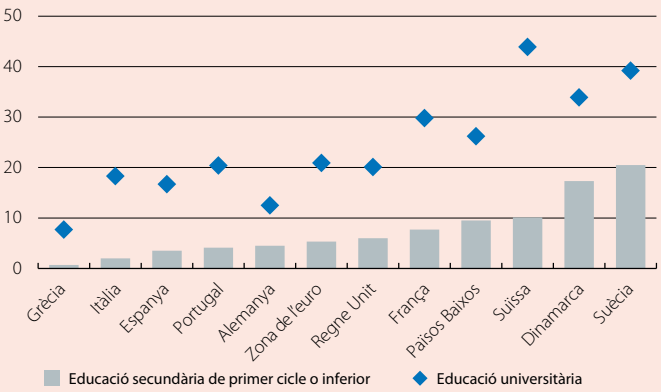
Nota: ** La bretxa d'ocupació es defineix com la diferència entre la taxa d'ocupació dels homes de 30 a 54 anys i la del grup, expressada com un percentatge de la taxa d'ocupació dels homes de 30 a 54 anys. Les mares amb nens petits fan referència a les mares en edat laboral amb un nen de 0 a 14 anys com a mínim. Els no nadius fan referència a totes les persones nascudes a l'estranger sense tenir en compte la nacionalitat. Les dades sobre els canvis en la bretxa d'ocupació no estan disponibles per a les persones amb discapacitat.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE (2018), «Good Jobs for All in a Changing World of Work: The OECD Jobs Strategy».*

1. OCDE (2018), «Good Jobs for All in a Changing World of Work: The OECD Jobs Strategy», OECD Publishing.
2. Vegeu l'article «L'economia del *sharing* i el mercat de treball», al Dossier de l'IM07/2018.

Així mateix, les necessitats canviants del mercat laboral poden augmentar el risc d'exclusió en més sectors de la societat. En l'actualitat, diversos grups, com joves, dones amb nens, immigrants, discapacitats i persones grans, participen menys en l'ocupació que els homes nadius de 30 a 54 anys (vegeu el primer gràfic). Així, és important fomentar la igualtat d'oportunitats i eliminar qualsevol tipus de discriminació. L'exclusió laboral pot, fins i tot, ser més costosa ara, ja que una plantilla diversa permet afrontar amb més garanties un entorn cada vegada més canviant. A més a més, l'envelliment poblacional incrementarà la proporció de treballadors d'edat avançada en risc d'exclusió. Els beneficis de la diversitat provenen de la complementarietat entre treballadors. Per exemple, l'FMI estima que, si es tanqués completament la bretxa de participació entre dones i homes, el nivell de PIB podria augmentar de forma substancial (el 14% a Europa i a l'Àsia Central i més del 58% al Nord d'Àfrica i al Pròxim Orient), gràcies, en part, a la major productivitat que comportaria la diversitat de gènere.[3] Una complementarietat que també podria ser beneficiosa amb la resta de grups seria la integració a les plantilles de *millennials* que entenguin millor les noves demandes del mercat, d'immigrants que facilitin la internacionalització empresarial o de treballadors més grans amb molta experiència.

Participació en formació contínua per nivell educatiu previ *

(%)



Nota: ** Població de 25 a 64 anys que ha participat en activitats de formació contínua en les quatre últimes setmanes (2017).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE (2018), «Economic Survey of Spain».*

A més a més, els canvis en les necessitats del mercat laboral augmentaran la probabilitat de pèrdua de la feina. Per als treballadors més grans, en allargar-se la vida laboral, serà menys probable que es puguin jubilar directament després d'expirar els beneficis del subsidi d'atur, de manera que podrien patir un major risc d'atur de llarga durada.[4] Així mateix, el nombre creixent de transicions entre feines farà més necessari que es donin de forma fluida. Per aquest motiu, la legislació laboral s'ha de centrar en la protecció del treballador i no del lloc de treball. El país de referència és Dinamarca, amb l'anomenada «flexiseguretat»: una legislació laboral molt flexible, però amb uns subsidis d'atur relativament generosos i amb un fort suport de les polítiques actives per facilitar una reintegració reeixida en el mercat laboral.

