IM12

INFORME MENSUAL
NÚMERO 440 | DESEMBRE 2019

ENTORN ECONÒMIC I FINANCER

MERCATS FINANCERS
Per què la Reserva Federal ha abaixat els tipus d'interès?

ECONOMIA INTERNACIONAL
Les dificultats del sector manufacturer mundial

ECONOMIA ESPANYOLA
El sector exterior o Il Gattopardo, *un gran canvi que canvia poc*

DOSSIER: PERSPECTIVES 2020

Perspectives globals 2020: desacceleració inevitable, recessió improbable

Quin marge de maniobra té la política econòmica?

L'economia espanyola el 2020: no estem tan malament

L'economia portuguesa el 2020: perspectives econòmiques positives, però més incertesa

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Desembre 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 d'Estudis
Sandra Jódar
Directora d'Estratègia Bancària
Adrià Morron Salmeron
Coordinador de l'*Informe Mensual*
Javier Garcia-Arenas
Coordinador del Dossier

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

Data de tancament d'aquesta edició:
30 de novembre de 2019

ÍNDEX

1 EDITORIAL

3 LES CLAUS DEL MES

4 PREVISIONS

7 MERCATS FINANCERS

9 *Per què la Reserva Federal ha abaixat els tipus d'interès?*
Ricard Murillo Gili

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

15 *Les dificultats del sector manufacturer mundial*
Adrià Morron Salmeron i Àlex Ruiz

17 *Bones perspectives de l'economia nord-americana, amb permís de la inversió*
Clàudia Canals

21 ECONOMIA ESPANYOLA

23 *El sector exterior o* Il Gattopardo, *un gran canvi que canvia poc*
Jordi Singla

26 ECONOMIA PORTUGUESA

29 DOSSIER: PERSPECTIVES 2020

29 *Perspectives globals 2020: desacceleració inevitable, recessió improbable*
Javier Garcia-Arenas

31 *Quin marge de maniobra té la política econòmica?*
Adrià Morron Salmeron

33 *L'economia espanyola el 2020: no estem tan malament*
Oriol Carreras i Eduard Llorens i Jimeno

35 *L'economia portuguesa el 2020: perspectives econòmiques positives, però més incertesa*
Daniel Belo i Teresa Gil Pinheiro

Balanç, perspectives i desitjos de cap d'any

El balanç del 2019 no pot ser qualificat de positiu. Abans de començar l'exercici, pensàvem que l'economia mundial podria créixer per damunt del 3,5%. A punt d'acabar-lo, sembla que ens quedarem per sota del 3,0%. En els 20 últims anys, només s'havia crescut menys el 2009, l'any de la Gran Recessió, i el 2001, el dels atacs terroristes als EUA. La mitjana de creixement de l'últim decenni, que inclou el 2009, és del 3,4%, mig punt més que el 2019. La guerra comercial entre els EUA i la Xina, el *brexit*, els problemes al sector de l'automòbil europeu i l'impacte sobre els emergents de les pujades de tipus d'interès per part de la Fed el 2018 han llastat el creixement més del que es preveia.

Pel que fa a les expectatives, han decebut la zona de l'euro, el Regne Unit i grans emergents com l'Índia, el Brasil, Mèxic i Turquia. Curiosament, el creixement dels EUA i de la Xina ha satisfet les previsions, tot i que han estat els protagonistes d'un conflicte que ha fet molt de mal –en especial a la zona de l'euro, molt oberta al comerç. Espanya ha aguantat raonablement bé i tancarà l'any amb un creixement al voltant del 2,0%, només lleugerament per sota del que havíem previst. No hi ha dubte que, amb un entorn exterior més favorable i amb una major estabilitat política, l'economia espanyola hauria deixat curtes les previsions.

Per al 2020 esperem que el creixement mundial només millori lleugerament, fins a situar-se per damunt del 3,0%, gràcies al rebot dels emergents que ho han fet pitjor enguany. A les economies avançades, preveiem que la zona de l'euro mantindrà un creixement similar al d'enguany, al voltant de l'1%, i que els EUA perdran una mica d'empenta, perquè ja s'ha esvaït l'efecte de l'estímul fiscal i el cicle està molt madur. En aquest context, és previsible que la maduresa del cicle també provoqui una desacceleració del ritme de creixement de l'economia espanyola, fins a l'entorn de l'1,5%.

Aquest escenari de previsions es basa en diverses hipòtesis, principalment: el suport de la política monetària –en particular als EUA–, després de tres baixades de tipus d'interès en la segona meitat de l'any; un cert suport de la política fiscal en alguns països de la zona de l'euro, i, finalment, una valoració que les incerteses que han limitat la demanda no aniran a més, tot i que no s'esvairan del tot.

Sobre la guerra comercial, pensem que el més probable és que no empitjori, perquè al president Trump no li convé córrer el risc que l'economia dels EUA pateixi una desacceleració brusca en un any electoral. Però també és cert que la pugna amb la Xina, que va més enllà de la guerra comercial, li fa guanyar popularitat, i això fa que tingui incentius per mantenir-la viva. Pel que fa al *brexit*, l'altre gran focus d'incertesa, les eleccions d'aquest desembre poden servir per aclarir el panorama si, com apunten les enquestes, Boris Johnson aconsegueix tenir majoria al Parlament. En aquest cas, caldria esperar una ratificació ràpida de l'acord de sortida i el començament de les negociacions per al futur marc de relacions entre el Regne Unit i la UE, un procés que també serà complex.

Com els finals d'any també són temps per expressar desitjos, m'atreviré a demanar-ne tres relacionats amb l'economia: primer, un retorn al multilateralisme com a base de les relacions internacionals, quelcom imprescindible per afrontar desafiaments com el canvi climàtic i per evitar endinsar-nos en un procés de desglobalització que implicaria un enorme cost per a l'economia mundial. Segon, el reforç de l'arquitectura institucional de la zona de l'euro, que completi la unió bancària i la unió dels mercats de capitals i avanci cap a la unió fiscal, quelcom necessari per promoure el creixement i l'estabilitat a la Unió Econòmica i Monetària. I, finalment, a nivell nacional especialment, el llançament de reformes ambicioses per millorar la productivitat i la cohesió social, quelcom clau per alleujar la dependència de la política monetària –*the only game in town*– i per frenar els populismes.

Els desitjo també a tots vostès, benvolguts lectors, unes bones festes i un pròsper i feliç 2020.

Enric Fernández
Economista en cap
30 de novembre de 2019

Cronologia

NOVEMBRE 2019

10 Se celebren eleccions a les Corts Generals a Espanya.

SETEMBRE 2019

1 Els EUA fan efectiu un augment aranzelari sobre 112.000 milions de dòlars d'importacions xineses i la Xina imposa aranzels sobre gairebé 2.000 productes nord-americans.
12 El BCE anuncia un nou paquet d'estímul, amb una retallada de 10 p. b. en el tipus d'interès de la facilitat de dipòsits (el –0,50%), un esquema de *tiering* i el reinici de les compres netes d'actius (20.000 milions mensuals).
18 La Fed redueix els tipus d'interès de referència en 25 p. b., fins a l'interval 1,75%-2,00%.
20 L'agència de qualificació S&P millora la nota creditícia d'Espanya, d'A– a A.

JULIOL 2019

16 A proposta del Consell Europeu, el Parlament Europeu elegeix Ursula von der Leyen com a presidenta de la Comissió Europea.
24 Boris Johnson relleva Theresa May com a primer ministre britànic.
31 La Fed redueix els tipus d'interès de referència en 25 p. b., fins a l'interval 2,00%-2,25%.

OCTUBRE 2019

11 Els EUA i la Xina treballen en una primera fase d'un acord comercial, i els EUA suspenen la implementació d'una pujada aranzelària prevista per al 15 d'octubre.
17 El Regne Unit i la UE tanquen un nou acord de sortida.
28 La UE prorroga el *brexit* fins al 31 de gener del 2020.
31 La Fed redueix els tipus d'interès de referència en 25 p. b., fins a l'interval 1,50%-1,75%.
Conclou el mandat de Mario Draghi com a president del BCE.

AGOST 2019

1 Els EUA anuncien una nova pujada aranzelària sobre els 300.000 milions de dòlars d'importacions xineses que encara no havien estat taxades.
5 Els EUA assenyalen la Xina com un «manipulador de divises» després que el Banc Central de la Xina deixés que el iuan es depreciés fins a nivells no vistos des del 2008.
23 La Xina anuncia la imposició d'aranzels sobre 75.000 milions de dòlars d'importacions nord-americanes.

JUNY 2019

10 Els EUA fan efectiu l'increment del 10% al 25% dels aranzels sobre 200.000 milions de dòlars d'importacions procedents de la Xina (s'havia suspès al final de febrer). En resposta, la Xina anuncia que incrementarà els aranzels sobre 60.000 milions de dòlars d'importacions procedents dels EUA.
23-26 Se celebren eleccions al Parlament Europeu.

Agenda

DESEMBRE 2019

2 Portugal: deute públic (octubre).
3 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (novembre).
10-11 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
12 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
12-13 Consell Europeu.
13 Portugal: activitat turística (octubre).
17 Espanya: enquesta trimestral de cost laboral (3T).
23 Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (octubre i 3T).
Execució pressupostària de l'Estat (novembre).
Portugal: preus de l'habitatge (3T).
Portugal: execució pressupostària de l'Estat (3T).
26 Espanya: balança de pagaments i PIIN (3T).
30 Espanya: comptabilitat nacional trimestral (3T).
Espanya: taxa d'estalvi de les llars (3T).
Espanya: avanç de l'IPC (desembre).
31 Portugal: avanç de l'IPC (desembre).

GENER 2020

2 Portugal: indicador de clima econòmic (desembre).
3 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (desembre).
9 Portugal: comerç internacional (novembre).
Portugal: xifra de negocis a la indústria (novembre).
15 Espanya: comptes financers (3T).
Portugal: activitat turística (novembre).
22 Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (novembre).
23 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
28 Espanya: enquesta de població activa (4T).
29 Portugal: ocupació i atur (desembre).
28-29 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
30 Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (gener).
EUA: PIB (4T i 2019).
31 Espanya: avanç del PIB (4T).
Espanya: avanç de l'IPC (gener).
Zona de l'euro: PIB de la zona de l'euro (4T).

2019, entre el desassossec i l'esperança

Desassossec és, segurament, la paraula que millor captura l'estat d'ànim col·lectiu dels últims anys. El 2019 no ha estat l'excepció, tot i que els economistes hem continuat apuntant indicadors macroeconòmics globalment positius. Per entendre per què sembla que el desassossec s'està convertint en l'estat d'ànim dels nostres temps, l'anomenat *zeitgeist*, hem d'anar més enllà de les principals macromagnituds, rere les quals es percep una realitat més complexa que als economistes ens costa calibrar. Em refereixo a fenòmens com el canvi tecnològic, la crisi en què està immersa la política econòmica i la crisi política.

Si ens fixem en l'evolució de les grans xifres macroeconòmiques, observem que l'activitat econòmica continua creixent, tot i que, al llarg de l'any, s'ha anat desaccelerant més del que es preveia, en especial a diversos països europeus i emergents. Així, en conjunt, l'exercici s'acabarà tancant amb un creixement del 2,9%, una xifra relativament baixa i gairebé mig punt inferior a la que pronosticàvem un any enrere, però que, probablement, no passarà a la història.

No obstant això, l'impacte que té el canvi tecnològic a nivell social i empresarial segurament sí que passarà a la història. El 2019, per exemple, s'ha fet sentir de forma especialment intensa al sector de l'automòbil. En començar l'any, als economistes ens va semblar que havia patit una sotragada temporal a causa de l'enduriment de la regulació en matèria de medi ambient. No obstant això, amb el pas del temps, s'ha posat de manifest que la crisi és més profunda i duradora i que té com a teló de fons les dificultats d'una gran part del sector per donar resposta al desafiament que li planteja el canvi tecnològic.

Fa anys que el canvi tecnològic i la digitalització revolucionen diferents sectors. Però el sector de l'automòbil és especial, per la seva dimensió i perquè el seu desenvolupament ha jugat un paper fonamental en la definició de l'era moderna. Més enllà de la importància del sector, i del simbolisme històric, l'experiència que ha viscut el 2019 ens recorda que, per afrontar la revolució tecnològica que s'està produint, les empreses no solament han de treballar per incorporar els últims avanços tecnològics als seus productes i per millorar, així, les prestacions o l'experiència dels clients. La magnitud del canvi tecnològic que s'està produint és de tal magnitud que acaba forçant les empreses a replantejar-se el model de negoci.

En el cas de l'automòbil, per exemple, algunes empreses que fins avui només produïen cotxes, ara es plantegen si, per continuar sent competitives, a més de millorar la política d'innovació, han d'ampliar el catàleg amb altres productes, com patinets o motos elèctriques, i si s'han d'endinsar en els serveis que es desenvolupen al voltant de la mobilitat. Són molts els camins que s'obren, i, en funció de la tria que es faci, les implicacions són molt diferents. Sembla evident que no es pot romandre immòbil, i no totes les empreses es troben en les mateixes condicions per afrontar el repte que se'ls planteja. Tot plegat genera desassossec, tant als treballadors del sector de l'automòbil com als dels altres sectors que encara no han estat revolucionats, però que senten la pressió cada vegada més a prop.

Per si això no fos poc, el 2019, també ha contribuït al desassossec constatar que els instruments de política econòmica que tradicionalment s'han utilitzat per reactivar l'economia s'estan quedant sense munició. I és que, al llarg de l'any, s'ha posat de manifest que ni la política monetària ni la fiscal tenen gaire marge per actuar amb decisió si les coses s'acaben torçant. La necessitat de buscar fórmules per tornar a disposar de marge d'actuació, de manera efectiva i sostenible, és especialment apressant a la zona de l'euro.

En aquest context, la pressió sobre l'acció política va augmentant, i les eleccions que es van succeint als països desenvolupats cada vegada es viuen de forma més intensa, perquè hi ha consciència de la transcendència que el resultat pot arribar a tenir. I, no obstant això, en la majoria dels casos, el resultat acaba sent font de desassossec. Just quan és més necessària la generació d'amplis consensos socials per adoptar mesures profundes, per afrontar els reptes que el canvi tecnològic i l'envelliment de la població ens plantegen, la polarització augmenta. Això s'acaba traduint en governs més fràgils i, sovint, amb posicions més extremes. No sorprèn que, el 2019, els índexs d'incertesa política hagin tornat a repuntar a la majoria de països.

I, malgrat tot, hi ha motius per a l'esperança. L'experiència dels sectors revolucionats pel canvi tecnològic ens pot servir de referència perquè tots els treballadors ens anem preparant i perquè les empreses vagin dissenyant estructures més flexibles que els permetin reorientar de forma gradual les energies cap als àmbits amb més potencial, alhora que impulsen les seves estratègies d'innovació.

En matèria de política econòmica, cal destacar que la nova presidenta del BCE ja ha anunciat que durà a terme una profunda revisió dels objectius i dels instruments de política monetària. I, sobretot, en matèria política, podem confiar que la majoria de països desenvolupats compten amb el millor sistema per afrontar els reptes que se'ns plantegen, una democràcia liberal madura i consolidada. Potser no és el sistema més veloç en moments de canvis tan disruptius com l'actual, quan el debat polític és profund i pot haver-hi sensació de paràlisi. Però la velocitat amb què altres països amb sistemes autoritaris prenen decisions no ens ha de fer dubtar. Hem de ser pacients i, sobretot, hem de mantenir una actitud més empàtica i constructiva. Així, a mitjà termini, el consens que acabarem generant serà molt més robust que el que qualsevol altre sistema pugui aconseguir. **Motius per a l'esperança, no ens falten.**

Oriol Aspachs
Director d'Estudis

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

Mercats financers

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021
TIPUS D'INTERÈS							
Dòlar							
Fed funds (límit superior)	3,43	0,48	1,50	2,50	1,75	1,50	1,75
Líbor 3 mesos	3,62	0,70	1,61	2,79	1,75	1,73	1,90
Líbor 12 mesos	3,86	1,20	2,05	3,08	1,80	1,88	2,20
Deute públic 2 anys	3,70	0,73	1,84	2,68	1,65	1,85	2,00
Deute públic 10 anys	4,70	2,61	2,41	2,83	1,85	2,00	2,20
Euro							
Depo BCE	2,05	0,40	–0,40	–0,40	–0,50	–0,50	–0,25
Refi BCE	3,05	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
Eonia	3,12	0,65	–0,34	–0,36	–0,45	–0,45	–0,25
Euríbor 1 mes	3,18	0,79	–0,37	–0,37	–0,43	–0,43	–0,20
Euríbor 3 mesos	3,24	0,98	–0,33	–0,31	–0,40	–0,40	–0,15
Euríbor 6 mesos	3,29	1,14	–0,27	–0,24	–0,35	–0,35	–0,05
Euríbor 12 mesos	3,40	1,34	–0,19	–0,13	–0,30	–0,30	0,05
Alemanya							
Deute públic 2 anys	3,41	0,69	–0,69	–0,60	–0,60	–0,40	–0,10
Deute públic 10 anys	4,30	1,98	0,35	0,25	–0,30	0,30	0,67
Espanya							
Deute públic 3 anys	3,62	2,30	–0,04	–0,02	0,05	0,48	0,81
Deute públic 5 anys	3,91	2,85	0,31	0,36	0,20	0,71	1,05
Deute públic 10 anys	4,42	3,82	1,46	1,42	0,50	1,10	1,37
Prima de risc	11	184	110	117	80	80	70
Portugal							
Deute públic 3 anys	3,68	4,42	–0,05	–0,18	0,14	0,79	1,25
Deute públic 5 anys	3,96	5,03	0,46	0,47	0,32	1,03	1,42
Deute públic 10 anys	4,49	5,60	1,84	1,72	0,40	1,20	1,52
Prima de risc	19	362	149	147	70	90	85
TIPUS DE CANVI							
EUR/USD (dòlars per euro)	1,13	1,30	1,18	1,14	1,10	1,15	1,21
EUR/JPY (iens per euro)	129,50	126,36	133,70	127,89	118,64	121,90	128,26
USD/JPY (iens per dòlar)	115,34	97,50	113,02	112,38	107,85	106,00	106,00
EUR/GBP (lliures per euro)	0,66	0,83	0,88	0,90	0,91	0,90	0,89
USD/GBP (lliures per dòlar)	0,59	0,63	0,75	0,79	0,83	0,78	0,73
PETROLI							
Brent ($/barril)	42,3	85,6	64,1	57,7	60,0	61,5	63,0
Brent (euros/barril)	36,4	64,8	54,2	50,7	54,5	53,5	52,1

Previsions

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

Economia internacional

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021
CREIXEMENT DEL PIB							
Mundial	4,5	3,3	3,8	3,6	2,9	3,2	3,4
Països desenvolupats	*2,7*	*1,2*	*2,5*	*2,3*	*1,7*	*1,5*	*1,6*
Estats Units	2,7	1,4	2,4	2,9	2,3	1,8	1,8
Zona de l'euro	2,2	0,4	2,7	1,9	1,1	1,1	1,3
Alemanya	1,6	1,1	2,8	1,6	0,6	0,7	1,5
França	2,0	0,6	2,4	1,7	1,3	1,4	1,5
Itàlia	1,5	–0,7	1,8	0,7	0,2	0,5	0,7
Portugal	1,5	–0,3	3,5	2,4	1,9	1,7	1,6
Espanya	3,7	0,0	2,9	2,4	1,9	1,5	1,5
Japó	1,5	0,4	1,9	0,8	0,9	0,6	0,9
Regne Unit	2,8	1,1	1,9	1,4	1,3	1,2	1,4
Països emergents	*6,6*	*5,1*	*4,8*	*4,5*	*3,8*	*4,4*	*4,6*
Xina	11,7	8,4	6,9	6,6	6,0	5,8	5,7
Índia	9,7	6,9	6,9	7,4	5,3	6,1	6,5
Indonèsia	5,5	5,7	5,1	5,2	5,0	4,8	4,7
Brasil	3,6	1,7	1,1	1,1	1,0	1,8	2,1
Mèxic	2,4	2,1	2,1	2,0	0,4	1,3	2,1
Xile	5,0	3,2	1,3	4,0	2,2	2,8	2,8
Rússia	7,2	1,0	1,6	2,2	1,2	1,9	1,8
Turquia	5,4	4,8	7,4	3,1	–1,3	2,5	3,1
Polònia	4,0	3,2	4,9	5,2	3,8	2,9	2,4
Sud-àfrica	4,4	1,8	1,5	0,7	0,7	1,6	1,9
INFLACIÓ							
Mundial	4,2	3,8	3,2	3,6	3,4	3,5	3,5
Països desenvolupats	*2,1*	*1,5*	*1,7*	*2,0*	*1,4*	*1,6*	*1,8*
Estats Units	2,8	1,6	2,1	2,4	1,8	2,1	2,0
Zona de l'euro	2,1	1,4	1,5	1,8	1,1	1,2	1,7
Alemanya	1,7	1,3	1,7	1,9	1,3	1,3	1,8
França	1,8	1,2	1,2	2,1	1,2	1,4	1,8
Itàlia	1,9	1,5	1,3	1,2	0,6	1,0	1,5
Portugal	3,0	1,2	1,4	1,0	0,4	0,7	1,0
Espanya	3,2	1,3	2,0	1,7	0,7	1,0	1,4
Japó	–0,3	0,3	0,5	1,0	0,5	1,1	1,2
Regne Unit	1,9	2,3	2,7	2,5	1,9	1,8	2,1
Països emergents	*6,8*	*5,8*	*4,3*	*4,8*	*4,8*	*4,7*	*4,6*
Xina	1,7	2,6	1,6	2,1	2,5	2,4	2,6
Índia	4,5	8,5	3,3	3,9	3,4	4,1	5,1
Indonèsia	8,4	5,7	3,8	3,2	3,0	2,7	2,9
Brasil	7,3	6,4	3,5	3,7	3,8	3,6	3,8
Mèxic	5,2	3,9	6,0	4,9	3,7	3,7	3,5
Xile	3,1	3,5	2,2	2,7	2,2	2,8	3,1
Rússia	14,2	9,3	3,7	2,9	4,6	3,7	4,0
Turquia	27,2	8,1	11,1	16,2	16,1	13,1	10,0
Polònia	3,5	2,1	1,6	1,2	2,1	2,5	2,5
Sud-àfrica	5,3	6,2	5,3	4,6	4,3	4,8	4,9