Finalment, volem emfatitzar que una part fonamental de les polítiques actives consistirà, cada vegada més, a preparar els treballadors per als canvis relacionats amb el canvi tecnològic i amb la globalització i als quals, ara amb vides laborals més llargues, estaran exposats durant més temps. Les polítiques actives de formació, complementant les polítiques educatives descrites a l'article anterior, hauran d'ajudar els treballadors perquè es formin de manera contínua i perquè es puguin adaptar a les noves habilitats requerides, quelcom que succeeix menys del que seria desitjable, en particular per als treballadors menys formats (vegeu el segon gràfic). La formació per potenciar aquestes noves habilitats tindrà recompensa al mercat de treball amb més ocupabilitat i amb salaris més alts, però requerirà esforços. Una eina útil per facilitar aquest procés és la creació de comptes personals que acumulin drets al llarg de tota la vida laboral i que els treballadors poden utilitzar per cobrar un subsidi d'atur en cas de pèrdua de la feina, però també per pagar cursos de formació –això últim facilita l'adopció de noves habilitats necessàries per canviar de feina o de sector.

A més de dedicar més recursos a les polítiques actives, serà necessari assegurar-ne l'efectivitat. Diverses anàlisis mostren que l'efectivitat a curt termini de les polítiques actives és baixa, però que augmenta a mitjà termini, en particular les destinades a l'acumulació de capital humà.[5] En tot cas, el seu impacte dependrà de les necessitats específiques i del perfil de cada individu, i un diagnòstic precís i precoç serà clau. Per sort, les noves tecnologies vénen al rescat: els algorismes poden tenir un paper important a l'hora de triar quina actuació és més beneficiosa per a l'aturat. Països com Austràlia o els Països Baixos ja utilitzen tècniques de diagnòstic automatitzat de l'ocupabilitat dels demandants de feina, i, a Espanya, ja s'han realitzat projectes pilot.[6]

En resum, un replantejament en profunditat de les polítiques laborals, per al qual tota ajuda, encara que vingui d'un robot, no és poca.

Josep Mestres
CaixaBank Research

3. Vegeu, Lagarde, C. i Ostry, J. D. (2018), «The macroeconomic benefits of gender diversity», VoxEU blog.
4. OCDE (2017), «Preventing Ageing Unequally», OECD Publishing.
5. Vegeu Card, D., Kluve, J. i Weber, A. (2017), «What Works? A Meta Analysis of Recent Active Labor Market Program Evaluations», Journal of the European Economic Association, vol. 16(3).
6. Vegeu Felgueroso, F., García Pérez, J. I. i Jiménez-Martín, S. (2018), «Perfilat estadístic: un mètode per dissenyar polítiques actives d'ocupació», Fundació Ramon Areces, Fedea.

Cohesió social i creixement inclusiu: indissociables

Cohesió social i creixement econòmic inclusiu són dos conceptes indissociables i que es retroalimenten. Per tant, en un país en què el creixement és més inclusiu, és més fàcil que augmenti la cohesió social. Així mateix, també sembla més fàcil que es duguin a terme mesures que afavoreixin un creixement més inclusiu en un país amb un nivell més elevat de cohesió social. La cohesió social, al capdavall, és un dels factors que permeten que el creixement econòmic sigui inclusiu. No obstant això, la mateixa relació també opera en sentit contrari. Així, quan el creixement es torna menys inclusiu, per exemple, perquè l'entorn regulador no s'adapta als canvis de l'estructura productiva derivats del canvi tecnològic o de la globalització, es corre el risc que es deteriori la cohesió social, amb tot el que això comporta. En el context actual, analitzar la cohesió social d'un país és clau per poder determinar la capacitat que té per afrontar els reptes que se'ns presenten.

Abans d'entrar en matèria, convé precisar que, en aquest article, quan parlem de cohesió social, fem referència a l'estat dels diferents tipus d'interacció entre els membres d'una societat.[1] Aquests tipus d'interacció inclouen, per exemple, la confiança, el sentit de pertinença, la voluntat de participar, la voluntat d'ajudar i qualsevol comportament que se'n derivi.