Previsions

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

Economia espanyola

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021
Agregats macroeconòmics							
Consum de les llars	3,6	–0,6	3,0	1,8	1,2	1,6	1,3
Consum de les AP	5,0	0,9	1,0	1,9	2,3	1,8	1,4
Formació bruta de capital fix	5,6	–3,8	5,9	5,3	2,8	2,8	2,4
Béns d'equipament	5,0	–1,5	8,5	5,7	5,1	5,3	2,6
Construcció	5,7	–6,5	5,9	6,6	1,4	1,1	2,3
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,5	–1,2	3,0	2,6	1,7	1,9	1,5
Exportació de béns i serveis	4,8	2,8	5,6	2,2	1,7	2,1	3,0
Importació de béns i serveis	7,0	–1,0	6,6	3,3	1,0	3,3	3,1
Producte interior brut	**3,7**	**0,0**	**2,9**	**2,4**	**1,9**	**1,5**	**1,5**
Altres variables							
Ocupació	3,2	–1,5	2,8	2,5	2,2	1,4	1,1
Taxa d'atur (% pobl. activa)	10,5	20,8	17,2	15,3	14,2	13,6	13,2
Índex de preus de consum	3,2	1,3	2,0	1,7	0,7	1,0	1,4
Costos laborals unitaris	3,0	0,1	0,7	1,2	2,5	2,6	2,3
Saldo op. corrents (% PIB)	–5,9	–1,1	2,7	1,9	1,6	1,3	1,4
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	–5,2	–0,7	2,9	2,4	1,8	1,5	1,6
Saldo públic (% PIB) [1]	0,4	–7,1	–3,0	–2,5	–2,3	–2,0	–1,5

Nota: *1. No inclou pèrdues per ajudes a institucions financeres.*

Previsions

Economia portuguesa

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021
Agregats macroeconòmics							
Consum de les llars	1,7	–0,2	2,1	3,1	2,2	1,9	1,7
Consum de les AP	2,3	–0,7	0,2	0,9	0,5	0,2	0,2
Formació bruta de capital fix	–0,3	–3,5	11,5	5,8	7,4	4,4	4,4
Béns d'equipament	1,2	–0,1	12,5	7,5	6,9	5,9	5,9
Construcció	–1,5	–6,2	12,2	4,6	7,1	2,5	2,5
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	–1,0	3,3	3,2	2,8	2,1	2,0
Exportació de béns i serveis	5,2	3,5	8,4	3,9	2,5	2,3	2,6
Importació de béns i serveis	3,6	1,6	8,1	5,9	5,2	3,7	3,3
Producte interior brut	**1,5**	**–0,3**	**3,5**	**2,4**	**1,9**	**1,7**	**1,6**
Altres variables							
Ocupació	0,4	–1,1	3,3	2,3	1,0	0,5	0,2
Taxa d'atur (% pobl. activa)	6,1	12,2	8,9	7,0	6,3	6,1	6,0
Índex de preus de consum	3,0	1,2	1,4	1,0	0,4	0,7	1,0
Saldo op. corrents (% PIB)	–9,2	–4,1	1,2	0,4	–0,7	–0,7	–0,4
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	–7,7	–2,7	2,1	1,4	0,2	0,2	0,5
Saldo públic (% PIB)	–4,6	–6,4	–3,0	–0,4	–0,3	–0,3	0,1

Previsions

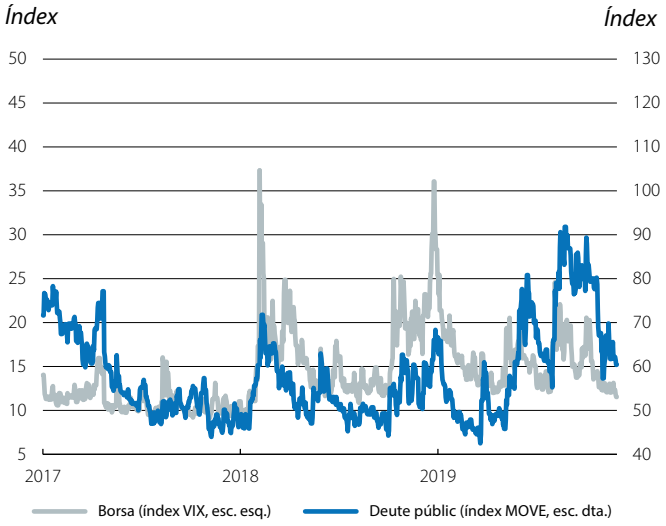
Els mercats encaren el tancament de l'any amb una dinàmica positiva

Sense nous catalitzadors, al novembre, els inversors van mantenir un optimisme controlat. Si miréssim enrere al començament de l'any i enumeréssim els factors més rellevants que han influït en el funcionament dels mercats financers durant aquests mesos, encapçalarien aquesta llista el conflicte comercial entre els EUA i la Xina, el *brexit*, la desacceleració del creixement mundial i el retorn a escena dels estímuls monetaris per part de la Fed i del BCE. Així, al novembre, alguns d'aquests factors van continuar donant suport a la millora del sentiment inversor iniciat al final de setembre. En concret, la possible signatura de la primera fase d'un acord comercial entre Washington i Pequín i la publicació de dades macroeconòmiques que, tot i que continuen en cotes mixtes, en molts casos van sorprendre de forma favorable van reforçar l'optimisme dels inversors i la seva major apetència pel risc. Així, els mercats encaren el final del 2019 amb un sentiment més optimista, però que, alhora, continua sent fràgil davant de canvis en els esdeveniments polítics i en els missatges dels bancs centrals.

Les borses es mantenen a l'alça. La millora de les expectatives sobre l'entorn comercial i l'estabilització d'alguns indicadors d'activitat a les principals economies van afavorir l'apetència pel risc dels inversors durant el mes de novembre. En aquest context, a banda i banda de l'Atlàntic, els índexs borsaris van sumar guanys propers al 3% i generalitzats entre els diferents sectors (vegeu el segon gràfic). Les campanyes de resultats empresarials del 3T també van afavorir aquesta evolució. En el cas de l'S&P 500, el 78% de les companyies van batre les previsions dels analistes (percentatge superior a la mitjana dels cinc últims anys, que era del 71%). A la zona de l'euro, les companyies van presentar resultats més coherents amb les estimacions del consens i es van superar les previsions en el 57% dels casos. De cara al 2020, l'evolució de les expectatives de beneficis per acció apunta, fins al moment, a una millora relativa dels marges en el cas de les companyies europees. Als EUA, per la seva banda, s'ha produït una lleugera rebaixa en les expectatives de beneficis, pressionades per les tensions comercials i per la fortalesa del dòlar. D'altra banda, les borses dels països emergents van presentar un comportament mixt. Mentre que els índexs asiàtics ascendien impulsats per la millora de les perspectives sobre les negociacions comercials, les tensions sociopolítiques a diversos països de Llatinoamèrica van penalitzar les borses de la regió amb pèrdues properes al –5%.

Els tipus sobirans continuen en nivells baixos. L'apetència pel risc va afavorir un repunt intens dels tipus sobirans als EUA i a Alemanya durant les primeres setmanes del mes. No obstant això, la falta de concreció sobre les negociacions comercials entre els EUA i la Xina va enterbolir el sentiment inversor en la recta final de novembre. Això, unit a la lectura de les actes de

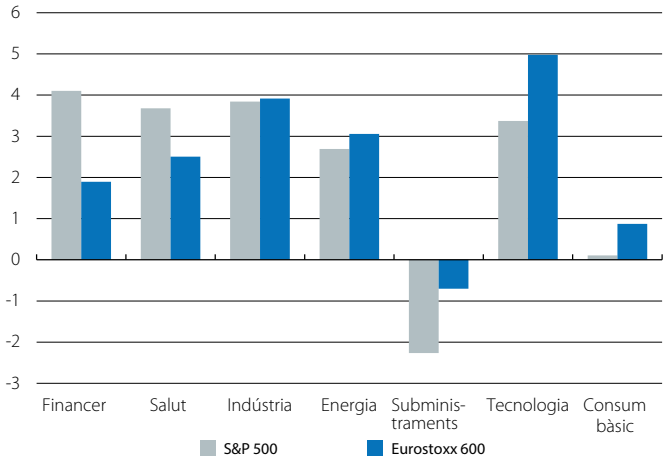
Volatilitat implícita als mercats financers



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

S&P 500 i Eurostoxx 600: evolució dels principals sectors

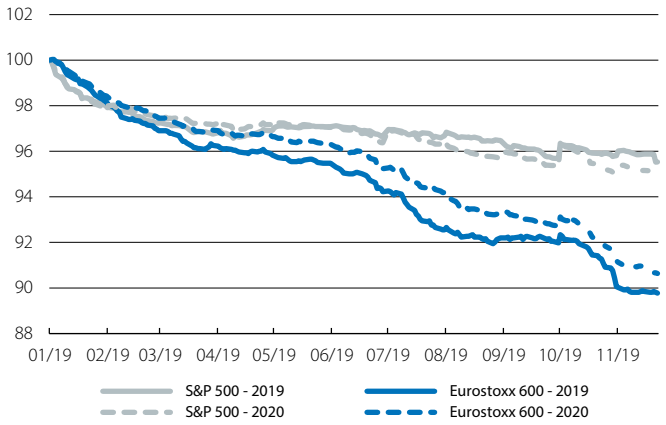
Variació acumulada al novembre (%)



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

Evolució de les expectatives dels beneficis empresarials del 2019 i del 2020

Índex (100 = gener 2019)



Nota: *Evolució de l'expectativa dels beneficis per acció del 2019 i del 2020.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

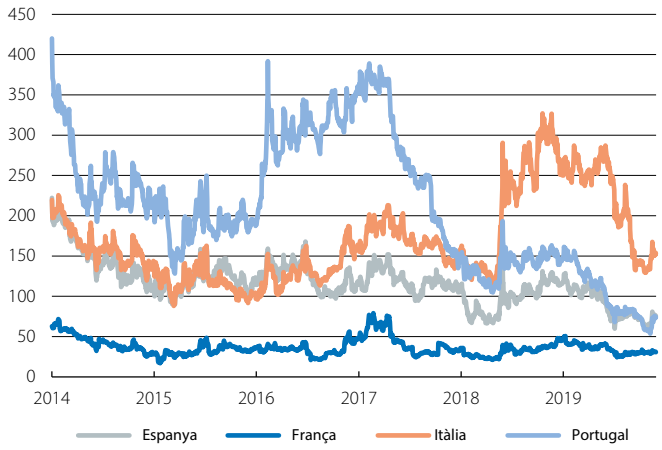
les respectives reunions de la Fed i del BCE (que reforçaven la continuïtat de l'entorn monetari acomodatici), va provocar que els tipus dels bons considerats segurs moderessin l'ascens en la segona meitat del mes. Per la seva banda, les primes de risc de la perifèria de la zona de l'euro es van incrementar, en part per la reacció dels inversors als resultats electorals a Espanya i malgrat que Moody's, Fitch i DBRS van mantenir sense canvis les qualificacions creditícies d'Espanya, de Portugal i d'Itàlia, respectivament.

Els bancs centrals reforcen unes condicions financeres acomodatícies. Al novembre, el protagonisme en el terreny de les polítiques monetàries es va centrar en la lectura dels detalls que oferien les actes de les reunions d'octubre de la Fed i del BCE. D'una banda, en la reunió de la Fed, la majoria dels membres van coincidir que la intensitat dels riscos sobre l'escenari havia disminuït, malgrat que continuava sent elevada. Així mateix, va quedar reflectit que, segons la majoria dels membres de la Fed, després de la retallada de 25 p. b. (fins al rang de l'1,50%-1,75%), el nivell actual dels tipus d'interès està ben calibrat i és l'adequat per donar suport a un creixement moderat, a un mercat laboral robust i a un apropament de la inflació a l'objectiu simètric del 2%. De l'altra, a les actes del BCE, va quedar reflectida la preocupació per la persistència dels riscos sobre l'escenari, per la inflació moderada i pel creixement econòmic contingut de la zona de l'euro. Per aquest motiu, la institució va reiterar la importància d'implementar el paquet d'estímul anunciat al setembre (retallada del tipus depo fins al –0,50%, represa de les compres netes d'actius i condicions més favorables per a les TLTRO). Finalment, a les economies emergents, el Banc Central de la Xina va fer un primer pas cap a una política monetària més acomodatícia. En concret, va rebaixar el tipus d'interès del *reverse repo* a 7 dies per primera vegada en quatre anys (–5 p. b., fins al 2,50%) i el tipus de referència per als nous crèdits corporatius (–5 p. b., fins al 4,15%), en un nou intent de donar suport a la confiança dels inversors i de reduir la càrrega financera del sector corporatiu. Fins al moment, les autoritats xineses havien optat per utilitzar altres eines, com les reduccions en el coeficient de reserves de la banca, però el seu impacte no ha satisfet, segons el consens dels analistes, les expectatives de dinamitzar el crèdit i el consum domèstic.

Mentre s'espera la decisió de l'OPEP, el petroli es consolida per damunt dels 60 dòlars. La continuïtat d'un sentiment inversor favorable va impulsar a l'alça el preu de diverses de les primeres matèries vinculades al cicle econòmic. Entre elles, el barril de Brent va pujar el 3,7%, afavorit, a més a més, per l'expectativa que l'OPEP estendrà de nou les retallades a la producció de cru en la reunió del començament de desembre. Per la seva banda, al mercat de divises, va destacar la depreciació de les monedes llatinoamericanes en relació amb el dòlar, arran dels indicadors econòmics i de la intensificació de les tensions sociopolítiques a la regió. El descens més intens en el mes es va produir en el peso xilè, el valor del qual va marcar mínims històrics i va acumular una depreciació propera al –9% en relació amb el dòlar, seguit del real brasiler (el –5,8%) i del peso colombià (el –5,4%).

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

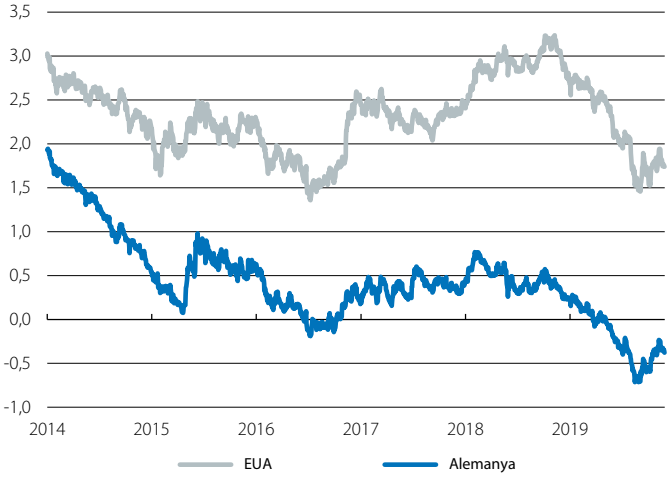
(p. b.)



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

Rendibilitat del deute públic a 10 anys

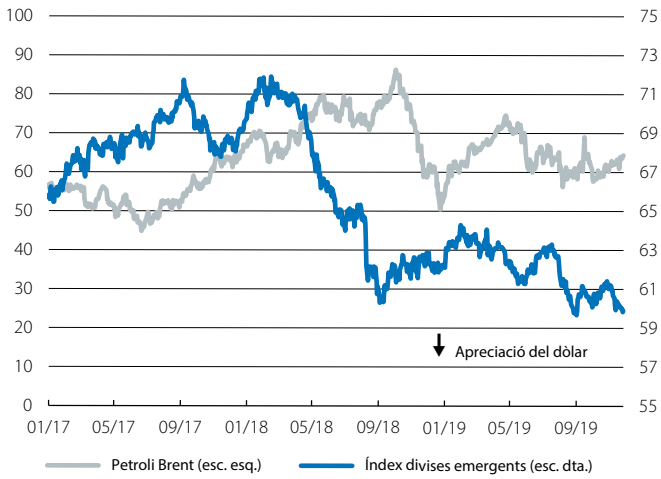
(%)



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

Preu del petroli Brent i divises emergents

(Dòlars per barril) *Índex*



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

Per què la Reserva Federal ha abaixat els tipus d'interès?

- **La Fed ha retallat els tipus d'interès el 2019 per primera vegada en 11 anys. No obstant això, amb prou feines ha rebaixat les perspectives de creixement per als EUA i ha justificat la retallada amb la feblesa de la inflació i la persistència de riscos.**
- **És possible que la Fed hagi canviat la seva funció de reacció? Els resultats de l'anàlisi d'aquest article així ho suggereixen. No obstant això, no és la primera vegada que la Fed respon més als riscos que a les pròpies dades, i aquest gir es pot explicar per canvis estructurals de l'economia, com l'aplanament de la corba de Phillips.**

De la *forward guidance* a la dependència de les dades

Quan la Reserva Federal dels EUA va iniciar el cicle de pujades dels tipus d'interès el 2015, ho va fer de manera gradual i predictible i va oferir una orientació clara sobre l'evolució esperada dels tipus *(forward guidance)*. Després d'augmentar-los en 225 p. b. i d'aconseguir el nivell del tipus d'interès natural segons les estimacions d'alguns membres del FOMC (vegeu el primer gràfic), la Fed va comunicar, al final del 2018, la seva intenció d'abandonar la *forward guidance* i d'adoptar una actitud més dependent de les dades econòmiques i financeres.[1]

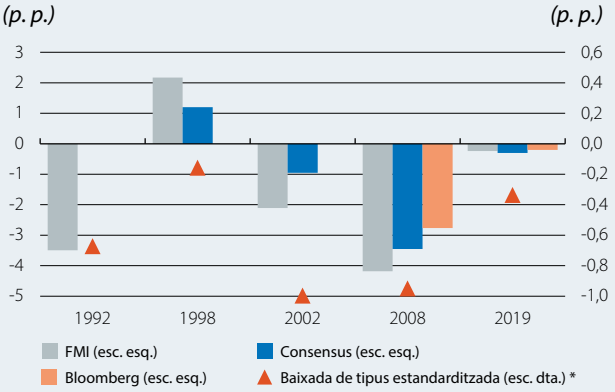
Després d'aquest canvi d'estratègia, i en un entorn de desacceleració global i de pressions inflacionistes contingudes, durant la primera meitat del 2019, la Fed es va mostrar pacient i no va modificar els tipus d'interès, malgrat la robustesa del mercat laboral. No obstant això, **al juliol, la intensificació de la incertesa geopolítica** (a causa, principalment, de la intensificació de les tensions comercials entre els EUA i la Xina i del que semblava un augment de la probabilitat d'un *brexit* dur) **i la caiguda de les expectatives d'inflació van empènyer la Fed a abaixar els tipus** en 50 p. b. en el 3T i en 25 p. b. més a l'octubre.

De la dependència de les dades a la gestió dels riscos

Els lectors més perspicaços s'hauran adonat que la Fed va abaixar els tipus d'interès no solament per l'evolució de les dades (feblesa de la inflació i de les seves expectatives), sinó **també per canvis en el mapa de riscos**. De fet, les previsions de creixement econòmic dels analistes (i dels propis membres de la Fed) no han variat de manera significativa des de l'octubre del 2018, la qual cosa suggereix que la reacció de la Fed hauria d'haver estat menys agressiva. En concret, si utilitzem una regla que relacioni els moviments dels tipus d'interès oficials del passat amb els canvis en les previsions de creixement que els van acompanyar, la Fed hauria d'haver abaixat els tipus d'interès en 15 p. b. el 2019, en lloc de 75 p. b.[2]

A més a més, cal tenir en compte que reduir els tipus d'interès en 75 p. b. el 2019 esgota una part substancial del marge d'actuació a la baixa que té la Fed en comparació amb el que tenia l'any 2000, per exemple. El descens del tipus d'interès natural redueix el marge de maniobra de la Reserva Federal (i d'altres bancs centrals) per estimular l'economia mitjançant mesures convencionals, és a dir, **no és el mateix reduir els tipus d'interès 2 p. p. quan la taxa natural és l'1% que quan és el 5%**. Per aquest motiu, si ajustem la caiguda acumulada en el tipus d'interès pel nivell del tipus d'interès nominal natural[3] i comparem la reacció de la Fed amb altres cicles de baixades de tipus, veiem que la reacció de la Fed ha estat una mica exagerada: **mentre que la revisió de les previsions en la Gran Recessió va ser 17 vegades superior a l'actual, la resposta de la política monetària va ser només 3 vegades més reactiva**. És cert que, en aquella ocasió, la Fed va estimular de forma addicional l'economia mitjançant eines no convencionals (QE i *forward guidance*). Però, si fem la mateixa anàlisi per al cicle de baixades del 1992 o del 2002, observem que la revisió de les previsions va ser 15 i 9 vegades superior a l'actual i que la resposta de la política monetària va ser només 2 i 3 vegades més reactiva, respectivament. A més a més, a aquesta baixada de tipus se li ha d'afegir el

EUA: revisions de previsions de creixement del PIB



Notes: *Canvis en la previsió de creixement del PIB dels EUA al voltant dels cicles de baixades de la Fed. * Dividim la baixada acumulada en el tipus oficial de la Fed pel tipus d'interès natural nominal estimat segons Holston, Laubach i Williams (2017).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg, de Consensus Economics i de l'FMI.*

1. Vegeu «La Fed: de ser esclava de les seves paraules a ser-ho de les dades», a l'IM02/2019.
2. Estimem $\Delta i_t = \beta_1 \Delta g^e_t + \beta_2 \Delta g^e_{t-1} + \upsilon_t$, on Δi_t és el canvi en el tipus d'interès de la Reserva Federal, Δg^e és el canvi en la previsió del creixement del PIB per part de l'FMI al *World Economic Outlook* en relació amb l'anterior, γ υ_t és un terme d'error. Introduïm les revisions realitzades per l'FMI des de l'octubre del 2018.
3. Dividim la baixada acumulada de tipus per part de la Fed per la taxa d'interès natural nominal vigent abans de la primera baixada amb la intenció d'aproximar l'espai de política monetària convencional consumit.

canvi en les expectatives. La Fed, en la segona meitat del 2018, no solament descartava reduir els tipus d'interès, sinó que apuntava a diversos increments en els tipus el 2019 que els situessin en el 3,1%.

La funció de reacció de la Fed ha canviat, però no és una cosa nova

Aquesta evidència ens suggereix que **la Reserva Federal ha canviat la seva funció de reacció i ara pondera menys el seu escenari central i més els riscos sobre les seves previsions**. De fet, així ho han reconegut diversos membres de la Fed,[4] que defensen una política monetària que es mogui amb precaució en un entorn com l'actual (és a dir, en què coexisteixen importants riscos baixistes amb un funcionament raonablement bo de l'activitat).

D'altra banda, no és la primera vegada que la Reserva Federal actua d'aquesta forma. Segons ho relaten les pròpies actes de les reunions de la Fed, des del 1987, s'ha al·ludit, en diverses ocasions, a la incertesa per no efectuar una modificació en els tipus d'interès que, d'una manera o altra, s'hauria dut a terme. Per exemple, el 1998, els temors a un repunt de la inflació donaven suport a un increment de tipus, però, davant el risc que la crisi del deute rus d'aquell mateix any afectés de forma substancial la demanda exterior, la Fed va fer just el contrari i els va reduir. En aquell moment, els membres del FOMC van interpretar que el cost d'un sobreescalfament de l'economia era inferior al d'una sobrereacció de la política monetària.[5]

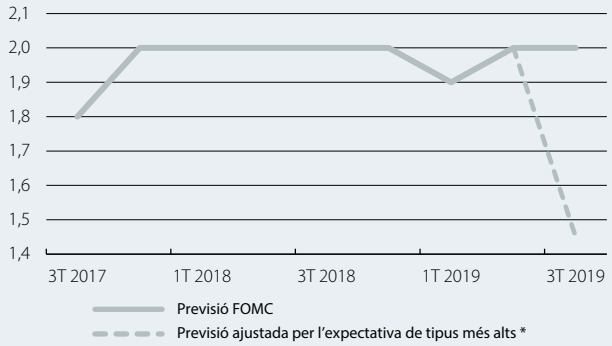
Ha canviat la Fed... o el món que l'envolta?

El canvi de comportament de la Fed també es pot explicar per canvis en el funcionament de l'economia. D'una banda, **fa anys que la inflació està continguda i tendeix a situar-se per sota de l'objectiu simètric del 2%**, malgrat que la taxa d'atur es troba en mínims històrics des de fa 50 anys. Això suggereix que la corba de Phillips no actua amb els mateixos paràmetres amb què solia fer-ho històricament, de manera que és natural que la Fed actuï de manera diferent per estimular la inflació.

D'altra banda, la revisió de les perspectives econòmiques, tant per part del consens d'analistes com de l'FMI o de la pròpia Fed, ha estat moderada, a causa, en part, de l'expectativa que una política monetària més acomodatícia compensaria una part de la desacceleració. En concret, s'ha produït un **canvi en les expectatives de política monetària que ha ajudat a esmorteir el que podria haver estat una revisió molt més brusca de les previsions de creixement del PIB**: al setembre del 2018, el membre mitjà de la Fed estimava que el tipus d'interès oficial se situaria en el 3,4% al final del 2020, mentre que, en l'última actualització del setembre, l'estimava en l'1,9%. Amb aquesta revisió, si tenim en compte l'impacte que, històricament, han tingut els moviments en el tipus d'interès de la Reserva Federal sobre el creixement del PIB i el sostraiem de la previsió actual de la Fed, veiem que la revisió a la baixa de les previsions hauria estat molt major (vegeu l'últim gràfic).[6]

Reserva Federal: previsió de creixement del PIB en el 4T 2020

(%)



Notes: *Evolució de la previsió de creixement interanual per al 4T 2020 segons el votant mitjà del FOMC. * Sostraiem d'aquesta previsió la reacció del creixement del PIB a un descens del tipus d'interès coherent amb la revisió de les expectatives del FOMC (van passar del 3,4% a l'1,9% al setembre del 2019).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal i de Willis, J. i Cao, G. (2015).*

I, d'ara endavant, què podem esperar?

Si predir l'evolució dels tipus d'interès ja s'havia complicat d'ençà que la Reserva Federal va abandonar la *forward guidance*, la major sensibilitat als riscos sobre l'escenari afegeix més incertesa a les decisions del FOMC. A més a més, a aquest còctel s'afegeix la pressió sobre la independència de la Reserva Federal en un any d'eleccions presidencials als EUA, en què és molt probable que el president i futur candidat, Donald Trump, exigeixi estímuls monetaris addicionals. Així, malgrat que la Fed insisteixi que el nivell dels tipus d'interès és l'apropiat i no prevegi modificar-lo si es compleixen les seves expectatives sobre l'economia (un creixement del PIB proper al 2%, un mercat laboral robust i un acostament de la inflació cap al seu objectiu), és possible que **la Fed mantingui el biaix acomodatici al llarg del 2020** i faci algun ajustament a la baixa addicional en els tipus d'interès davant un augment de la incertesa o davant majors signes de desacceleració de l'economia. De fet, les previsions que mostrem en aquest *Informe Mensual* així ho recullen.

Ricard Murillo Gili

(Vegeu una versió extensa d'aquest article a caixabankresearch.com)

4. Vegeu, entre d'altres, Williams, J. (2019), «Monetary Policy and the Economic Outlook», discurs a Euromoney Real Return XIII: The Inflation-Linked Products Conference, Nova York, i Evans, C. (2019), «Revisiting Risk Management in Monetary Policy», discurs a la conferència de Credit Suisse Asian Investment, Hong Kong.
5. Evans, C., Fisher, J., Gourio, F. i Krane, S. (2015), «Risk management for monetary policy near the zero lower bound», Brookings Papers on Economic Activity, 141-219.

6. En concret, utilitzem els resultats del vector autoregressiu de Willis, J. L. i Cao, G. (2015), «Has the US economy become less interest rate sensitive?», Economic Review (01612387), 100(2), amb el qual estimen la reacció del PIB dels EUA a un canvi en el tipus d'interès de la Fed.

Tipus d'interès (%)

	30-nov.	31-oct.	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2019 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Zona de l'euro					
Refi BCE	**0,00**	0,00	0	0,0	0,0
Euríbor 3 mesos	**–0,40**	–0,39	–1	–9,2	–8,5
Euríbor 12 mesos	**–0,27**	–0,27	0	–15,6	–12,7
Deute públic a 1 any (Alemanya)	**–0,62**	–0,63	1	–5,1	1,5
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	**–0,63**	–0,66	3	–1,7	–3,1
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	**–0,36**	–0,41	5	–60,2	–67,3
Deute públic a 10 anys (Espanya)	**0,42**	0,24	18	–100,0	–108,6
Deute públic a 10 anys (Portugal)	**0,40**	0,17	24	–132,1	–142,6
EUA					
Fed funds (límit superior)	**1,75**	1,75	0	–75,0	–50,0
Líbor 3 mesos	**1,91**	1,90	0	–90,2	–83,1
Líbor 12 mesos	**1,95**	1,96	0	–105,3	–116,8
Deute públic a 1 any	**1,59**	1,49	9	–101,1	–109,2
Deute públic a 2 anys	**1,61**	1,52	9	–87,6	–117,5
Deute públic a 10 anys	**1,78**	1,69	8	–90,8	–121,2

Spreads de deute corporatiu (p. b.)

	30-nov.	31-oct.	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2019 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	**48**	52	–4	–40,9	–32,8
Itraxx Financer Sènior	**57**	60	–4	–52,0	–47,8
Itraxx Financer Subordinat	**118**	125	–7	–110,1	–92,5

Tipus de canvi

	30-nov.	31-oct.	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2019 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	**1,102**	1,115	–1,2	–3,9	–2,6
EUR/JPY (iens per euro)	**120,610**	120,490	0,1	–4,1	–6,1
EUR/GBP (lliures per euro)	**0,852**	0,862	–1,1	–5,2	–4,0
USD/JPY (iens per dòlar)	**109,490**	108,030	1,4	–0,2	–3,6

Primeres matèries

	30-nov.	31-oct.	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2019 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	**386,4**	389,5	–0,8	–5,6	–7,1
Brent ($/barril)	**62,4**	60,2	3,7	16,0	6,3
Or ($/unça)	**1.463,9**	1.512,9	–3,2	14,2	19,7

Renda variable

	30-nov.	31-oct.	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2019 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	**3.141,0**	3.037,6	3,4	25,3	13,8
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	**3.703,6**	3.604,4	2,8	23,4	16,7
Ibex 35 (Espanya)	**9.352,0**	9.257,5	1,0	9,5	3,0
PSI 20 (Portugal)	**5.127,4**	5.119,6	0,2	8,4	4,3
Nikkei 225 (Japó)	**23.293,9**	22.927,0	1,6	16,4	4,2
MSCI emergents	**1.040,1**	1.042,0	–0,2	7,7	4,6

2019: un any d'incertesa

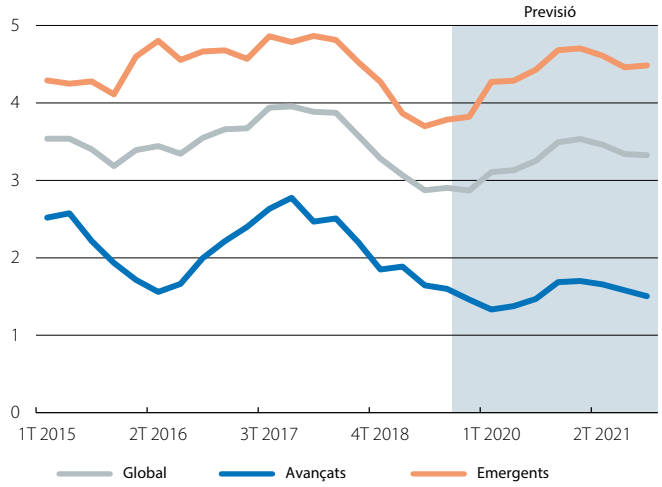
L'activitat econòmica global va anar de més a menys el 2019, un any marcat per l'alentiment general de l'economia. Després de dos anys de creixement elevat, en què l'economia global va avançar el 3,8% (2017) i el 3,6% (2018), les dades suggereixen una disminució important del ritme d'avanç fins a cotes properes al 3% en el conjunt del 2019 (en concret, el 2,9%, segons les nostres estimacions). La principal culpable d'aquest alentiment de l'economia internacional és la incertesa, paraula clau de l'any 2019. La incertesa ha augmentat, sens dubte, a causa, principalment, de les tensions comercials entre els EUA i la Xina, de les complexitats polítiques de la UE (Itàlia, el *brexit)* i de la situació geopolítica global (amb les complicades tessitures de Hong Kong, de l'Iran i de Xile, entre d'altres). Així, una economia que ja es veia afectada per la maduresa del cicle econòmic (i en què, per tant, calia esperar una certa desacceleració) ha rebut l'impacte d'una incertesa que, al seu torn, ha llastat el comerç exterior, la inversió i el consum: en definitiva, el creixement econòmic. Malgrat que els riscos continuen presents, a CaixaBank Research esperem que aquestes pressions reculin el 2020 i el 2021 i que l'economia global es recuperi, tot i que, probablement, es mantindran creixements més baixos que en els últims anys.

Les tensions comercials entre els EUA i la Xina es van intensificar el 2019 després de la treva temporal acordada al desembre del 2018 entre Washington i Pequín. Després d'aplicar augments aranzelaris al juny i al setembre, els EUA tenen ara aranzels elevats sobre, aproximadament, 360.000 milions de dòlars d'importacions xineses. La Xina, al seu torn, els té sobre 60.000 milions de dòlars d'importacions nord-americanes. Aquestes mesures proteccionistes i, en especial, la incertesa sobre la relació futura entre els dos països expliquen una bona part de la caiguda dels fluxos comercials durant el 2019 (una caiguda que, d'altra banda, no succeïa des de la crisi economicofinancera global del 2008). Irònicament, malgrat que el conflicte principal en matèria comercial sigui entre els EUA i la Xina, ara com ara són altres països, com els de la UE, més sensibles als canvis de confiança global i més integrats internacionalment, els que, pel que sembla, han estat més penalitzats per l'augment de la incertesa.

El sector manufacturer dels països avançats ha patit en especial per la incertesa global, però també per un *shock* a la indústria automobilística (vegeu el Focus «Les dificultats del sector manufacturer mundial», en aquest mateix *Informe Mensual*). Així, des de fa sis mesos, el PMI global de manufactures es troba per sota dels 50 punts, llindar que separa la zona expansiva de la contractiva. Destaca la diferència entre els països emergents, on el sector va tocar fons cap a la meitat d'enguany i ja mostra indicis de recuperació (amb un PMI de 51 a l'octubre), i els països avançats, on el PMI de manufactures es troba encara força per sota dels 50 punts (48,6 a l'octubre). Així, aquests números apunten a un creixement moderat en el 4T 2019.

Creixement del PIB

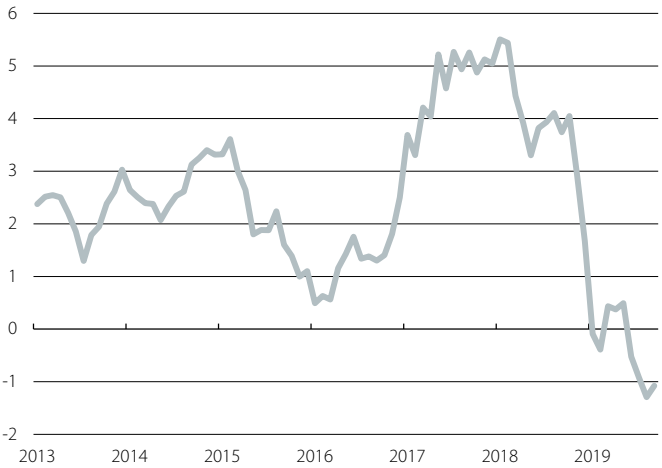
Variació interanual (%)



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

Comerç internacional (volum)

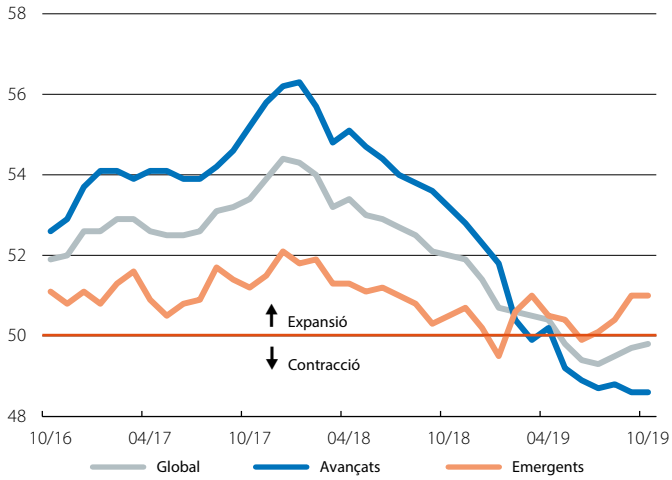
Creixement interanual (%, mitjana mòbil de 3 mesos)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del CPB World Trade Monitor (Merchandise).*

Indicadors d'activitat: PMI manufactures

Índex



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

ZONA DE L'EURO

Europa ha estat la principal víctima de l'empitjorament de l'entorn global el 2019, per la seva elevada obertura comercial i per la seva integració en l'economia global. Així, al novembre, la Comissió Europea va revisar les previsions de creixement per a l'any 2019 a la baixa en 11 dels 19 països de la zona de l'euro i en 17 països per a l'any 2020. La situació de fons és la d'un alentiment general de l'economia europea el 2019, sense senyals que mostri més ímpetu en els pròxims trimestres. Dels principals països, van destacar les notables revisions a la baixa a Alemanya (–0,1 p. p. el 2019 i –0,5 p. p. el 2020) i a Espanya (–0,2 p. p. i –0,4 p. p.). La raó principal del canvi, segons la Comissió, és que, malgrat que els riscos de recessió continuen sent baixos, els factors que llasten el creixement europeu persistiran. Entre aquests factors, cal esmentar un creixement moderat en l'economia global, la feblesa del comerç internacional i els problemes al sector industrial mundial.

El creixement del PIB de la zona de l'euro es va mantenir en nivells moderats en el 3T 2019. En concret, el PIB va créixer l'1,2% interanual (el 0,2% intertrimestral), un registre gairebé igual al del trimestre anterior, la qual cosa confirma que l'economia europea s'ha encallat en ritmes de creixement baixos. No obstant això, la demanda interna continua donant suport a l'activitat, amb una contribució d'un elevat 2,2 p. p. al creixement interanual, impulsada pel consum i per la inversió. El descens de la taxa d'atur a l'octubre (fins al 7,5%) ens indica que, ara com ara, el mercat de treball ha resistit la caiguda de l'activitat que es va produir el 2019. Per països, destaca el creixement molt moderat a Itàlia (el 0,3% interanual i el 0,1% intertrimestral) i a Alemanya (el 0,5% interanual i el 0,1% intertrimestral). Alemanya va evitar per poc la recessió tècnica, definida per dos trimestres consecutius amb creixement negatiu. De cara al 4T, el comportament dels indicadors d'activitat en l'inici del trimestre i l'índex de sentiment econòmic de la zona de l'euro (ESI) apunten a un creixement similar al del 3T.

Alemanya, focus de diversos *shocks*. L'economia alemanya, molt oberta i dependent del sector industrial, s'ha vist particularment afectada pels factors que expliquen l'alentiment de l'economia global: les tensions comercials entre els EUA i la Xina, la incertesa sobre el *brexit* i els problemes de la indústria i, en especial, del sector automobilístic. També van influir les tensions entre la UE i els EUA, tot i que la decisió sobre l'increment dels aranzels sobre les importacions d'automòbils europeus segurament quedarà ajornada fins al 2020. Una mostra que aquesta incertesa afecta l'economia alemanya és, per exemple, que alguns productors de cotxes alemanys ja han anunciat que augmentarien la producció als EUA. Per la seva banda, el sector serveis es continua mostrant resistent, amb un PMI per damunt del llindar dels 50 punts (51,3 al novembre), però persisteix el risc que els seus vincles amb el sector industrial l'acabin llastant més. Amb tot plegat, els últims indicadors d'activitat apunten a un creixement en el 4T similar al del 3T (el 0,1% intertrimestral) i, per tant, a un avanç de l'economia alemanya el 2019 a la vora del 0,6% (l'1,6% el 2018).

Unió Europea: previsions del PIB de la Comissió Europea

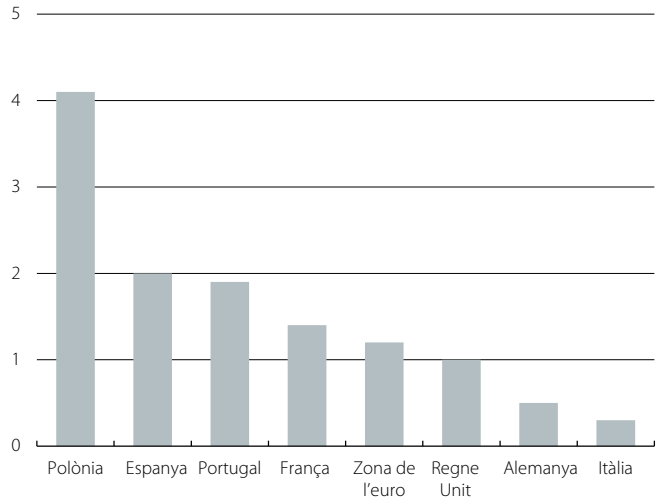
Variació anual (%)

	Previsió		Variació en relació amb la previsió primavera 2019 *			
	2019	2020		2019		2020
Zona de l'euro	1,1	1,2	▼	–0,1	▼	–0,3
Alemanya	0,4	1,0	▼	–0,1	▼	–0,5
França	1,3	1,3	=	0,0	▼	–0,2
Itàlia	0,1	0,4	=	0,0	▼	–0,3
Espanya	1,9	1,5	▼	–0,2	▼	–0,4
Portugal	2,0	1,7	▲	0,3	=	0,0
Regne Unit	1,3	1,4	=	0,0	▲	0,1

Nota: ** Variació en punts percentuals.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea (European Economic Forecast, tardor del 2019).*

Unió Europea: PIB del 3T 2019

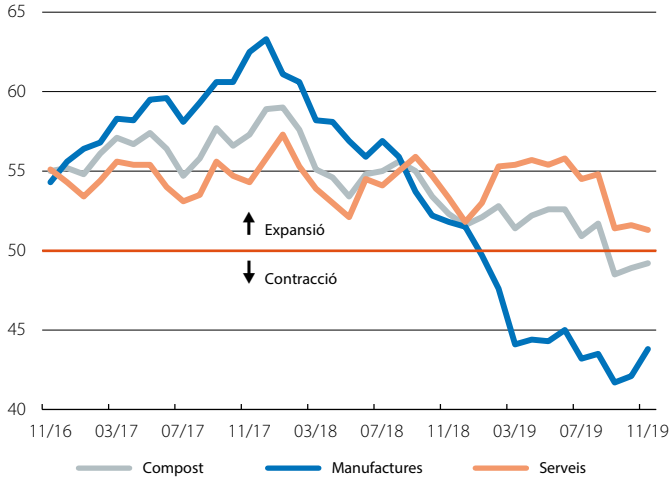
Variació interanual (%)



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

Indicadors d'activitat d'Alemanya: PMI

Índex



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

ESTATS UNITS

L'economia dels EUA continua avançant a bon ritme. El PIB dels EUA es va mantenir sòlid en el 3T, malgrat les tensions comercials que envolten l'economia. En concret, l'activitat econòmica nord-americana va créixer el 0,5% intertrimestral (el 2,1% interanual), lleugerament per damunt de les previsions del consens i de les de CaixaBank Research. Es tracta d'un avanç semblant al del trimestre anterior i en cotes destacables, en especial tenint en compte les mesures proteccionistes i les tensions comercials que han envoltat el país en els últims temps. No obstant això, de cara al 4T, els indicadors disponibles apunten a un creixement una mica més moderat. En concret, la producció industrial va caure a l'octubre l'1,1% (el –0,1% al setembre), i les vendes minoristes es van desaccelerar (el 3,7% a l'octubre i el 4,5% al setembre). Així i tot, la solidesa del consum privat, juntament amb la bona marxa del mercat laboral, apunta a una certa inèrcia en el creixement econòmic nord-americà, que s'hauria de prolongar en els propers trimestres.

La inversió empresarial, en canvi, es va tornar a contreure per segon trimestre consecutiu i mostra una desaceleració intensa el 2019. En el 3T, la inversió empresarial va recular el 0,1% en relació amb el trimestre anterior, esperonada per la caiguda en la inversió en estructures i en béns d'equipament. No obstant això, aquesta caiguda queda matisada per l'efecte base que implica el funcionament ferm de la inversió el 2018, impulsada per la reforma impositiva de l'Administració Trump (per a més detalls, vegeu el Focus «Bones perspectives de l'economia nord-americana, amb permís de la inversió», en aquest mateix *Informe Mensual*).