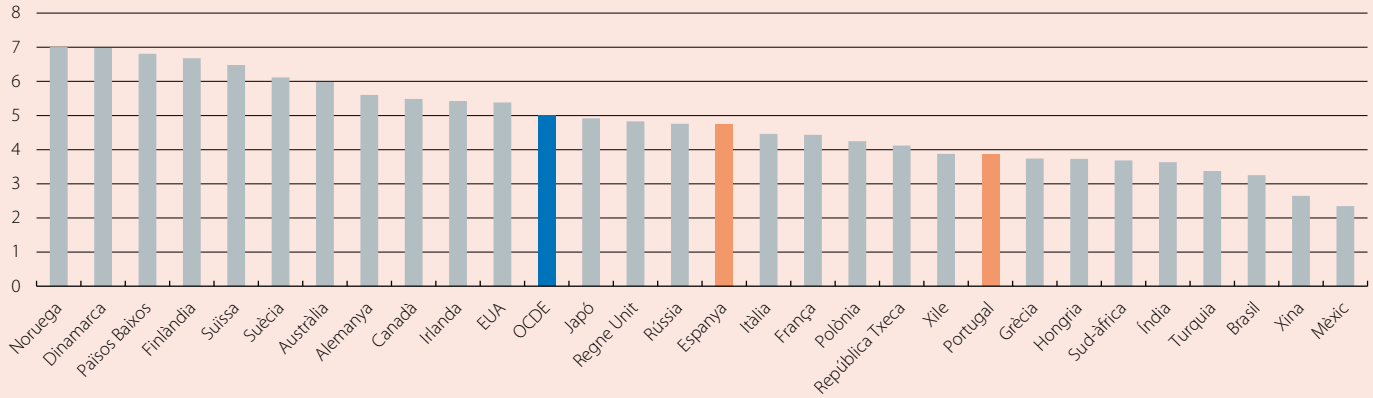
Equipats amb una bona definició, ja podem analitzar l'estat de la cohesió social als principals països desenvolupats i la seva relació amb el creixement econòmic inclusiu. Per fer-ho, construïm un índex, l'indicador agregat de cohesió social (IACS), que ens permet agregar i sintetitzar en una sola mètrica la informació continguda als 33 indicadors de cohesió social dels quals disposa l'OCDE. Cal destacar que aquests indicadors cobreixen la totalitat de les interaccions socials que configuren el concepte de cohesió social i es poden agrupar en cinc pilars en funció del tipus d'interacció: satisfacció personal, entorn social, confiança, inquietud política i nivells de criminalitat. Per construir el nostre índex, classifiquem les diferents variables recollides per l'OCDE, la majoria de les quals quantifiquen l'estat de les interaccions socials a partir d'enquestes nacionals (alguns exemples són el percentatge de persones que tenen algú pròxim amb qui poder comptar, la confiança en les institucions o la inseguretat derivada de la pèrdua de la feina) sobre cada pilar per a cada país i, *a posteriori*, fem una mitjana per als diferents països. Atorguem un pes del 20% a cada pilar, tot i que comprovem que els resultats obtinguts siguin robustos a diferents assignacions dels pesos.

És revelador comprovar que els països nòrdics, que es caracteritzen per tenir una elevada qualitat institucional,[2] se situen al capdavant de la llista. D'altra banda, les economies emergents, amb institucions menys robustes i consolidades, són les que presenten uns nivells de cohesió social més baixos, i és que la cohesió social ve determinada, en part, pel nivell de desenvolupament de les institucions de cada país.[3]

A Espanya, segons l'IACS, el grau de cohesió social se situa en una posició intermèdia i per sota de la mitjana de l'OCDE. En positiu, destaquen els elevats nivells de satisfacció personal i el dinamisme de l'entorn social, i, a l'altra cara de la moneda, trobem els baixos nivells de confiança en les institucions.[4] Portugal, per la seva banda, es troba una mica per sota d'Espanya, com a resultat de nivells notablement inferiors de satisfacció personal i d'inquietud política. És interessant observar que països com Alemanya, Finlàndia o els EUA gaudeixen de nivells de confiança molt més elevats que Espanya o que Portugal, de manera que són un punt de referència