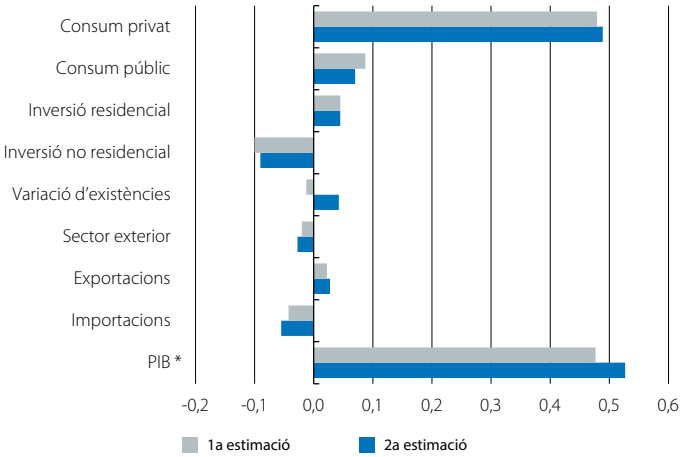
EMERGENTS

El ritme d'activitat continua cedint als emergents. Malgrat que el sector manufacturer ja es recupera al bloc dels emergents (com ho testifica l'evolució de les dades de PMI de manufactures comentada més amunt), l'indicador sintètic d'activitat que elabora per a aquests països l'Institut Internacional de Finances (IIF) va tornar a recular a l'octubre, de manera que la breu recuperació del ritme d'activitat del primer tram del 2019 es podria haver truncat. Més enllà de factors idiosincràtics, els emergents afronten una tessitura complexa, amb l'empitjorament d'expectatives, amb dades reals a la baixa i amb pressió financera com a resposta a la intensificació o al manteniment de diferents «vents de cara» que els afecten (en particular, la incertesa geopolítica, la desaceleració del comerç mundial i l'evolució a la baixa del preu de moltes primeres matèries).

La desaceleració índia s'intensifica. En el 3T, l'economia índia va créixer el 4,5% interanual (el 5,0% en el 2T), un registre per sota del que s'esperava i que suma el sisè trimestre consecutiu d'alentiment. La notable desaceleració de la inversió i la pèrdua de dinamisme de les exportacions, afectades per un entorn global més advers, van ser els principals factors que expliquen l'empitjorament en el ritme d'activitat econòmica del país asiàtic.

EUA: components del PIB del 3T 2019

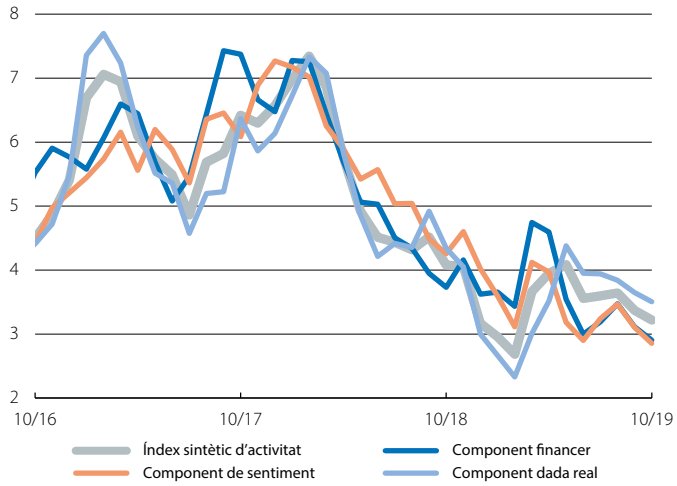
Contribució al creixement intertrimestral sense anualitzar (p. p.)



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

Emergents: indicador sintètic d'activitat

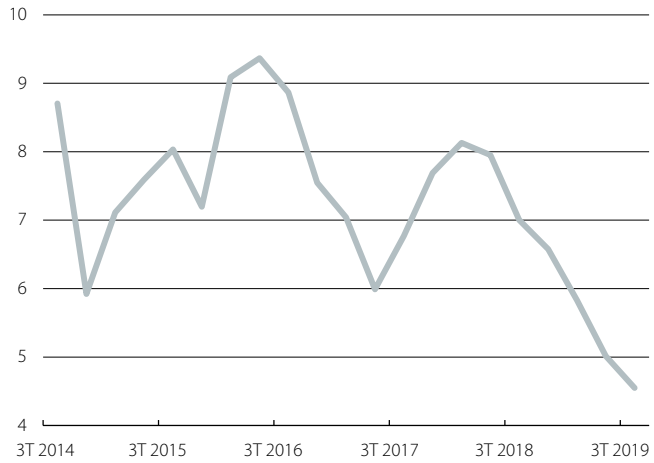
Variació intertrimestral anualitzada (%)



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

Índia: PIB

Variació interanual (%)



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

Les dificultats del sector manufacturer mundial

- **El sector manufacturer mundial ha entrat en una fase de contracció de l'activitat. El fenomen és generalitzat entre economies avançades i emergents, tot i que aquest segon bloc aguanta una mica millor, i és especialment intens a la zona de l'euro.**
- **Les tensions comercials, la maduresa del cicle macroeconòmic i les disrupcions al sector de l'automòbil expliquen aquesta fase baixista.**

Al llarg de l'any, s'ha anat ampliant el ventall d'indicadors que evidencien una contracció de la producció manufacturera, en especial en economies destacades com Alemanya. Malgrat que les caigudes de l'activitat manufacturera no són inusuals (sense anar més lluny, el 2016 n'hi va haver una als EUA), la seva coincidència en el temps amb un entorn d'incertesa elevada ha despertat dubtes sobre les perspectives de creixement per als propers trimestres, en especial davant el temor que contagiï altres sectors, com els serveis.

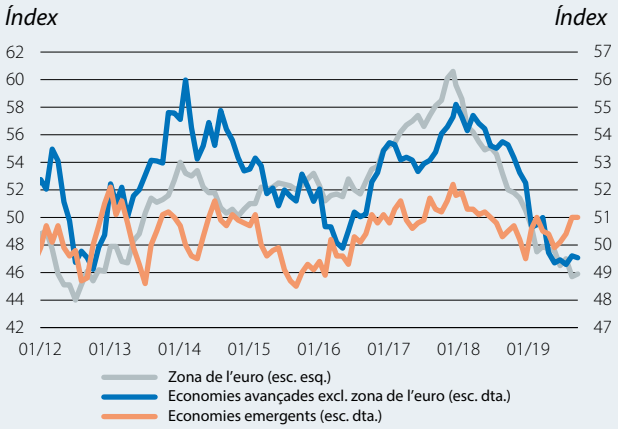
Què passa?

Com ho mostra el primer gràfic, la producció de manufactures va iniciar una fase expansiva entre el final del 2015 i mitjan 2016 i va assolir el punt culminant cap al final del 2017. De llavors ençà, el creixement del sector s'ha anat moderant de manera generalitzada, i la seva producció, fins i tot, s'ha arribat a contreure.

En aquesta fase baixista del cicle manufacturer, destaquen diferents elements que mostrem en els dos primers gràfics:

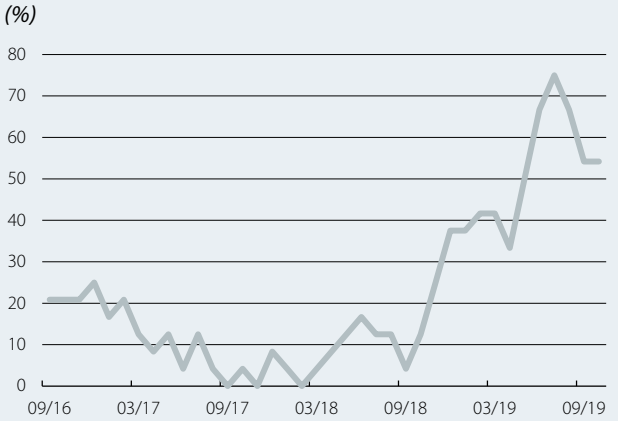
- La moderació de l'activitat és generalitzada entre economies avançades i emergents, tot i que aquest segon bloc aguanta una mica millor, i el seu sector manufacturer mostra una mica de recuperació en els últims mesos.
- En concret, a l'agost del 2019, dels 24 països dels quals es disposa el PMI manufacturer (un indicador de sentiment que té una bona correspondència amb el creixement de l'activitat), 21 se situaven per sota del llindar dels 50 punts, la qual cosa indica contracció de la producció. Entre aquests països hi havia les cinc principals economies manufactureres, que representen, aproximadament, el 60% de la producció industrial mundial: la Xina, els EUA, el Japó, Alemanya i Corea del Sud.
- La feblesa no solament es reflecteix en els indicadors de sentiment, sinó que els propis volums de producció manufacturera s'han desaccelerat de manera generalitzada i es contreuen a les principals economies industrials.
- El gir ha estat especialment intens a la zona de l'euro i, en particular, a Alemanya.
- A nivell global, i si més no de moment, l'ensopegada no és quantitativament diferent de la d'altres fases baixistes del cicle manufacturer: per exemple, tant els mínims assolits per l'índex PMI de manufactures com la caiguda total d'aquest índex des del màxim assolit al final del 2017 són semblants a les dades observades en fases baixistes anteriors (com el 2012 i el 2015) i queden molt lluny del que es va viure el 2008-2009.

Indicador d'activitat: PMI manufacturer



Nota: ** Estimació pròpia a partir del pes del PIB de la zona de l'euro en l'agregat «Economies avançades» elaborat per l'FMI.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Markit.*

Països amb PMI manufacturer per sota de 50



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

D'altra banda, enfront de la feblesa exhibida per la producció del sector, macromagnituds com la inversió també se n'han ressentit, però continuen creixent a un ritme destacable. Per exemple, als EUA, la inversió fixa no residencial ha mantingut un creixement intertrimestral mitjà del 0,8% des del 2018 (l'1,3% en la mitjana del 2017). A Europa, per la seva banda, a França, el creixement intertrimestral de la de la formació bruta de capital fix es manté a la vora de l'1% en la mitjana des de l'inici de l'any (l'1,4% en el mitjana del 2017), mentre que, a Alemanya, sí que s'ha notat una desaceleració més intensa (el 0,4%, en relació amb l'1,0%). A més a més, malgrat que el creixement de la inversió no presenta xifres esperançadores (les xifres anteriors dels EUA contrasten amb

un creixement intertrimestral mitjà només lleugerament inferior al 2% entre el 2003 i el 2007), el menor dinamisme ha estat més la norma que l'excepció des de la Gran Recessió.

Finalment, com ho mostra el tercer gràfic, la feblesa de la producció manufacturera també ha llastat l'ocupació del sector, però la creació d'ocupació ha resistit i, en els últims trimestres, fins i tot ha guanyat una mica de dinamisme en economies com els EUA, el Regne Unit i Alemanya. Aquest és un senyal positiu, tot i que les dinàmiques del mercat laboral normalment exhibeixen un cert retard en relació amb les de producció.

Què explica la feblesa manufacturera?

La fase baixista del sector manufacturer coincideix amb tres grans fenòmens que s'han apuntat com a responsables de la feblesa: les tensions comercials, la maduresa del cicle macroeconòmic i les disrupcions al sector de l'automòbil.[1]

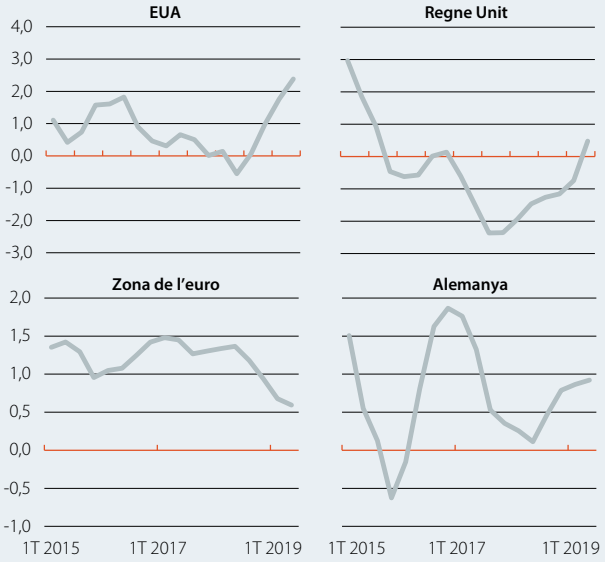
En primer lloc, des del començament del 2018, els EUA i la Xina s'han embolicat en un conflicte comercial que ha escalat amb la imposició d'aranzels i amb l'amenaça de més restriccions sobre els fluxos d'inversió internacionals. Això ha provocat un fort repunt de la incertesa (vegeu el quart gràfic) i ha penalitzat el comerç internacional,[2] dues forces que, atesa l'orientació exportadora del sector industrial, ajudarien a explicar la feblesa de la producció manufacturera.

D'altra banda, la indústria no solament es troba davant una moderació de l'activitat provocada per les tensions comercials i per la incertesa. De fet, al marge dels conflictes comercials, després d'anys d'expansió, les principals economies han assolit un punt més madur del cicle, amb menys elements d'impuls cíclic (per exemple, els EUA registren l'expansió més llarga de la seva història des del 1850, i, propera al 3,5%, la seva taxa d'atur se situa en mínims dels 50 últims anys). Per tant, en aquest sentit, ja calia esperar un creixement més moderat de la demanda.

Finalment, una part de la feblesa de la indústria s'explica per les dificultats idiosincràtiques del sector de l'automòbil, llastat per canvis reguladors i pel repte de l'imperatiu mediambiental.[3] Així, mentre que la producció automobilística s'ha contret el 15% des del final del 2017, la resta de l'activitat industrial s'ha desaccelerat més suaument (tot i que també es contreu). En qualsevol cas, la pèrdua de ritme de l'activitat manufacturera és generalitzada també per sectors, ja que, des dels màxims cíclics de les acaballes del 2017 o del començament del 2018 (en funció del sector), els quatre macrosectors principals dels índexs de sentiment

Ocupació al sector manufacturer

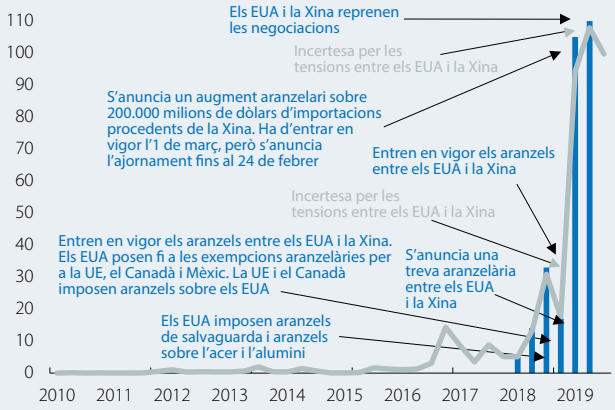
Variació interanual (%, mitjana mòbil de quatre trimestres)



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

Incertesa comercial a nivell mundial

Índex



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Ahir, H., Bloom, N. i Furceri, D. (2018), «World Uncertainty Index», Stanford mimeo.*

construïts per IHS Markit (automoció, maquinària i equipament, tecnologia i química) han perdut ritme de manera substancial, i els indicadors dels tres primers se situen, de fet, en nivells que indiquen una contracció de l'activitat.

En conclusió, l'actual cicle manufacturer és, ara com ara, similar al d'episodis anteriors, però la seva evolució futura dependrà del fet que els *shocks* experimentats no s'intensifiquin o es prolonguin. En aquest sentit, el to més constructiu en les negociacions entre els EUA i la Xina hauria de contribuir a reduir la incertesa, tot i que la maduresa de l'expansió econòmica global i la persistència de les dificultats al sector de l'automòbil probablement dificultaran que la producció industrial reboti amb més ímpetu.

Adrià Morron Salmeron i Àlex Ruiz

1. Una altra possible explicació és el cicle d'existències, que, en el passat, en una indústria més dominada per les factories, era un determinant important dels cicles industrials: una sobreestimació de la demanda provocava una acumulació d'existències, que, al seu torn, generava una retallada de la producció (fins que es donava sortida a l'excés d'existències acumulat).
2. Segons dades del CPB World Trade Monitor, el comerç mundial de mercaderies ha passat d'un creixement anual proper al 5% el 2017 a contreure's gairebé l'1% en el 3T 2019 (dades en volums).
3. Analitzem les dificultats i els reptes del sector en l'article «L'automòbil, un sector clau davant un futur incert», a l'IM06/2019.

Bones perspectives de l'economia nord-americana, amb permís de la inversió

- **L'economia dels EUA continua avançant a bon ritme, tot i que la inversió empresarial ha mostrat una desacceleració intensa el 2019.**
- **Ara com ara, aquest alentiment no ens ha de preocupar, ja que es produeix després d'un període de fort creixement, esperonat per la reforma impositiva del 2017.**
- ***A més a més, la solidesa del mercat laboral, les negociacions comercials en marxa amb la Xina i el gir acomodatici de la Fed afavoriran la continuïtat de l'expansió el 2020.***

Des del mes de juliol, els EUA es troben en la fase expansiva més llarga de la seva història. Potser per aquest motiu han aparegut temors al fet que la següent recessió s'estigui apropant. No obstant això, les últimes dades mostren que el PIB del país es va mantenir sòlid en el 3T. En concret, l'activitat econòmica nord-americana va créixer el 0,5% intertrimestral (el 2,1% interanual), lleugerament per damunt de les previsions i del potencial del país. Però té recorregut la bona marxa de l'economia dels EUA?

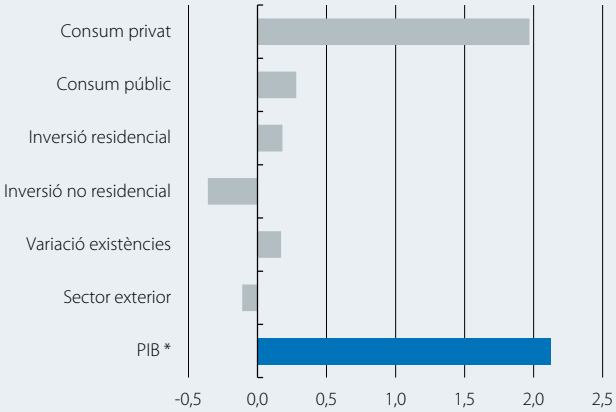
El desglossament per components de demanda de l'avanç del PIB dels últims trimestres presenta alguns clarobscurs que mereixen una certa atenció. El consum privat s'ha mantingut com el pilar principal del creixement nord-americà. En canvi, en el 3T, la inversió empresarial (no residencial) es va tornar a contreure per segon trimestre consecutiu, arran de la caiguda de la inversió en estructures i en béns d'equipament (vegeu el primer gràfic).

Si ens centrem en l'àmbit de la inversió, cal posar en context la seva feblesa recent, que contrasta amb el funcionament ferm exhibit el 2018. En concret, la forta retallada de l'impost de societats i els canvis en les normes comptables sobre les deduccions pels costos d'inversió del final del 2017[1] van ser un esperó per a la inversió, que va avançar per damunt de la mitjana històrica durant tot el 2018 (vegeu el segon gràfic). En aquest sentit, és en certa manera natural que, el 2019, sigui un any molt més contingut en termes d'inversió. Així i tot, és rellevant esmentar que l'increment en la inversió després dels canvis impositius va ser inferior al que havien pronosticat la majoria d'analistes. De la mateixa manera, l'alentiment del 2019 ha estat una mica superior. Sens dubte, les disputes comercials entre els EUA i la Xina iniciades el 2018 han pesat, de llavors ençà, en l'ànim inversor de les empreses.[2] Un estat anímic que podria millorar arran de les negociacions en marxa entre els dos països. Malgrat que, ara com ara, alguns dels índexs d'inversió a futur elaborats per les diferents Reserves Federals no mostren aquesta millora (vegeu el tercer gràfic), pensem que es pot donar al llarg del 2020.

1. Tax Cuts and Jobs Act of 2017.
2. Vegeu Kopp, E., Leigh, D., Mursula, S. i Tambunlertchai, S. (2019), «US Investment Since the Tax Cuts and Jobs Act of 2017», International Monetary Fund, núm. 19/120.

Components del PIB del 3T 2019

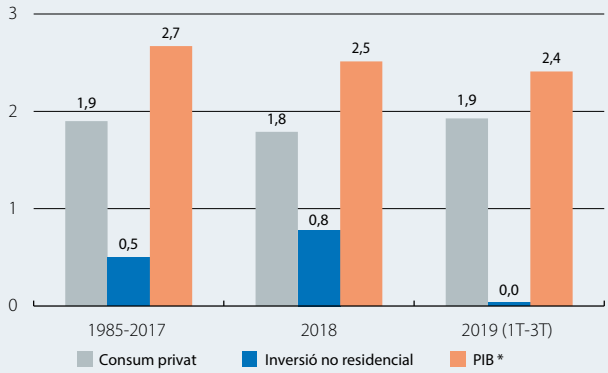
Contribució al creixement intertrimestral anualitzat (p. p.)



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

EUA: PIB, consum i inversió

Contribució al creixement intertrimestral anualitzat del PIB (p. p.)



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

D'altra banda, a l'abril, demòcrates i republicans van arribar a un acord sobre la necessitat de destinar 2 bilions de dòlars a millorar les infraestructures del país (carreteres, ponts, banda ampla...). Sens dubte, un increment de la despesa pública en infraestructures d'aquesta magnitud podria arrossegar la inversió privada de manera considerable. Avui dia, però, aquestes bones intencions encara no s'han concretat en cap paquet de despesa en infraestruc-

tures, de manera que un canvi de tendència de la inversió el 2020 arran d'aquest acord sembla cada vegada menys probable.

Finalment, és necessari constatar que la inversió en propietat intel·lectual no solament ha aguantat bé la incertesa comercial i geopolítica global, sinó que, en els dos últims anys, ha mantingut un ritme de creixement superior a l'habitual (amb taxes de creixement del 8% des del 2018, en relació amb la mitjana històrica del 6%). En aquest sentit, la inversió en propietat intel·lectual està menys subjecta a l'efecte de la incertesa, en especial en un país com els EUA, amb una legislació sobre protecció intel·lectual molt desenvolupada.[3] Així mateix, el contrast entre el bon funcionament de la inversió en propietat intel·lectual i la inversió en estructures ens suggereix una altra possible explicació: pot ser que la transició cap a una economia cada vegada més centrada en els serveis i en el coneixement requereixi un nivell d'inversió inferior i una composició diferent (vegeu el quart gràfic).

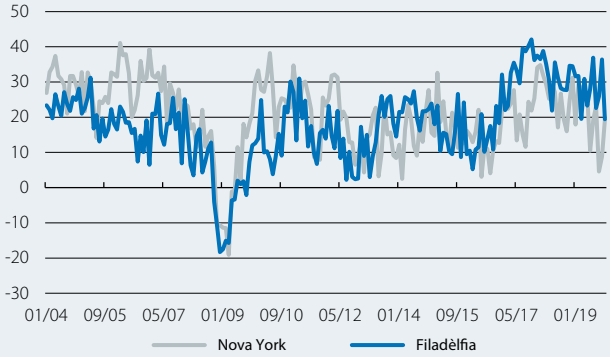
En definitiva, la moderació de la inversió és un element que cal seguir, tot i que encara no sembla preocupant. A més a més, la solidesa del mercat laboral, amb una taxa d'atur en mínims des del final dels seixanta i amb un ritme de creació d'ocupació superior al previst en una economia en plena ocupació, donarà suport al manteniment d'un consum privat en nivells considerables. Finalment, les negociacions comercials en marxa amb la Xina i el gir acomodatici de la Fed dels últims mesos (vegeu el cinquè gràfic) són dos factors més que afavoriran la continuïtat de l'expansió el 2020, amb un creixement que situem al voltant de l'1,8%.

Clàudia Canals

3. Vegeu Czarnitzki, D. i Toole, A. A. (2011), «Patent protection, market uncertainty, and R&D investment», The Review of Economics and Statistics, 93(1), 147-159.

*Índex d'inversió en capital a futur **

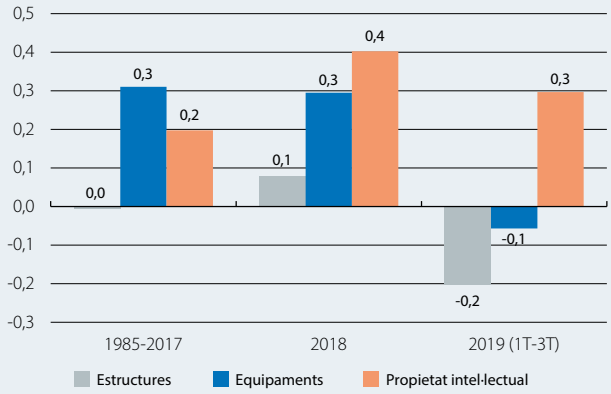
Nivell



Nota: ** Índex de difusió (despesa esperada en capital en els sis propers mesos) de la Fed de Filadèlfia (que comprèn els estats de Pennsilvània, Nova Jersey i Delaware) i de la de Nova York (que comprèn l'estat de Nova York). L'índex es calcula com el percentatge d'enquestats que informen d'un increment menys el percentatge dels qui informen d'una reducció. L'índex pot prendre valors de +100 a –100. El punt mitjà (el 0) indica que el mateix percentatge d'empreses informen d'un increment que d'una reducció en la inversió futura.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal de Filadèlfia i de la de Nova York.*

EUA: inversió no residencial

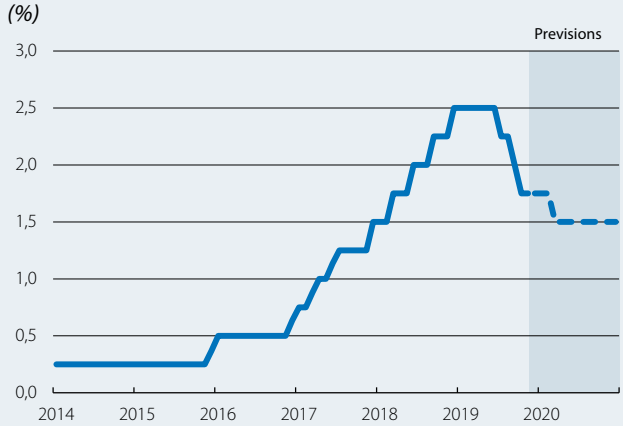
Contribució al creixement intertrimestral anualitzat del PIB (p. p.)



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

*EUA: tipus d'interès de referència **

(%)



Nota: * Fed funds rate. *Límit superior de l'interval marcat.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal.*

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

ESTATS UNITS

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	08/19	09/19	10/19
Activitat									
PIB real	2,4	2,9	2,5	2,7	2,3	2,1	...	–	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	4,5	4,6	3,5	3,4	3,6	4,3	4,4	4,5	3,7
Confiança del consumidor *(valor)*	120,5	130,1	133,6	125,8	128,3	132,1	134,2	126,3	126,1
Producció industrial	2,3	3,9	4,0	2,9	1,2	0,2	0,4	–0,1	–1,1
Índex d'activitat manufacturera (ISM) *(valor)*	57,4	58,8	56,9	55,4	52,2	49,4	49,1	47,8	48,3
Habitatges iniciats *(milers)*	1.209	1.250	1.185	1.213	1.256	1.282	1.375	1.266	1.314
Case-Shiller preu habitatge 2a mà *(valor)*	200	211	214	215	216	217	216	217	...
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	4,4	3,9	3,8	3,9	3,6	3,6	3,7	3,5	3,6
Taxa d'ocupació *(% pobl. > 16 anys)*	60,1	60,4	60,6	60,7	60,6	60,9	60,9	61,0	61,0
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–2,8	–2,4	–3,0	–3,0	–3,1	–3,1	–3,1	–3,1	...
Preus									
Inflació general	2,1	2,4	2,2	1,6	1,8	1,8	1,7	1,7	1,8
Inflació subjacent	1,8	2,1	2,2	2,1	2,1	2,3	2,4	2,4	2,3

JAPÓ

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	08/19	09/19	10/19
Activitat									
PIB real	1,9	0,8	0,3	0,9	0,8	1,4	...	–	–
Confiança del consumidor *(valor)*	43,8	43,6	42,8	41,3	39,5	36,8	37,1	35,6	36,2
Producció industrial	2,9	1,0	0,5	–1,1	–1,2	–1,1	–2,0	–0,3	–6,3
Índex activitat empresarial (Tankan) *(valor)*	19,0	20,8	19,0	12,0	7,0	5,0	5,0	–	–
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	2,8	2,4	2,4	2,4	2,4	2,3	2,2	2,4	2,4
Balança comercial [1] *(% PIB)*	0,5	–0,1	–0,2	–0,3	–0,5	–0,4	–0,5	–0,4	–0,5
Preus									
Inflació general	0,5	1,0	0,9	0,3	0,8	0,3	0,2	0,2	0,2
Inflació subjacent	0,1	0,3	0,3	0,4	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6

XINA

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	08/19	09/19	10/19
Activitat									
PIB real	6,8	6,6	6,4	6,4	6,2	6,0	6,0	–	–
Vendes al detall	10,3	9,0	8,3	8,5	8,5	7,6	7,5	7,8	7,2
Producció industrial	6,6	6,2	5,7	6,4	5,6	5,0	4,4	5,8	4,7
PMI manufactures (oficial)	51,6	50,9	49,9	49,7	49,6	49,7	49,5	49,8	49,3
Sector exterior									
Balança comercial [1,2]	420	352	352	381	395	430	421	430	439
Exportacions	7,9	9,9	4,0	1,2	–1,0	–0,4	–1,0	–3,2	–0,9
Importacions	16,3	15,8	4,4	–4,4	–3,9	–6,4	–5,6	–8,2	–6,4
Preus									
Inflació general	1,6	2,1	2,2	1,8	2,6	2,9	2,8	3,0	3,8
Tipus d'interès de referència [3]	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Renminbi per dòlar	6,8	6,6	6,9	6,8	6,8	7,0	7,1	7,1	7,1

Notes: *1. Saldo acumulat durant els 12 últims mesos. 2. Milers de milions de dòlars. 3. Final del període.*

Font: *CaixaBank Research, a partir de les dades del Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM, Oficina Nacional d'Estadística del Japó, Banc del Japó, Oficina Nacional d'Estadística xinesa i Thomson Reuters Datastream.*

ZONA DE L'EURO

Indicadors d'activitat i ocupació

Valors, llevat que s'indiqui el contrari

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	09/19	10/19	11/19
Vendes al detall *(variació interanual)*	2,5	1,6	1,7	2,5	2,1	2,7	3,1	...	...
Producció industrial *(variació interanual)*	3,0	0,9	–2,0	–0,5	–1,3	–2,2	–1,7	...	...
Confiança del consumidor	–5,4	–4,9	–6,4	–7,0	–7,0	–6,7	–6,5	–7,6	–7,2
Sentiment econòmic	110,1	111,2	108,8	106,0	104,1	102,5	101,7	100,8	101,3
PMI manufactures	57,4	55,0	51,7	49,1	47,7	46,4	45,7	45,9	46,6
PMI serveis	55,6	54,5	52,8	52,4	53,1	52,8	51,6	52,2	51,5
Mercat de treball									
Ocupació (persones) *(variació interanual)*	1,6	1,5	1,4	1,4	1,2	...	–	–	–
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	9,1	8,2	7,9	7,8	7,6	7,6	7,6	7,5	...
Alemanya *(% pobl. activa)*	3,8	3,4	3,3	3,2	3,1	3,1	3,1	3,1	...
França *(% pobl. activa)*	9,4	9,1	8,9	8,6	8,5	8,6	8,6	8,5	...
Itàlia *(% pobl. activa)*	11,3	10,6	10,5	10,3	10,0	9,8	9,9	9,7	...
PIB real *(variació interanual)*	2,7	1,9	1,2	1,3	1,2	1,2	–	–	–
Alemanya *(variació interanual)*	2,8	1,6	0,6	1,0	0,3	0,5	–	–	–
França *(variació interanual)*	2,4	1,7	1,2	1,3	1,4	1,4	–	–	–
Itàlia *(variació interanual)*	1,8	0,7	–0,1	0,0	0,1	0,3	–	–	–

Preus

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

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	09/19	10/19	11/19
General	1,5	1,8	1,9	1,4	1,4	1,0	0,8	0,7	...
Subjacent	1,1	1,2	1,2	1,1	1,2	1,1	1,2	1,2	...

Sector exterior

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

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	09/19	10/19	11/19
Saldo corrent	**3,2**	**3,2**	**3,2**	**3,1**	**2,8**	**2,8**	**2,8**	**...**	**...**
Alemanya	8,1	7,3	7,3	7,2	7,1	7,5	7,5	...	...
França	–0,7	–0,6	–0,6	–0,5	–0,7	–0,9	–0,9	...	...
Itàlia	2,7	2,6	2,6	2,6	2,8	2,9	2,9	...	...
Tipus de canvi efectiu nominal[1] *(valor)*	**96,5**	**98,9**	**98,5**	**97,3**	**97,3**	**97,7**	**97,4**	**97,3**	**...**

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	09/19	10/19	11/19
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres[2]	2,5	3,8	4,0	3,7	3,9	...	...	...	...
Crèdit a les llars[2,3]	2,6	3,0	3,2	3,3	3,3	...	...	...	...
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres[4] *(%)*	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1	...	...	...	...
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge[5] *(%)*	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	...	...	...	...
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	10,1	7,9	7,1	7,0	7,7	...	...	...	...
Altres dipòsits a curt termini	–2,7	–1,5	–0,9	–0,4	0,4	...	...	...	...
Instruments negociables	1,4	–4,4	–3,4	–3,7	–4,6	...	...	...	...
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars *(%)*	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	...	...	...	...

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

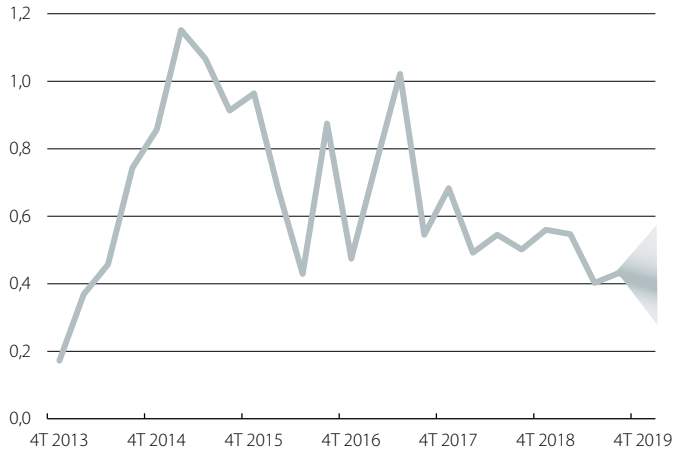
Font: *CaixaBank Research, a partir de les dades d'Eurostat, el Banc Central Europeu, la Comissió Europea, organismes nacionals d'estadística i Markit.*

L'economia espanyola manté una desacceleració suau

Espanya continua creixent per damunt dels seus veïns. L'economia espanyola es troba en un període de desacceleració que reflecteix la moderació pròpia d'una fase més madura del cicle (el 2019 es completarà el sisè any d'expansió) i l'impacte d'un entorn exterior menys favorable. Així, quan falta un mes per acabar l'any, tot fa pensar que el PIB creixerà l'1,9% el 2019, clarament per damunt de l'1,1% esperat per a la zona de l'euro. Aquest creixement és inferior a la mitjana del 2,7% dels anys 2014-2018, però, com s'argumenta a l'article «L'economia espanyola el 2020: no estem tan malament», del Dossier d'aquest mateix *Informe Mensual*, el risc de recessió és d'un contingut 15%. Així, de cara al 2020, s'espera que l'economia mantingui un creixement al voltant de l'1,5%, esperonada per la demanda domèstica i pel creixement de la renda disponible de les famílies. Així mateix, l'economia espanyola afronta aquesta desacceleració amb menys desequilibris macroeconòmics que en el passat. Així, segons les nostres previsions, la balança per compte corrent tancarà el 2019 amb un superàvit de l'1,6% del PIB, quan, el 2007, l'any previ a la Gran Recessió, presentava un dèficit del –9,4%; el deute de les llars se situa al voltant del 65% del PIB, quan, el 2007, s'acostava al 90%, i el de les societats no financeres se situa al voltant del 90%, quan, al final del 2007, superava el 120%. La competitivitat relativa de l'economia espanyola també ha millorat de manera dràstica des del 2007, i la pujada recent dels costos laborals està lluny de revertir aquesta tendència. En aquest sentit, el diferencial d'inflació amb la zona de l'euro el 2019 és negatiu, –0,4 p. p., mentre que, el 2007, els preus pujaven a Espanya 0,6 p. p. més que a la zona de l'euro. No obstant això, queden deures per fer. Entre ells, l'entorn exterior menys favorable resta un factor de suport a la millora de la posició inversora internacional neta (que ha passat del –97,8% del PIB en el 2T 2014 al –80,0% en el 2T 2019). De la mateixa manera, la correcció del deute públic, que ha avançat molt lentament en uns anys de fort creixement (el 97,8% del PIB en el 3T 2019, a la vora del màxim del 100,9% del 1T de 2015), comptarà amb vents de cua cíclics més fluixos.

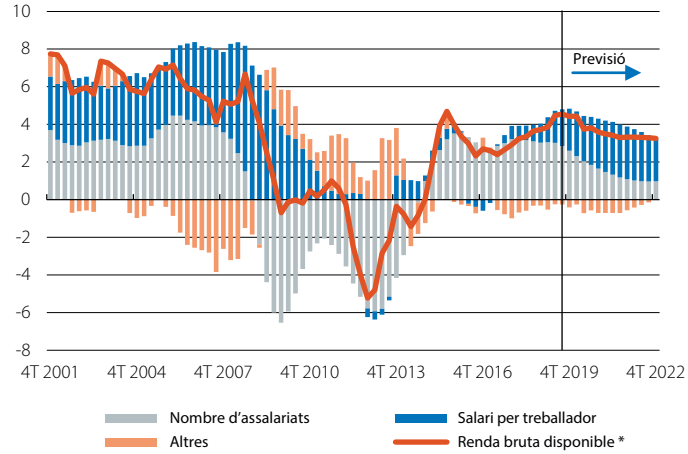
Bon funcionament de l'activitat, tot i que amb la dicotomia entre serveis i manufactures. Abans de tancar l'any, però, els últims indicadors disponibles apunten a un creixement de l'activitat en el 4T semblant al del trimestre anterior (quan va ser del 0,4% intertrimestral). Aquest funcionament favorable, però, amaga comportaments dispars entre sectors. A l'octubre, l'índex PMI de serveis es va situar en els 52,7 punts, en zona expansiva (per damunt de 50), però 6 dècimes menys que al setembre i 2,1 punts menys que en la mitjana del 2018. En canvi, el PMI de manufactures continua en cotes indicatives de contracció de l'activitat del sector (46,8 punts a l'octubre, 9 dècimes menys que al setembre i 6,1 punts per sota de la mitjana del 2018), mentre que l'índex de producció industrial es troba estancat (el +0,8% interanual al setembre), després de les abruptes caigudes de les acaballes del 2018 i del començament del 2019. Per la seva banda, els indicadors de demanda també exhibeixen dicotomies. Així, el bon funcionament de les vendes

Espanya: PIB
Variació intertrimestral (%)



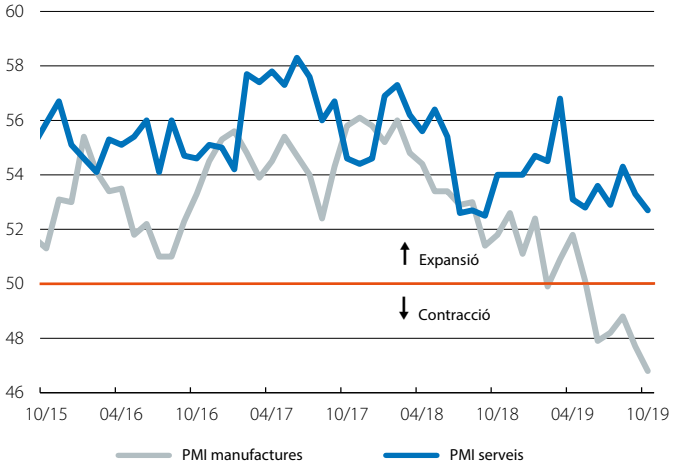
Nota: *Interval de confiança al 90%.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

Espanya: renda bruta disponible de les llars
Contribució a la variació interanual (p. p.)



Nota: *Suma acumulada del 4T * Variació interanual.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

Espanya: indicadors d'activitat
Nivell



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

minoristes (el 3,9% interanual al setembre, sense les estacions de servei) reflecteix el fons de resistència del consum privat, però les vendes d'automòbils repliquen la feblesa manufacturera i no superen l'ensopegada (en l'acumulat dels 12 últims mesos fins a l'octubre, es van situar el 6,6% per sota dels registres del mateix període de l'any passat).

Desacceleració gradual al mercat laboral, coherent amb el menor creixement de l'economia. El nombre d'afiliats a la Seguretat Social va augmentar el 2,3% interanual a l'octubre (el 2,4% al setembre), la qual cosa representa un increment del nombre d'afiliats de 436.920 persones en els 12 últims mesos. En el mateix període, els aturats van disminuir en 77.044 persones. Per sectors, l'afiliació al sector de la indústria va registrar un ritme d'avanç moderat, de l'1,2% interanual, 1 dècima inferior a la registrada al setembre, i l'afiliació a la construcció va moderar el ritme de creixement fins al 3,7% interanual, 4 dècimes menys que al setembre. En canvi, l'afiliació als sectors de serveis i turisme va mantenir el ritme d'avanç, del 2,7% i del 2,8% interanual, respectivament.

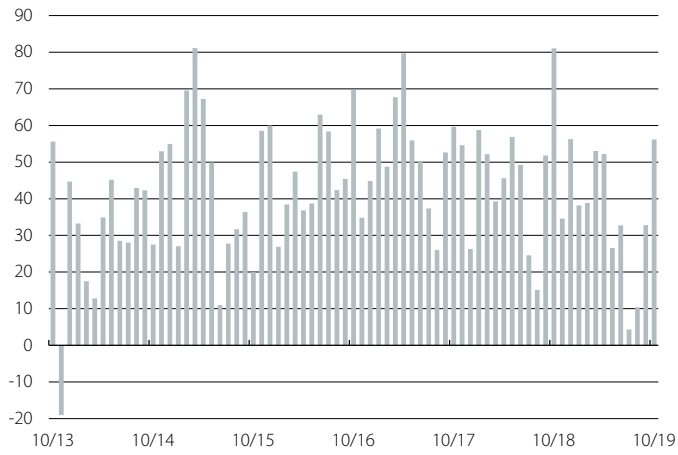
Inflació en cotes moderades. Al novembre, la inflació general es va situar en el 0,4% interanual, xifra que representa un inici de recuperació en relació amb els registres dels mesos anteriors (el 0,1% al setembre i a l'octubre). Aquesta millora reflecteix, en especial, que es comencen a desfer els efectes de base del preu del petroli, en passar a comparar el preu del novembre del 2019 (al voltant dels 56 euros per barril) amb el del novembre del 2018 (58,03 euros, molt per sota dels 70 euros del mes anterior). Així, en els propers mesos, a mesura que s'esvaeixi aquest efecte, la inflació general s'apropará a la subjacent, que continua en un moderat 1,0%.

El deteriorament del superàvit exterior continua. Al setembre, el saldo comercial de béns va empitjorar a causa de la balança de béns no energètics. Així, el dèficit comercial es va situar en el 2,8% del PIB (acumulat de 12 mesos). Això representa un deteriorament de 0,29 p. p. en relació amb un any abans, atribuïble íntegrament a l'empitjorament de la balança de béns no energètics. En concret, les exportacions no energètiques van avançar molt per sota de les importacions no energètiques (l'1,5% interanual en l'acumulat de 12 mesos, en relació amb el 3,1%).

El preu de l'habitatge s'estabilitza. El preu de taxació de l'habitatge va avançar el 0,1% intertrimestral en el 3T i el 3,1% en termes interanuals i va repetir els registres del trimestre anterior. Es tracta d'un ritme de creixement una mica inferior al previst, de manera que l'alentiment del sector podria acabar sent una mica més intens del que s'havia anticipat. La tendència de desacceleració del preu de l'habitatge s'emmarca en un context en què la demanda també mostra un cert retrocés, tot i que es manté en cotes elevades. Per la seva banda, els indicadors d'oferta també revelen un cert alentiment, malgrat que, en aquest cas, de nou, cal esmentar que encara creixen de manera vigorosa i per damunt del conjunt de l'economia. De cara als propers trimestres, la moderació del ritme de creixement del sector tindrà continuïtat. Tot i que això no s'ha d'interpretar com un signe de feblesa, sinó, més aviat, com una normalització cap a taxes de creixement més sostenibles després del fort repunt experimentat durant la recuperació.