Índex agregat de cohesió social (IACS) *

Índex

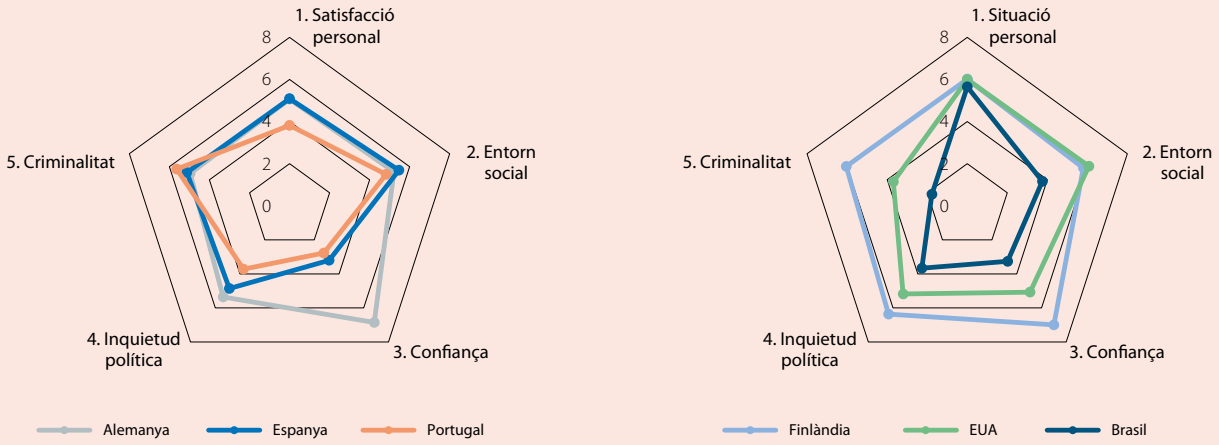


Nota: ** L'IACS es calcula a partir d'un panell de 33 indicadors per països. Primer, agrupem els indicadors en funció del pilar al qual pertanyen (satisfacció, confiança, participació política, criminalitat i estructura social). Per agregar els indicadors, els normalitzem a mitjana 0 i variància 1. Després d'això, es calculen les mitjanes de cada pilar. Finalment, s'agreguen els valors obtinguts atorgant un pes del 20% a cada pilar. El punt de referència és 5, que correspon a la mitjana de l'OCDE.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE.*

1. Vegeu Chan, J., To, H. P. i Chan, E. (2006), «Reconsidering Social Cohesion: Developing a Definition and Analytical Framework for Empirical Research», Social Indicators Research, 75(2), 273-302.
2. Segons el Global Competitiviness Index 2018 (WEF), tots els països nòrdics se situen en el *top* 15 de les economies amb més qualitat institucional.
3. Vegeu Easterly, W., Ritzen, J. i Woolcock, M. (2006), «Social Cohesion, Institutions, and Growth», Economics & Politics, 18(2), 103-120.
4. El pilar de confiança engloba, entre altres variables, el nivell de confiança de la societat en les institucions públiques i el grau d'inseguretat davant la pèrdua del lloc de treball, variables on Espanya presenta nivells relativament baixos.

Cohesió social: principals components

Índex (5 = OCDE)



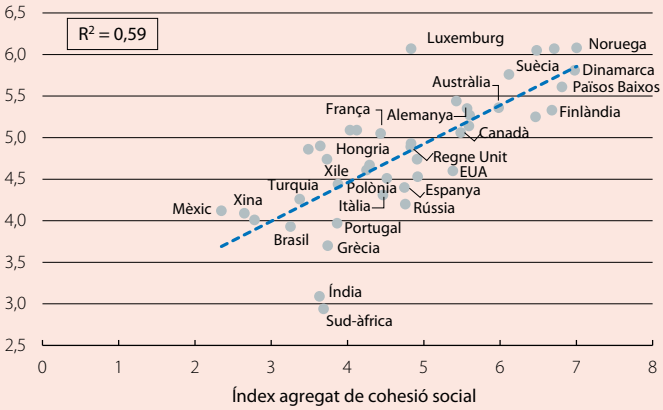
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE.*

important en el qual cal fixar-se. En concret, el model laboral nòrdic (que harmonitza en dosis òptimes la protecció del treballador i la flexibilitat), la bona qualitat de govern a Alemanya[5] o el sistema de pesos i contrapesos del sistema nord-americà són exemples de bones pràctiques que reforcen la confiança de la societat.