*Espanya: afiliats a la Seguretat Social **

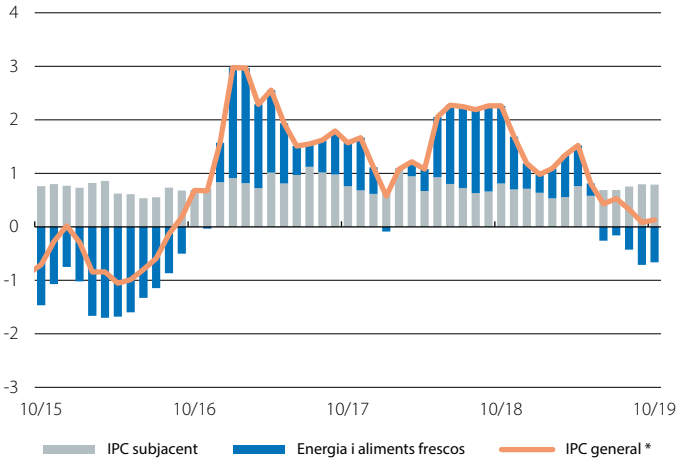
Variació mensual (milers de persones)



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

Espanya: IPC

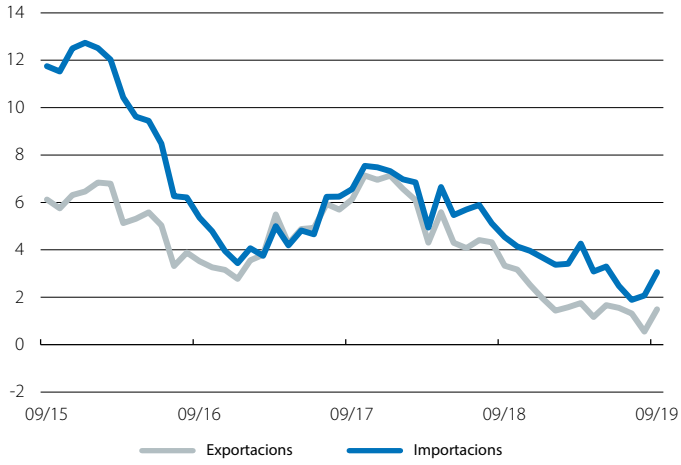
Contribució al creixement interanual (p. p.)



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

*Espanya: comerç exterior de béns **

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



Nota: ** Dades nominals, sèrie sense desestacionalitzar. Sense incloure l'energia.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Departament de Duanes.*

El sector exterior o *Il Gattopardo*, un gran canvi que canvia poc

- **El Banc d'Espanya ha revisat de manera substancial les sèries estadístiques dels comptes exteriors. Amb les noves sèries, en el 1T 2019, el saldo per compte corrent ha millorat del 0,6% a l'1,6% del PIB, però la posició d'inversió internacional neta ha empitjorat del –77,6% al –80,0% del PIB.**
- **No obstant això, les tendències dels últims anys (reducció del superàvit corrent i millora de la PIIN) no han variat, i la millora de la PIIN ara va més lenta.**

Al setembre, el Banc d'Espanya (BdE), en coordinació amb la UE, Eurostat i el BCE, va dur a terme una revisió en profunditat de les estadístiques històriques del sector exterior i va incorporar noves fonts d'informació i una harmonització amb els estàndards internacionals. Aquesta revisió ha afectat de manera substancial les dades de la balança de pagaments i de la posició inversora internacional.

En concret, en el 1T 2019 (el període comparable més recent), el saldo per compte corrent ha passat del 0,6% a l'1,6% del PIB, i la posició d'inversió internacional neta (PIIN) ha passat del –77,6% al –80,0% del PIB. Pel que fa al compte corrent, aquesta diferència de l'1,0% de PIB s'explica, en especial, per un major saldo turístic (el 0,50% del PIB),[1] tot i que també hi ha contribuït un millor saldo dels béns (el 0,16%), dels serveis no turístics (el 0,15%) i de les rendes (el 0,20%). Quant a la PIIN, l'empitjorament deriva, en la seva major part, dels canvis en la posició de la inversió directa.

No obstant això, analitzant amb més deteniment el cas del compte corrent, **aquests importants canvis de nivell amb prou feines introdueixen modificacions en les tendències que operen al sector exterior de l'economia espanyola en els últims anys** (des del 2016). Així, pel que fa al deteriorament del superàvit corrent, en el 1T 2019, el saldo corrent perdia 1,02 p. p. de PIB en relació amb el 4T 2016, gairebé el mateix que abans de la revisió. De la mateixa manera, el deteriorament de la balança de béns tampoc no canvia de forma apreciable, l'1,06% del PIB, en relació amb l'1,12%, amb unes exportacions que continuen creixent menys que les importacions (en el 1T 2019, el 2,5% i el 5,6% interanual, respectivament, en relació amb el 2,4% i el 6,2% anterior a la revisió).

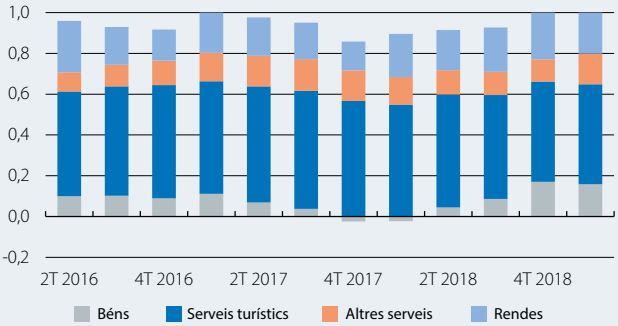
Un esment especial mereix el cas dels serveis turístics. Malgrat que el saldo turístic puja del 3,4% al 3,8% del PIB (1T 2019), aquest canvi es dona de manera homogènia a tota la sèrie, de manera que el deteriorament en relació amb el final del 2016 amb prou feines varia amb la revisió (del 0,02% segons l'antiga sèrie al 0,05% del PIB). És significativa, però, la major fortalesa que la revisió atribueix al creixement de les importacions turístiques (espanyols que viatgen a l'estranger), que s'accelera més després de la revisió (en el 4T 2017, creixien el 4,6% interanual i, en el 1T 2019, el 9,0%) i que fa que el deteriorament del saldo turístic des del final del 2017 al 1T 2019 sigui lleugerament major (el 0,23%, en relació amb el 0,20% anterior a la revisió).

Pel que fa a la PIIN, la revisió mostra que la seva tendència de recuperació des del mínim del 2T 2014 es manté, però va més lenta del que es creia. Així, tot i que el mínim del 2014 passa del –100,3% al –97,8% del PIB, la millora acumulada en relació amb aquest mínim era de 17,8 p. p. de PIB

1. La revisió del saldo turístic prové, fonamentalment, del costat dels ingressos (en els últims anys, també es modifiquen els pagaments), en incorporar les dades de nivells de l'enquesta EGATUR. Amb anterioritat, només es consideraven les taxes de variació.

Espanya: revisió dels components de la balança per compte corrent *

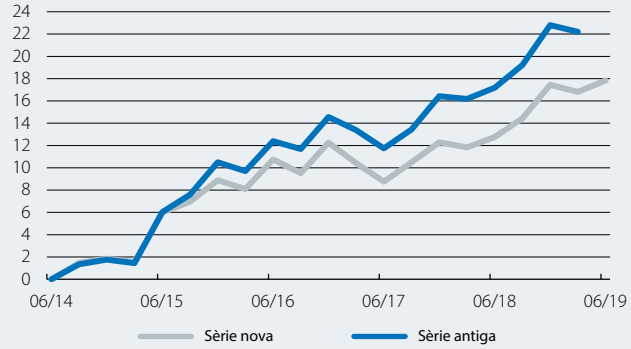
(p. p. de PIB)



Nota: ** Diferència entre el valor de després de la revisió i l'anterior per a cadascun dels saldos que componen el saldo per compte corrent (el total és la variació del saldo corrent per la revisió).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya.*

Espanya: posició d'inversió internacional neta

*Variació acumulada en p. p. de PIB (0 = 2T 2014) **



Nota: ** Variació acumulada des del mínim de 2T 2014 (el –97,8% del PIB després de la revisió, el –100,3% abans de la revisió).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya.*

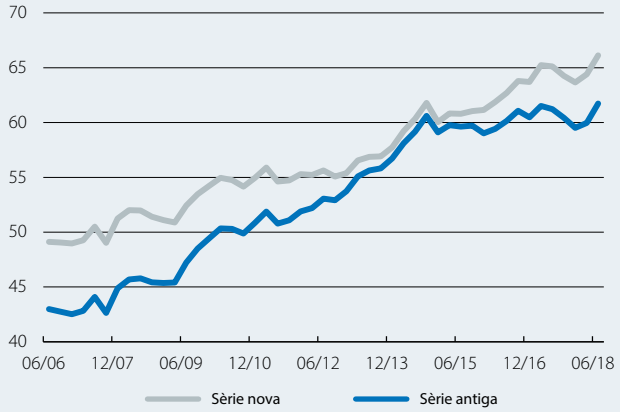
en el 2T 2019 (16,8 p. p. en el 1T 2019), quan, abans de la revisió, la millora acumulada en el 1T 2019 era de 22,2 p. p. de PIB. La part positiva d'això és que gairebé tota la revisió és deguda a l'efecte de valoració dels passius (en particular, els immobles en mans dels no residents).

La conclusió és que, tot i que aquesta revisió del BdE millora el quadre macroeconòmic, ja que incrementa el nivell del superàvit corrent, les tendències continuen sent les mateixes: deteriorament de la balança de béns, amb un creixement exportador feble, i desaceleració de l'impuls del turisme, amb un fort creixement de les importacions turístiques. Així mateix, la recuperació de la PIIN és més lenta del que es preveia, perquè els efectes de valoració s'han revisat a la baixa.

Jordi Singla

Espanya: passius d'inversió directa

Stock *(p. p. de PIB)*



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

Indicadors d'activitat i ocupació

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

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	09/19	10/19	11/19
Indústria									
Índex de producció industrial	3,2	0,3	–2,7	0,0	1,5	1,1	0,8	...	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	1,0	–0,1	–1,9	–3,8	–4,6	–2,0	–4,6	–7,9	–5,1
PMI de manufactures *(valor)*	54,8	53,3	51,8	51,1	49,9	48,2	47,7	46,8	...
Construcció									
Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)*	22,9	25,7	23,9	25,8	21,9	13,0	12,6	...	...
Compravenda d'habitatges *(acum. de 12 mesos)*	14,1	14,2	11,5	8,3	5,5	1,3	–0,8	...	...
Preu de l'habitatge	6,2	6,7	6,6	6,8	5,3	...	–	–	...
Serveis									
Turistes estrangers *(acum. de 12 mesos)*	10,0	4,0	0,9	1,0	1,5	2,1	2,1	1,6	...
PMI de serveis *(valor)*	56,4	54,8	54,0	55,3	53,2	53,5	53,3	52,7	...
Consum									
Vendes comerç al detall	1,0	0,7	1,5	1,3	2,2	3,3	3,4	2,6	...
Matriculacions d'automòbils	7,9	7,8	–7,6	–7,0	–4,4	–7,9	18,3	6,3	...
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–3,4	–4,2	–6,2	–4,8	–4,0	–5,8	–6,2	–9,1	–10,3
Mercat de treball									
Població ocupada [1]	2,6	2,7	3,0	3,2	2,4	1,8	–	–	...
Taxa d'atur (% de la població activa)	17,2	15,3	14,4	14,7	14,0	13,9	–	–	...
Afiliats a la Seguretat Social [2]	3,6	3,1	3,0	2,9	2,8	2,5	2,4	2,3	...
PIB	**2,9**	**2,4**	**2,1**	**2,2**	**2,0**	**2,0**	**–**	**–**	**...**

Preus

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

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	09/19	10/19	11/19
General	2,0	1,7	1,7	1,1	0,9	0,3	0,1	0,1	0,4
Subjacent	1,1	0,9	0,9	0,7	0,8	0,9	1,0	1,0	...

Sector exterior

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

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	09/19	10/19	11/19
Comerç de béns									
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	8,9	2,9	2,9	2,4	2,3	1,7	1,7	...	...
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	10,5	5,6	5,6	6,1	3,9	3,0	3,0	...	...
Saldo corrent	**31,1**	**23,3**	**23,3**	**19,6**	**21,4**	**21,3**	**21,3**	**...**	**...**
Béns i serveis	41,6	32,6	32,6	30,2	31,6	31,2	31,2	...	...
Rendes primàries i secundàries	–10,5	–9,3	–9,3	–10,6	–10,2	–9,8	–9,8	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**33,9**	**29,1**	**29,1**	**25,5**	**27,4**	**27,0**	**27,0**	**...**	**...**

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers [3]

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

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	09/19	10/19	11/19
Dipòsits									
Dipòsits de llars i empreses	2,8	3,2	3,7	5,3	5,8	5,4	4,9	5,1	...
A la vista i estalvi	17,6	10,9	10,0	11,3	10,9	10,3	9,6	9,8	...
A termini i preavís	–24,2	–19,9	–16,8	–13,7	–12,8	–13,2	–13,4	–13,3	...
Dipòsits d'AP	–8,7	15,4	16,9	17,8	15,7	3,7	4,4	1,3	...
TOTAL	**1,9**	**3,8**	**4,5**	**6,0**	**6,4**	**5,3**	**4,9**	**4,9**	**...**
Saldo viu de crèdit									
Sector privat	–2,2	–2,4	–2,2	–2,1	–1,1	–1,1	–1,4	–1,9	...
Empreses no financeres	–3,6	–5,5	–5,7	–5,5	–3,0	–2,3	–2,7	–3,5	...
Llars - habitatges	–2,8	–1,9	–1,4	–1,1	–1,2	–1,6	–1,6	–1,6	...
Llars - altres finalitats	3,7	5,1	4,7	4,2	3,8	3,1	2,1	1,5	...
Administracions públiques	–9,7	–10,6	–11,8	–10,4	–7,2	–5,4	–5,7	0,8	...
TOTAL	**–2,8**	**–2,9**	**–2,8**	**–2,6**	**–1,5**	**–1,4**	**–1,7**	**–1,7**	**...**
Taxa de morositat (%)[4]	**7,8**	**5,8**	**5,8**	**5,7**	**5,4**	**5,1**	**5,1**	**...**	**...**

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: l'economia es mostra sòlida

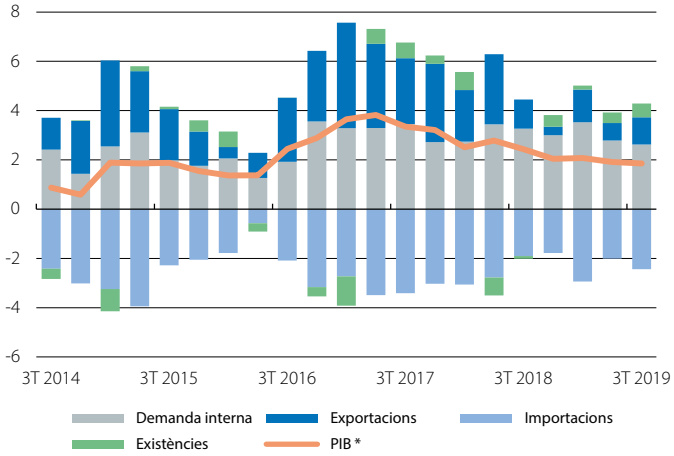
El PIB va avançar amb solidesa en el 3T i es va mantenir resilient davant l'entorn extern. En concret, l'economia va avançar l'1,9% interanual (mateix registre que en el 2T) i el 0,3% intertrimestral (el 0,6% en el 2T), empès per una demanda interna que va tenir una contribució de 3,2 p. p. a l'avanç interanual. Així, el consum privat es va accelerar fins al 2,3% interanual, gràcies a les millores observades al mercat laboral, mentre que la inversió va continuar creixent a un ritme fort en el 3T, tot i que més lent que en els trimestres anteriors: el 5,8% en el 3T, després del 8,2% en el 2T i de l'11,3% en el 1T. Per la seva banda, la contribució de la demanda externa es va mantenir en terreny negatiu (–1,3 p. p.), a conseqüència d'unes importacions que van avançar a un ritme molt superior al de les exportacions. Així i tot, cal destacar que les exportacions es van accelerar fins al 2,6% interanual (l'1,6% en el 2T), arran de la bona marxa de les exportacions de serveis no turístics. Pel que fa al 4T, els indicadors disponibles apunten al fet que l'economia es manté resilient. En concret, a l'octubre, l'indicador de clima econòmic va avançar el 2,1% (el 2,2% al setembre), mentre que els indicadors coincidents es van mantenir estables en nivells favorables: el 2,0% en el cas de l'activitat agregada i el 2,5% en el cas del consum privat. Tot plegat fa que esperem un creixement del PIB de l'1,9% en el conjunt del 2019 i de l'1,7% el 2020.

El saldo de la balança per compte corrent es va tornar a deteriorar al setembre. En particular, al setembre, el dèficit per compte corrent es va situar en els 1.600 milions d'euros (el 0,7% del PIB, acumulat de 12 mesos). No obstant això, aquest deteriorament es produeix en un context de fort creixement de la inversió, que, en tenir un elevat contingut importador, pressiona les importacions i erosiona el saldo exterior. De fet, l'empitjorament del dèficit de la balança de béns no energètics fins al 8,4% del PIB (el –7,1% al setembre del 2018) va ser el que més va contribuir al deteriorament de la balança per compte corrent. Mentrestant, la balança de capitals manté un superàvit que continua sent suficient per compensar el deteriorament del compte corrent i permet que Portugal mantingui la situació de superàvit en els comptes externs.

El turisme exhibeix una dinàmica positiva. Al setembre, els allotjaments turístics van registrar un creixement interanual del 6,1% en el nombre de visitants no residents (acumulat de l'any), la qual cosa va representar una acceleració en relació amb les xifres de l'agost (el 5,7%) i del conjunt del 2018 (el 4,8%). Per països, els turistes procedents d'Espanya, dels EUA, del Brasil, del Regne Unit i de la Xina van ser els principals contribuents a aquesta acceleració, amb una representació superior al 75% del creixement total. Per la seva banda, el rendiment mitjà per habitació disponible continua augmentant (47,8 euros al setembre, el +1,2% interanual), tot i que a un ritme inferior al d'anys anteriors (el +4,8% el 2018).

Portugal: PIB

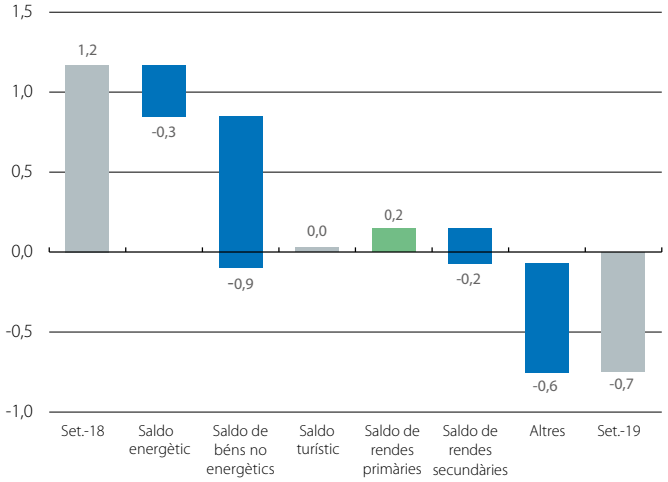
Contribució al creixement interanual (p. p.)



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

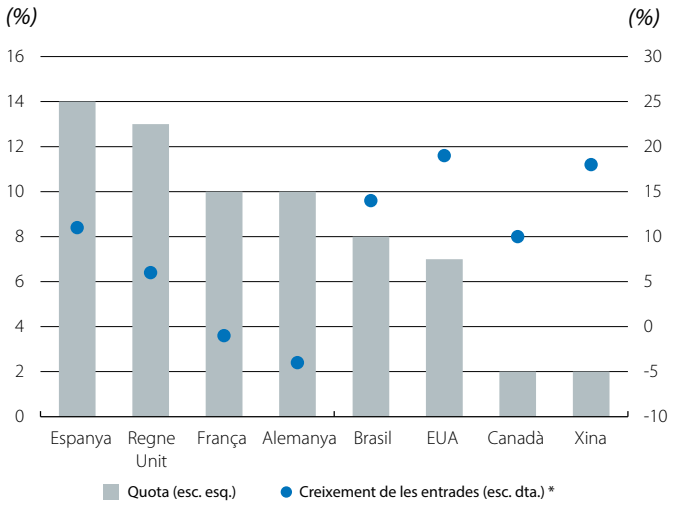
Portugal: balança per compte corrent

Contribució al deteriorament (p. p. de PIB)



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

Portugal: turisme no residents



Nota: ** Acumulat de l'any fins al setembre del 2019, variació interanual.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal.*

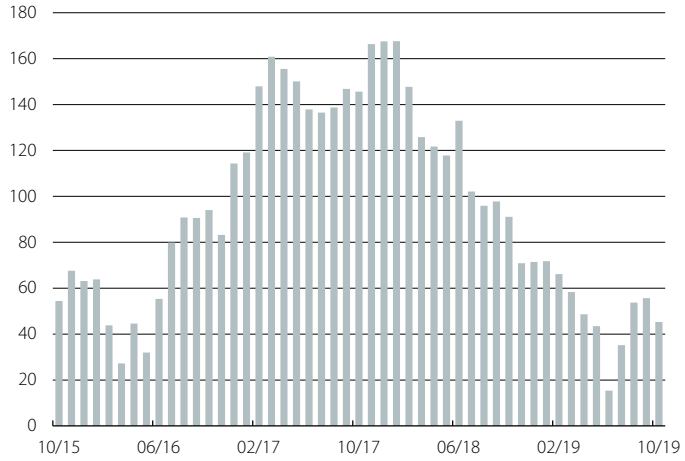
La inflació torna al terreny positiu, però continua en cotes molt baixes. Després de les caigudes de l'índex de preus al consumidor (IPC) entre el juliol i el setembre i del seu estancament a l'octubre (el 0,0% interanual), la inflació general va tornar als valors positius al novembre (el 0,3% interanual). Aquesta recuperació va reflectir, sobretot, l'avanç de la inflació subjacent, que es va situar en el 0,6% interanual al novembre (el 0,2% entre el juliol i l'octubre). Així, mentre esperem les dades del desembre, tot fa pensar que la inflació se situarà en un contingut 0,4% en el conjunt del 2019, clarament per sota de l'1,0% del 2018. Aquesta feblesa en relació amb el 2018 s'explica per la caiguda dels preus de l'energia i per diferents mesures governamentals, com les destinades a reduir els preus de l'electricitat, del transport públic i de les telecomunicacions.