Quan comparem els pilars de diferents països, obtenim alguns resultats interessants. Per exemple, si ens centrem en el pilar de criminalitat, observem que els països europeus són els que obtenen millors resultats en aquesta dimensió, mentre que tant els EUA com els països emergents mostren una percepció de més criminalitat. Tenint en compte que la criminalitat podria estar captant el grau de malestar social, sembla natural que les societats amb estats del benestar més desenvolupats i generosos, com les europees, surtin molt més ben parades en aquest àmbit que els països emergents o que els EUA.

Cohesió social i creixement inclusiu

*Índex de desenvolupament inclusiu * (valor)*



Nota: ** L'escala de l'índex és d'1 a 7, sent 7 el valor màxim.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE i de l'Inclusive Development Index Report (World Economic Forum).*

També és interessant analitzar el comportament del pilar de la inquietud política. Aquest pilar ens informa sobre el grau d'interès de la ciutadania en la política i sobre el seu grau de participació. Segons els nostres resultats, els països nòrdics presenten registres molt elevats, mentre que els països llatinoamericans, molts d'ells encara immersos en ple procés de maduració de les institucions democràtiques després de llargues dictadures, destaquen negativament. Espanya i Portugal, per la seva banda, presenten valors en aquest pilar per sota de la mitjana de l'OCDE, la qual cosa suggereix que hi ha un marge de millora per a una relació més fluida entre la societat i les principals institucions del sistema polític.

Finalment, utilitzem el nostre índex de cohesió social per estudiar la seva relació amb el creixement inclusiu. Doncs bé, els nostres resultats confirmen que es tracta de dos conceptes indissociables. Com es pot observar al tercer gràfic, hi ha una relació estreta entre l'IACS i l'índex de desenvolupament inclusiu (IDI) que elabora el World Economic Forum.[6] En concret, un increment d'un punt en l'IACS comporta un increment de 0,47 punts de l'IDI, la qual cosa il·lustra que la cohesió social (IACS) efectivament es correlaciona de manera rellevant i positiva amb el creixement inclusiu.

En definitiva, atesos la important transformació del sistema productiu que comporten el canvi tecnològic i la globalització i els desafiaments que presenta l'envelliment de la població, és important actuar per reforçar la cohesió social, un element indispensable per poder dur a terme les reformes que promoguin un creixement inclusiu i sostingut.

Javier Ibáñez de Aldecoa Fuster
CaixaBank Research

5. Segons dades de Bertelsmann Stiftung, Alemanya és el cinquè país amb més qualitat democràtica del món i el vuitè amb més qualitat de govern.
6. Es tracta d'una mesura agregada de 12 indicadors distribuïts en tres pilars diferents: desenvolupament econòmic, inclusió i sostenibilitat. A cada pilar se li atorga un mateix pes relatiu per obtenir l'índex general. Els valors es distribueixen de l'1 al 7, sent 7 la valoració màxima en inclusivitat.

Mitjançant els nostres estudis, vam intentar estimular el debat i l'intercanvi d'opinions entre tots els sectors de la societat, i afavorir la divulgació dels temes clau de l'entorn socioeconòmic del nostre temps. Tant l'*Informe Mensual* com la resta de publicacions de CaixaBank Research estan disponibles a: www.caixabankresearch.com

Et recomanem:

Petroli: reflexions i perspectives per al 2019

Quins factors han determinat els bruscs canvis que ha experimentat el preu del petroli l'últim any?

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

Quines són les nostres perspectives per a la política monetària de la Fed i el BCE, i les condicions financeres de les seves economies?

S'està desaccelerant l'economia espanyola?

Nou vídeo de la nostra sèrie sobre l'actualitat econòmica i financera d'Espanya, Europa i el món.

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

L'economia espanyola es troba en un punt d'inflexió després de créixer a taxes elevades en els darrers anys: què esperem el 2019?

Informe Sectorial Immobiliari

Primer informe dedicat al sector immobiliari, a partir de l'anàlisi dels principals indicadors econòmics i del *big data*.

Document de treball

Clàudia Canals i Adrià Morron analitzen la maduresa del cicle econòmic dels Estats Units i les seves perspectives a llarg termini.

Segueix-nos a: www.caixabankresearch.com @CABK_Research Newsletter laCaixaTV

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., 2019
© Banco BPI, 2019

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

CaixaBank Research

ELEMENTAL CHLORINE FREE GUARANTEED

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