La creació d'ocupació es desaccelera, però els salaris donen suport al creixement de la renda. A l'octubre, el creixement de l'ocupació es va desaccelerar fins al 0,9% interanual (l'1,2% al setembre), segons les dades desestacionalitzades publicades per l'INE. Per la seva banda, la taxa d'atur es va mantenir estable en el 6,5% per segon mes consecutiu, una xifra 0,1 p. p. inferior a la registrada a l'octubre del 2018. Així, les dades reflecteixen que es va materialitzant una desacceleració del mercat laboral, coherent amb l'alentiment gradual de l'activitat econòmica. Paral·lelament, però, la remuneració bruta mensual mitjana per treballador continua pujant de manera notable (el +3,0% en el 3T).

El saldo de les Administracions públiques millora a un ritme més suau. A l'octubre, el saldo va arribar al 0,6% del PIB (998 milions d'euros, dades acumulades des de l'inici de l'any), la qual cosa representa una millora del +0,2% en relació amb el mateix període de l'any anterior. Per components, el creixement dels ingressos supera el de les despeses (el 4,2% i el 3,2%, respectivament). No obstant això, a l'octubre, els ingressos fiscals es van alentir en relació amb el setembre pel pagament dels reemborsaments en concepte d'impost sobre la renda i d'impost de societats i per la desacceleració del ritme de creixement de la recaptació de l'IVA. D'altra banda, les despeses de personal van créixer de manera substancial (el 4,7%, en relació amb el 2,2% previst pel Govern), però van ser compensades per la caiguda en els pagaments d'interessos i per una execució reduïda de la inversió.

Portugal: ocupació

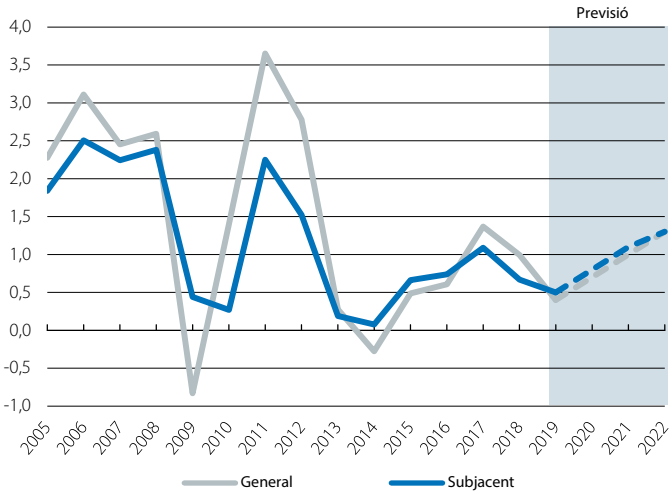
Variació interanual (milers de persones)



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

Portugal: inflació (IPC)

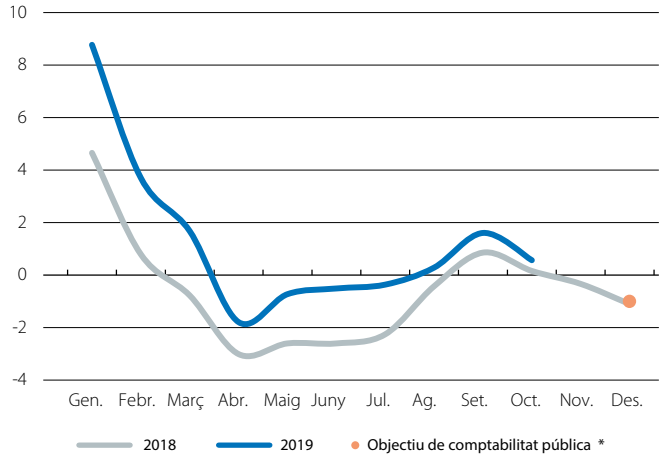
Mitjana anual (%)



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

Portugal: saldo de l'Estat

(% del PIB)



Nota: ** L'objectiu oficial (en termes de comptabilitat nacional) és del –0,1% del PIB el 2019.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la DGO i del Pressupost General de l'Estat 2020.*

Indicadors d'activitat i ocupació

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

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	09/19	10/19	11/19
Índex coincident d'activitat	3,4	2,5	2,0	2,1	2,2	2,1	2,0	2,0	...
Indústria									
Índex de producció industrial	4,0	0,1	–1,3	–3,7	–2,2	–4,2	–5,5	–2,4	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	2,1	0,8	–0,8	–1,4	–3,3	–3,7	–4,1	–4,2	–4,4
Construcció									
Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)*	16,6	19,1	19,1	20,8	15,7	11,8	11,8	...	...
Compravenda d'habitatges	20,5	16,8	9,4	7,6	–6,6	...	...	...	...
Preu de l'habitatge *(euro / m² - taxació)*	5,1	5,8	6,2	6,7	7,5	7,8	7,8	7,6	...
Serveis									
Turistes estrangers (*acum. 12 mesos*)	16,0	4,8	5,2	4,5	4,9	5,8	6,1	...	...
Indicador de confiança als serveis *(valor)*	13,3	14,1	13,0	15,3	14,2	11,5	9,9	10,4	11,4
Consum									
Vendes comerç al detall	4,1	4,2	5,2	4,3	5,9	4,5	3,9	3,5	...
Indicador coincident del consum privat	2,7	2,6	2,4	2,3	2,3	2,5	2,5	2,5	...
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–5,4	–4,6	–5,4	–8,3	–8,9	–7,6	–7,1	–7,2	–6,9
Mercat de treball									
Població ocupada	3,3	2,3	1,6	1,5	0,9	0,9	1,1	0,9	...
Taxa d'atur (*% de la població activa*)	8,9	7,0	6,7	6,8	6,3	6,1	6,5	6,5	...
PIB	**3,5**	**2,4**	**2,0**	**2,1**	**1,9**	**1,9**	**1,9**	...	...

Preus

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

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	09/19	10/19	11/19
General	1,4	1,0	0,8	0,8	0,5	–0,2	–0,1	0,0	0,3
Subjacent	1,1	0,7	0,5	0,8	0,6	0,1	0,2	0,3	0,6

Sector exterior

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

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	09/19	10/19	11/19
Comerç de béns									
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	10,0	5,1	5,1	5,8	3,3	2,2	2,2	...	...
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	13,7	8,2	8,2	9,2	8,3	8,0	8,0	...	...
Saldo corrent	**2,4**	**0,8**	**0,8**	**–1,1**	**–1,2**	–1,6	–1,6	**...**	**...**
Béns i serveis	2,9	1,6	1,6	0,1	–0,5	–1,1	–1,1	...	...
Rendes primàries i secundàries	–0,5	–0,8	–0,8	–1,2	–0,7	–0,5	–0,5	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**4,1**	**2,8**	**2,8**	**1,0**	**0,8**	**0,4**	**0,4**	**...**	**...**

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	09/19	10/19	11/19
Dipòsits [1]									
Dipòsits de llars i empreses	1,7	3,8	4,2	4,9	4,5	5,3	5,3	...	...
A la vista i estalvi	15,7	14,3	14,6	14,2	13,3	15,1	15,0	...	...
A termini i preavís	–5,8	–3,0	–3,1	–1,9	–2,3	–2,5	–2,6	...	...
Dipòsits d'AP	1,3	–1,9	–9,9	–11,6	–11,9	–17,1	–21,0	...	...
TOTAL	**1,6**	**3,5**	**3,4**	**4,1**	**3,6**	**4,1**	**3,7**	...	...
Saldo viu de crèdit [1]									
Sector privat	–4,0	–1,7	–1,8	–2,6	–1,9	–1,4	–1,5	...	...
Empreses no financeres	–6,5	–3,8	–4,5	–5,7	–3,8	–3,0	–3,2	...	...
Llars - habitatges	–3,1	–1,5	–1,3	–1,5	–1,4	...	...	...	...
Llars - altres finalitats	0,9	4,5	5,2	3,1	2,6	...	...	...	...
Administracions públiques	9,3	2,4	–11,6	–12,5	–8,1	–6,4	–7,1	...	...
TOTAL	**–3,5**	**–1,6**	**–2,3**	**–3,0**	**–2,1**	**–1,6**	**–1,7**	...	...
Taxa de morositat *(%)* [2]	**13,3**	**9,4**	**9,4**	**8,9**	**8,3**	**...**	...	...	...

Notes: *1. Dades agregades del sector bancari portugués i residents a Portugal. 2. Dada fi del període.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal, Banc de Portugal i Datastream.*

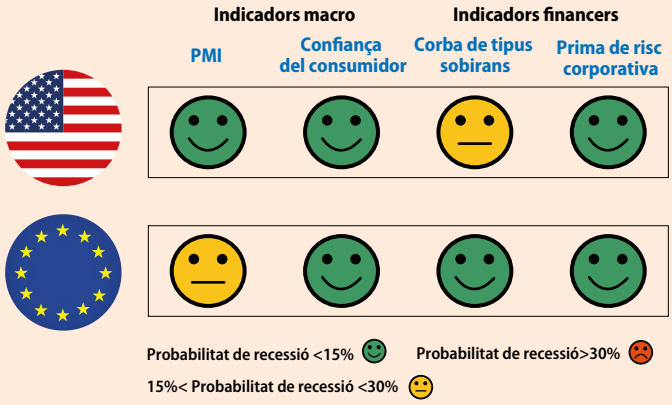
Perspectives globals 2020: desacceleració inevitable, recessió improbable

En aquesta era de la immediatesa i de la piulada compulsiva, el pessimisme (quan no l'alarma) campa a pler. Molts analistes i ciutadans ja donen per descomptat que arriba una crisi el 2020. Què hi ha de cert en aquesta agosarada afirmació? La recessió és inevitable? Amb aquest article obrim el ja clàssic Dossier de Perspectives de cada desembre presentant diversos exercicis i reflexions per oferir una mica de llum.

Desacceleració o recessió?

No convé enganyar-se: les principals economies del globus estan immerses en una desacceleració més intensa del que s'esperava i que continuarà el 2020. En concret, contemplem una desacceleració significativa als EUA (al voltant de 0,5 p. p. menys de creixement), una estabilització a la zona de l'euro en cotes modestes després de passar de créixer l'1,9% el 2018 a l'1,1% el 2019, i una senda de desacceleració gradual a la Xina, en nivells que se situaran clarament per sota del 6,0%. Així i tot, esperem que l'economia mundial creixi el 2020 una mica per damunt de la del 2019, esperonada per la millora de l'activitat en diverses economies emergents, com l'Índia, el Brasil, Turquia o Rússia.

Risc de recessió



Font: *CaixaBank Research, a partir d'un model probit.*

Parlar de recessió és tot un altre tema,[1] ja que comportaria un empitjorament substancial del nostre escenari de desacceleració a les principals economies. Per sortir de dubtes, analitzem la probabilitat de recessió el 2020 a la zona de l'euro i als EUA a partir de l'evolució de quatre indicadors de referència en la literatura, dos macroeconòmics (PMI de manufactures i confiança del consumidor) i dos de financers (corba de tipus i prima de risc corporativa).[2] Els resultats són relativament tranquil·litzadors, ja que la probabilitat de recessió que suggereixen és inferior al 15%, llevat de dos casos en què hi hauria alerta taronja (en cap cas vermella): **només la corba de tipus als EUA i el PMI de manufactures a la zona de l'euro presenten una probabilitat de recessió del 15% i del 30%** (vegeu el primer gràfic).

Per tant, podem concloure que, **avui dia, els riscos de recessió són relativament continguts**. Això no és obstacle per destacar que la desacceleració de l'economia global és una realitat palpable i més intensa del que esperàvem fa un any, quan les alertes taronges brillaven per la seva absència. Podem tancar el tema i, ja de pas, també l'article? En absolut. Factors d'abast global, com l'increment de la incertesa política i comercial, expliquen la desacceleració, de manera que nous *shocks* adversos ens podrien acostar a una situació més negativa. Per aquest motiu és clau avaluar la sensibilitat del creixement a aquests riscos, qüestió que analitzem a la següent secció.

Anàlisi dels principals riscos el 2020

En part, la desacceleració econòmica en què estem immersos és conseqüència de la major maduresa del cicle econòmic en què es troben les principals economies del món. Intuïtivament, quan la taxa d'atur se situa en mínims, com és el cas d'Alemanya o dels EUA, costa més expandir la producció, ja que és més complicat contractar nous treballadors. Aquesta fase més madura del cicle feia pensar en una desacceleració suau, en especial tenint en compte que les principals economies no presenten, en general, desequilibris macroeconòmics o financers significatius (l'excepció que crida més l'atenció és l'elevat deute corporatiu a la Xina). El problema és que s'han produït dos shocks adversos significatius sobre unes economies que ja es troben en desacceleració pel cicle: un ***shock* d'incertesa**, causat per la **guerra comercial** entre els EUA i la Xina i per l'augment de les tensions polítiques, i la **contracció de les manufactures**, especialment greu al sector de l'automòbil.

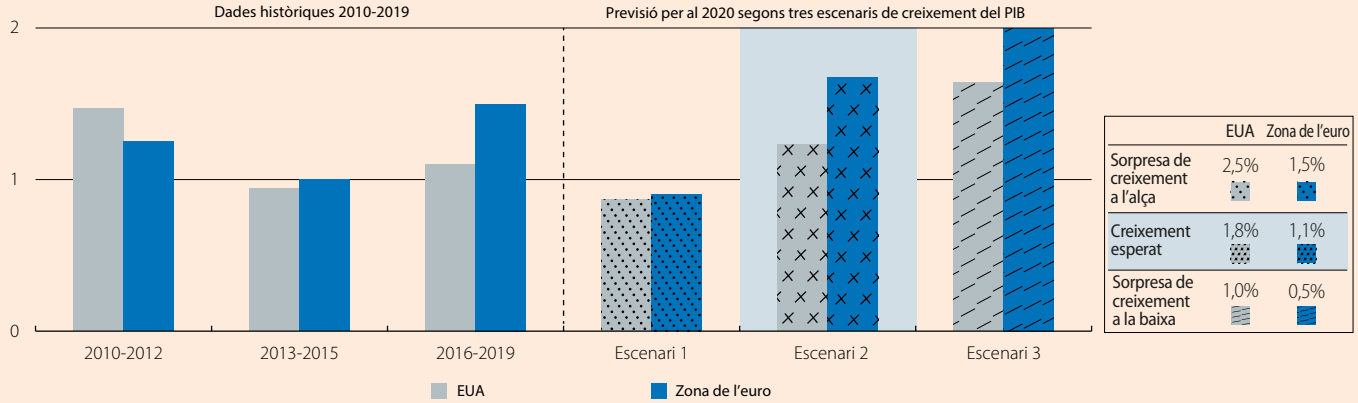
Com evolucionaran els riscos polítics i comercials el 2020? Per respondre aquesta pregunta, hem estimat, basant-nos en la relació històrica, la sensibilitat del creixement econòmic a canvis en l'índex d'incertesa política desenvolupat pels economistes Baker, Bloom i Davis, controlat per les principals variables macroeconòmiques tant als EUA com a la zona de l'euro. Els resultats, presentats al segon gràfic, mostren que el **nostre escenari de creixement és coherent amb una estabilització de la incertesa política en nivells relativament elevats**.

Així i tot, **als EUA, no és gens descartable un augment significatiu de la incertesa política pel nou cicle electoral**, la qual cosa, en el nostre exercici de sensibilitat, podria penalitzar el creixement una mica més de 5 dècimes. Les claus seran l'evolució del procés d'*impeachment* contra el president Donald Trump i el grau de polarització de les eleccions presidencials del novembre del 2020. En aquest sentit, un candidat o candidata demòcrata moderat podria abaixar els decibels de la campanya electoral, mentre

1. Es defineix, tècnicament, com dos trimestres seguits amb un creixement intertrimestral negatiu.
2. Utilitzem un model probit amb una variable dependent binària igual a 1 si el creixement intertrimestral és negatiu i a 0 si no ho és i estimem l'impacte de cada indicador sobre aquesta variable amb diferents horitzons temporals (a un trimestre vista, a dos trimestres vista...). Amb posterioritat, prediem les probabilitats de recessió el 2020 amb les dades més recents dels indicadors.

Índex d'incertesa política als EUA i a la zona de l'euro

Nivell



Nota: *L'índex d'incertesa política es divideix entre la seva mitjana per normalitzar-lo. Les dades del 2019 corresponen a la mitjana dels tres primers trimestres. Fem la regressió del creixement als EUA i a la zona de l'euro sobre l'índex d'incertesa i les principals variables macro i prediem el valor de l'índex corresponent al creixement que esperem el 2020. Tot seguit, utilitzem la relació negativa entre creixement i incertesa per estimar quant es desvia la incertesa de l'escenari esperat si el creixement sorprèn l'alça o a la baixa.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat, del BEA i de Baker, Bloom i Davis (2016).*

que un candidat o candidata més orientat cap a posicions heterodoxes podria generar una confrontació electoral més intensa, la qual podria implicar un augment de la incertesa.

A la zona de l'euro, les **nostres estimacions suggereixen que la incertesa política no augmentarà de manera dramàtica el 2020**. D'una banda, les probabilitats d'un *brexit* dur han disminuït de forma significativa (tot i que no han desaparegut), malgrat que les discussions per forjar el nou acord comercial entre el Regne Unit i la UE seran molt presents el 2020. De l'altra, el nou Govern de coalició a Itàlia té una voluntat més constructiva, i el nou any es presenta força buit electoralment parlant, ja que, en principi, no hi ha cites electorals de substància a nivell europeu.

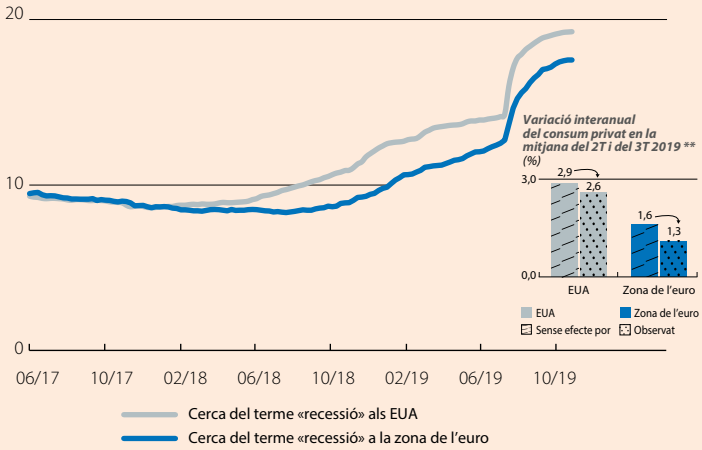
Por sobre la por

Com hem vist, el nostre escenari no contempla una recessió global. No obstant això, hi ha un factor que podria amplificar la desacceleració, i no l'hem de perdre de vista. Es tracta de l'anomenat *fear effect* (efecte por): si els riscos descrits i la manera de percebre'ls acaben afectant la confiança dels consumidors i el sentiment empresarial, llavors l'abast del *shock* d'incertesa podria ser més sever. Per evitar que es creï un efecte por, **és clau que les principals institucions econòmiques, i els economistes com a col·lectiu, facin una valoració ponderada de l'escenari** macroeconòmic i evitin caure en dramatismes infundats. En cas contrari, es podria contribuir a crear una situació de pessimisme que comporti reduccions del creixement superiors al que hauríem d'esperar.

En el cas de les empreses, ja hem vist que els indicadors de sentiment empresarial més recents al sector serveis se situen en cotes folgades, però una mica menys confortables. Pel que fa a les llars, hem estimat si s'està produint un efecte por que estigui erosionant el consum privat als EUA i a la zona de l'euro. Per aquest motiu, analitzem la part de la variació del consum no explicada ni pels fonaments macroeconòmics ni per la incertesa, la qual podria estar relacionada amb emocions com la por, el pessimisme o, en sentit contrari, l'excés de confiança. Els resultats, presentats al tercer gràfic, mostren que l'efecte por existeix i és relativament important tant als EUA com a la zona de l'euro.

Cerques del terme «recessió» a Google i impacte de l'efecte por en el consum privat

*Nivell (mitjana mòbil de 12 setmanes)**



Notes: ** Un valor de 100 indica la popularitat màxima d'un terme. Mitjana dels índexs de popularitat ponderada pels PIB d'Alemanya, de França, d'Espanya i de Portugal. ** Estimem el consum predit pels fonaments macroeconòmics i per la incertesa i el comparem amb el creixement predit per aquestes variables més l'efecte por (és a dir, incloem en la nova regressió el primer retard del residu de la regressió del creixement del consum sobre els fonaments i la incertesa política).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Google Trends.*

En definitiva, tot fa pensar que el 2020 serà un any caracteritzat per la continuïtat de la desacceleració econòmica a les principals economies. No obstant això, sembla improbable que caiguem en una recessió global (de fet, les nostres previsions apunten a un creixement mundial una mica superior al 3,0%). No obstant això, serà clau contenir el repunt de la incertesa comercial i política, que ja s'ha cobrat un peatge molt car, i donar una resposta de política econòmica que estigui a l'altura. En aquest sentit, el 2020 serà un any exigent, però, possiblement, les coses aniran millor del que indiquen alguns pessimistes.

Javier Garcia-Arenas

Quin marge de maniobra té la política econòmica?

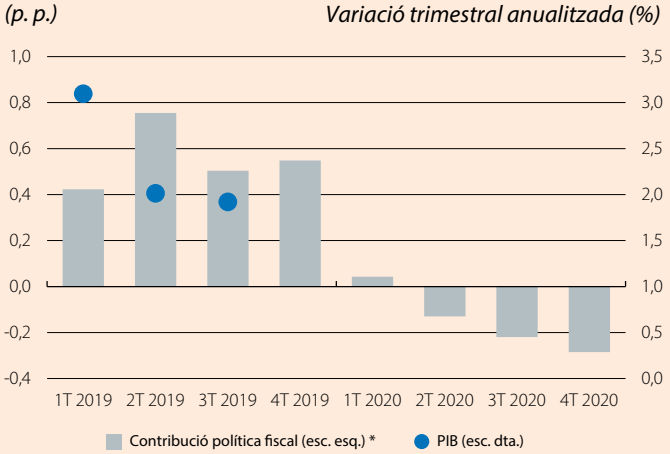
Després d'uns anys d'expansió, l'economia mundial s'ha desaccelerat en els últims trimestres i els riscos de recessió han començat a generar inquietud. Totes les mirades s'han centrat ara en com les polítiques monetària i fiscal podrien ajudar a impulsar l'economia. La política monetària ja ha mogut fitxa: la Fed ha retallat tres vegades els tipus d'interès i el BCE ha emès un nou paquet d'estímul.

Política monetària: encara *the only game in town?*

En l'última dècada, el gros de la responsabilitat per estabilitzar l'economia ha recaigut en els bancs centrals, fins al punt de popularitzar-se l'expressió *the only game in town* (l'única alternativa) per referir-se a la política monetària. No obstant això, **tant la intensitat de les turbulències viscudes des del 2008 com les fortes dinàmiques estructurals latents**[1] **han reduït el marge d'actuació futur dels bancs centrals**. Per exemple, el 2007, la Fed partia d'un tipus d'interès del 5,25% (que permetia 20 retallades de 25 p. b. abans de xocar amb el 0%). En canvi, en l'últim cicle de pujades de tipus (entre el 2015 i el 2018), la Fed només va aconseguir apujar els tipus fins al 2,50%.

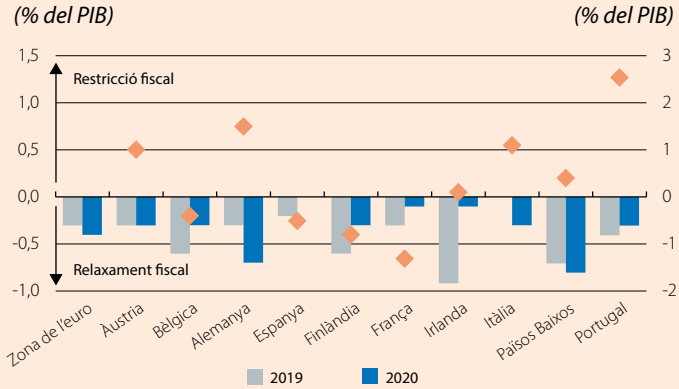
Malgrat el seu menor marge d'acció, **els bancs centrals ja han esgotat, el 2019, una bona part de l'espai disponible**. Així, als EUA, les tres retallades de 25 p. b. de la Fed han consumit un terç dels 225 p. b. del marge amb què comptava per reduir els tipus de referència. I, a Europa, el BCE es podria quedar sense capacitat de comprar més actius de deute públic cap al final del 2020 si es mantenen els límits actuals, que estableixen que no pot comprar més del 33% de cada emissió. D'altra banda, amb l'última retallada de tipus, el BCE es podria estar acostant a l'anomenada «cota de reversió»: el nivell en què una nova reducció dels tipus de referència tindria efectes contractius sobre l'economia (les estimacions la situen al voltant del –1,0%, una cota relativament propera al –0,50% en què es troba el tipus depo).[2] D'aquesta manera, aquesta proximitat mostra que el marge d'estímul de la política monetària és més limitat que en el passat.

EUA: contribució de la política fiscal al PIB



Nota: ** D'acord amb la metodologia del Hutchins Center, una contribució positiva indica que la política fiscal empeny el creixement del PIB per damunt del creixement potencial (i viceversa).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de les estimacions del Hutchins Center Fiscal Impact.*

*Zona de l'euro: posició de la política fiscal * i saldo estructural primari ***



Notes: ** La posició de la política fiscal (esc. esq., columnes) s'aproxima amb el canvi en el saldo fiscal estructural primari. ** Els rombes representen el saldo estructural primari previst per al 2020 (esc. dta.).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de l'avaluació de la Comissió Europea sobre l'esborrany dels Plans Pressupostaris 2020.*

A més a més, han augmentat les veus que alerten dels costos d'un període llarg de tipus negatius, fins al punt que, a Suècia, malgrat una reducció de les expectatives de creixement i d'inflació, el Riksbank ha decidit desfer la política de tipus negatius.[3]

Als EUA, a diferència de la zona de l'euro, **la Fed encara disposa d'un espai de 150 p. b. en els tipus de referència** i, en cas d'un deteriorament molt substancial de l'escenari, li quedaria el recurs de reactivar les compres d'actius. **No obstant això, els temors al fet que la política monetària s'estigui apropant als seus límits han ressonat amb força a la zona de l'euro** i s'han intensificat les crides perquè la política fiscal faci un pas endavant el 2020.

Els equilibris de la política fiscal

Als EUA, malgrat que **les estimacions presentades al primer gràfic suggereixen que la política fiscal limitarà una mica el creixement** (després d'haver-lo esperonat de manera substancial el 2018-2019), els indicadors assenyalen un funcionament raonablement favorable de l'activitat. A més a més, la Fed encara té marge de maniobra. Així mateix, davant la proximitat de les eleccions presidencials (novembre del 2020), l'Administració Trump podria renovar l'estímul fiscal en cas d'una desaceleració més intensa de l'economia.

A la zona de l'euro, d'altra banda, es preveu un cert impuls fiscal. Així, com ho recull el segon gràfic, en funció dels plans pressupostaris presentats a la Comissió Europea, el 2020, s'estima un impuls fiscal al conjunt de la zona de l'euro de 0,4 p. p. de PIB.[4]

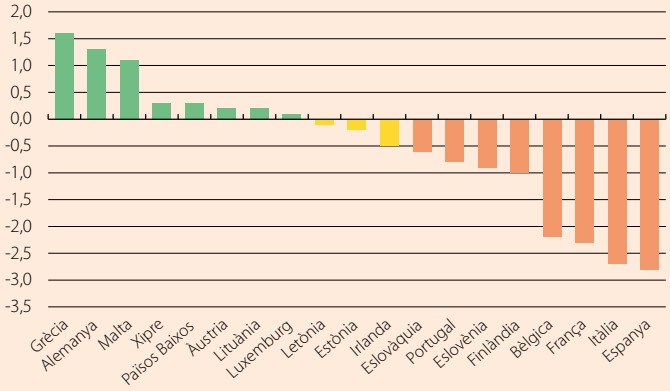
1. És a dir, la caiguda del tipus d'interès natural. Vegeu els diferents articles del Dossier «El futur de les condicions financeres: canvi de paradigma?», a l'IM02/2019.
2. Vegeu l'article «L'adéu de (Súper) Mario Draghi», a l'IM11/2019.
3. El Riksbank va incrementar els tipus del –0,50% al –0,25% al desembre del 2018 i, a l'octubre, va enviar un missatge clar de la intenció d'apujar-los fins al 0% al desembre del 2019. Tot plegat malgrat que el consens d'analistes ha revisat la previsió de creixement del PIB per al 2020 de l'1,8% a l'1,2% al llarg dels últims trimestres (i la d'inflació del 2,0% a l'1,7%).
4. Variació projectada en el saldo primari estructural entre el 2019 i el 2020 en funció de l'anàlisi de la Comissió Europea dels Plans Pressupostaris 2020.

Els principals propulsors són, essencialment, Alemanya (0,7 p. p.) i els Països Baixos (0,8 p. p.), mentre que, a Itàlia (0,3 p. p.) i a França (0,1 p. p.), s'estima un impuls més modest. A Espanya, s'espera una política fiscal relativament neutral.

Per estimar l'impacte d'aquest impuls fiscal, hem de tenir en compte com afecta la resta de components de l'economia. Ens proporcionen aquesta informació els anomenats «multiplicadors fiscals», que estimen l'efecte net que té un augment de la despesa pública sobre el PIB en conjunt. **D'acord amb el consens existent en la literatura, els multiplicadors de la despesa pública se situen entre el 0,6 i el 0,8,[5] de manera que els plans pressupostaris impulsarien el creixement en uns 0,3 p. p. el 2020**.

*Zona de l'euro: marge fiscal **

(% del PIB potencial)



Nota: ** Diferència entre el saldo fiscal estructural projectat pels Plans Pressupostaris 2020 i el saldo estructural objectiu a mitjà termini (MTBF).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de l'avaluació de la Comissió Europea sobre l'esborrany dels Plans Pressupostaris 2020.*

El tercer gràfic mostra que **la zona de l'euro té un marge de política fiscal limitat i distribuït de manera desigual**. En aquest context, els següents elements guanyen importància. En primer lloc, els **multiplicadors fiscals són superiors en un entorn de tipus d'interès baixos**, de manera que és possible que els multiplicadors de la zona de l'euro siguin superiors als comentats. Per exemple, amb dades per als EUA, Ramey i Zubairy (2018)[6] consideren que el multiplicador de la despesa pública augmenta fins a l'1,7 quan els tipus d'interès de referència es troben ancorats en el 0%.

D'altra banda, els estímuls fiscals generen externalitats que, en una unió com la zona de l'euro (és a dir, tipus de canvi fix i política monetària comuna), **es vehiculen, essencialment, pel canal comercial**. En concret, en funció dels multiplicadors estimats per Dabla-Norris *et al.* (2017)[7] que reproduïm al quart gràfic, l'impuls fiscal d'Alemanya o dels Països Baixos comentat més amunt podria afegir 0,1 p. p. al creixement de la perifèria de la zona de l'euro.

Zona de l'euro: multiplicadors fiscals i externalitats

Ràtio entre el canvi acumulat del PIB i el canvi acumulat de la despesa pública

		País d'origen de l'impuls					
		Alemanya	França	Països Baixos	Itàlia	Espanya	Portugal
País receptor de l'impuls	Alemanya	**0,71** (0,63-0,82)	0,22 (0,14-0,31)	0,21 (0,15-0,26)	0,11 (0,07-0,15)	0,08 (0,05-0,11)	0,06 (0,03-0,08)
	França	0,09 (0,06-0,12)	**0,53** (0,45-0,61)	0,07 (0,05-0,10)	0,06 (0,04-0,10)	0,04 (0,02-0,06)	0,03 (0,02-0,04)
	Països Baixos	0,17 (0,13-0,20)	0,14 (0,09-0,20)	**0,52** (0,46-0,58)	0,07 (0,04-0,10)	0,05 (0,03-0,07)	0,03 (0,01-0,05)
	Itàlia	0,13 (0,09-0,17)	0,16 (0,11-0,23)	0,11 (0,07-0,14)	**0,50** (0,46-0,54)	0,06 (0,04-0,09)	0,04 (0,02-0,06)
	Espanya	0,12 (0,08-0,16)	0,14 (0,10-0,20)	0,09 (0,06-0,13)	0,08 (0,05-0,11)	**0,31** (0,27-0,35)	0,06 (0,04-0,08)
	Portugal	0,12 (0,08-0,16)	0,15 (0,09-0,20)	0,08 (0,04-0,12)	0,07 (0,03-0,10)	0,07 (0,05-0,10)	**0,29** (0,25-0,33)

Nota: *Els elements de la diagonal (en blau) són els multiplicadors fiscals i la resta de valors mostren les externalitats als altres països. Les xifres entre parèntesis indiquen els intervals de confiança del 68%.*
Font: *Dabla-Norris, M. E.* et al. *(2017). «Fiscal Spillovers in the Euro Area: Letting the Data Speak». IMF Working Paper.*

La importància d'una política fiscal intel·ligent

Les causes de la desacceleració (en especial, la incertesa i la maduresa del cicle) generen dubtes sobre l'efectivitat de les polítiques fiscals clàssiques. Cal tenir en compte que els multiplicadors fiscals són superiors quan hi ha un ús baix de la capacitat productiva i són inferiors en economies amb un deute més elevat (per un tensionament potencial de les condicions financeres si es qüestiona la sostenibilitat del deute). No obstant això, a la zona de l'euro, el major espai fiscal es troba en economies amb un alt grau d'utilització dels recursos, mentre que les economies amb més atur tenen poc marge fiscal i un deute elevat.

La complexitat de l'entorn actual fa necessari afinar el disseny de la política fiscal. En aquest sentit, **un impuls inversor enfocat cap a les infraestructures, les noves tecnologies i la transició energètica tindria la virtut de proporcionar un impuls** fiscal en un context de desacceleració cíclica, **reduiria la incertesa** vinculada a les transformacions estructurals que afecten les principals economies **i impulsaria el creixement potencial**.

Tenint en compte tot això, què podem esperar? D'una banda, tot i que Alemanya i els Països Baixos tenen un marge fiscal considerable, tradicionalment els dos països han acabat implementant una política menys expansiva del que s'esperava. De l'altra, **la presència d'externalitats positives entre els països de la zona de l'euro i l'heterogeneïtat de l'espai fiscal posen en relleu la importància de potenciar una autoritat fiscal supranacional**, amb capacitat per implementar una política fiscal coordinada.[8] Serà la zona de l'euro capaç de dotar-se de capacitat fiscal abans de la propera recessió?

Adrià Morron Salmeron

5. Ramey, V. A. (2019), «Ten years after the financial crisis: What have we learned from the renaissance in fiscal research?», Journal of Economic Perspectives, 33(2), 89-114.
6. Ramey, V. A. i Zubairy, S. (2018), «Government spending multipliers in good times and in bad: evidence from U.S. historical data», Journal of Political Economy, 126(2), 850-901.
7. Dabla-Norris, M. E. *et al.* (2017), «Fiscal spillovers in the Euro Area: letting the data speak», International Monetary Fund.
8. El pressupost de la UE, que es discuteix per a l'horitzó 2021-2027, té una dimensió modesta: al voltant del 2% de la despesa pública total i de l'1% de la renda nacional bruta de la UE.

L'economia espanyola el 2020: no estem tan malament

El cap d'any s'acosta, i amb ell arriba el nostre exercici habitual de perspectives sobre el futur de l'economia al llarg de l'any vinent. Tal com veurem, preveiem que el 2020 serà un any de moderació del creixement que no anirà més enllà d'una transició cap a un estadi de creixement més suau després d'un llarg cicle de recuperació econòmica.

En els sis últims anys, l'economia espanyola ha transitat per un episodi de fort creixement econòmic que li ha permès recuperar, i, en el cas d'alguns indicadors, superar, els nivells d'activitat econòmica previs a la crisi.[1] No obstant això, ja el 2018, la recuperació econòmica va començar a perdre una mica de força, i aquesta tendència s'ha mantingut al llarg del 2019. En aquest sentit, el creixement del PIB va passar del 2,9% el 2017 al 2,4% el 2018, i tot fa pensar que l'economia tancarà el 2019 amb un creixement al voltant de l'1,9%-2,0%. Aquesta moderació ha vingut a través de dos canals: el menor impuls exterior i la moderació de la despesa de les llars. Fixem-nos breument en cada canal, ja que ens serà útil per entendre l'escenari que considerem de cara al 2020.

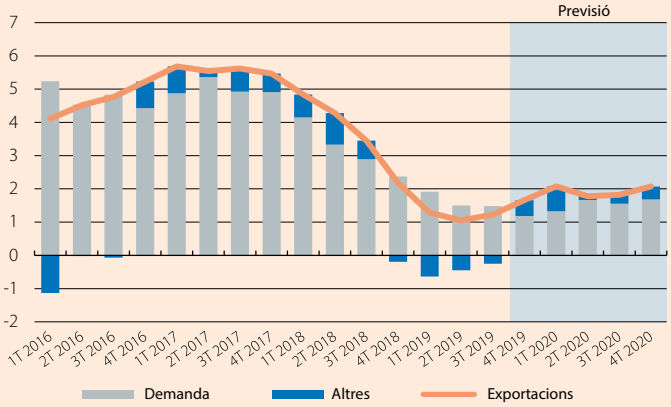
Les claus del 2020: sector exterior i consum

Pel que fa al sector exterior, al primer gràfic, mostrem el creixement interanual de les exportacions espanyoles en funció de la demanda exterior[2] i un residu que captura la variació restant.[3]

A simple vista, veiem que la desacceleració de la demanda exterior explica una gran part de l'alentiment del creixement de les exportacions. Quins factors expliquen aquest deteriorament de la demanda exterior? N'hi ha, com a mínim, dos: primer, al març del 2018, es va iniciar l'escalada de tensions comercials entre els EUA i la Xina i, segon, el 2018, també va començar una desacceleració gradual del creixement a la zona de l'euro.[4]

Espanya: desglossament de les exportacions

Contribució al creixement (p. p.)



Nota: *Aquesta descomposició es calcula mitjançant una regressió en primeres diferències estimada per mètodes quadrats ordinaris, incloent com a regressor una variable que captura la demanda exterior.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

El segon factor que ha contribuït a l'alentiment del ritme de creixement ha estat la moderació del consum privat: mentre que, el 2017, el consum creixia a un ritme del 3,0% anual, les últimes previsions (que incorporen dades per als tres primers trimestres de l'any) situen el creixement per al 2019 en l'1,2% anual. Mentre que, en un estadi inicial (entre el 4T 2017 i el 3T 2018), la desacceleració es va produir per una menor contribució dels béns no duradors,[5] en els últims trimestres, la moderació del creixement del consum s'explica pels béns duradors, que, actualment, tenen una contribució negativa. És probable que això sigui degut a una desacceleració de la despesa de les llars en vehicles:[6] davant un augment de la incertesa reguladora i del repte del canvi tecnològic (substitució de la tecnologia de combustió per tecnologia elèctrica), el consumidor pot haver decidit ajornar els plans de despesa fins que aquestes incògnites s'esvaeixin.[7] Si aquest fos el cas, a mesura que aquestes incògnites s'esvaeixin, la despesa en vehicles podria experimentar un efecte rebot, a causa del consum que s'ajorna en l'actualitat.

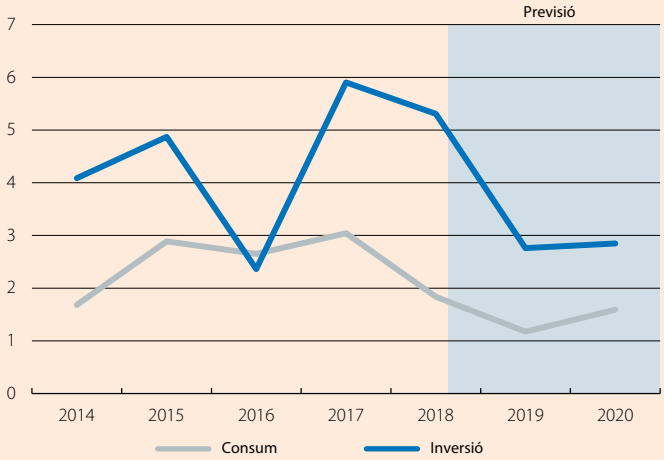
Així, doncs, què esperem per al 2020? Tot fa pensar que l'any vinent repetirà protagonistes. Tal com veiem al primer gràfic, en la mesura que s'espera que el creixement global, i, més particularment, el de la zona de l'euro, es mantingui contingut, **no preveiem que les exportacions repuntin amb força**, de manera que el sector exterior continuarà fent aportacions molt moderades al creixement. A més a més, l'entorn global es mantindrà com una font de risc. El *brexit*, les negociacions comercials entre els EUA i la Xina i les dificultats que travessa el sector automobilístic a nivell europeu són factors que encara disten d'haver-se solucionat.

1. Per exemple, en el 3T 2019, el PIB es va situar el 7% per damunt de la cota assolida el 2007.
2. Construïda com una mitjana ponderada de les importacions dels principals socis comercials d'Espanya.
3. Aquest component captura tot allò que no captura el component de la demanda exterior. Això pot incloure canvis en la competitivitat relativa de les exportacions espanyoles en relació amb la dels seus principals competidors.
4. El creixement interanual de la zona de l'euro, en el 4T 2018, va ser de l'1,2%, 1,8 p. p. menys que en el 4T 2017.
5. Analitzem les causes d'aquest comportament a l'article «Quo vadis, consum?», a l'IM11/2019.
6. Un indicador que suggereix aquesta possibilitat són les matriculacions de vehicles, que, en termes interanuals, han caigut una mitjana del 7,0% entre l'octubre del 2018 i el juliol del 2019.
7. La incertesa reguladora és deguda tant als dubtes sobre el *mix* impositiu que els governs implementaran sobre els vehicles com als dubtes sobre les possibles restriccions a la circulació dels vehicles de combustió.

D'altra banda, preveiem que **la demanda interna** moderarà el ritme de creixement, tot i que es mantindrà com el **principal motor de l'economia. Els ingressos de les famílies continuaran creixent a taxes notables**,[8] gràcies al repunt en el creixement dels salaris, que compensarà l'alentiment del creixement de l'ocupació. Aquesta bona evolució dels ingressos permetrà que el creixement del consum repunti lleugerament en relació amb els registres del 2019. Així i tot, com es pot veure al segon gràfic, aquest repunt serà limitat, i preveiem que les llars continuaran recomponent el matalàs d'estalvis com a resposta a unes perspectives macroeconòmiques una mica més modestes. Aquest augment de l'estalvi, malgrat que pesarà sobre el ritme de creixement de l'economia a curt termini, la dotarà d'una major resiliència de cara al futur. Finalment, preveiem que la inversió continuarà creixent, gràcies a les perspectives de la demanda interna, raonablement bones, i a l'entorn financer acomodatici, tot i que ho farà a ritmes més suaus, arran de les dificultats que travessa el sector manufacturer.[9]

Espanya: consum i inversió

Variació anual (%)



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

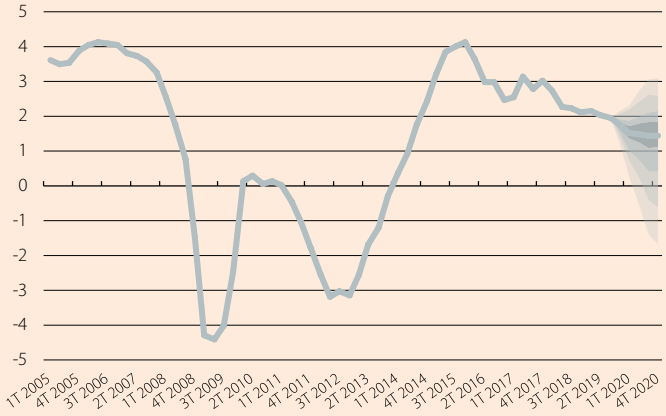
Tenint en compte tots els factors exposats, **preveiem que l'economia creixerà l'1,5% el 2020**, una taxa modesta en comparació amb la mitjana de creixement del 2,7% entre el 2014 i el 2018, però superior a la previsió de creixement de la zona de l'euro (al voltant de l'1,0%).

Hi haurà recessió?

Durant aquests últims mesos, en l'opinió pública s'ha anat formant un clima de preocupació sobre la possibilitat que una nova recessió pugui assolar l'economia espanyola en els propers trimestres.[10] En aquest sentit, cal reflexionar sobre si aquesta preocupació està justificada.

Espanya: PIB

Variació interanual (%)



Nota: *El grau de transparència de l'ombrejat és un indicador de la probabilitat de desviació en relació amb les previsions considerades. En aquest sentit, els colors més clars es tradueixen en una probabilitat d'ocurrència menor. A tall de referència, la banda més clara de la part baixa del gràfic correspon a una probabilitat d'ocurrència entre el 10% i el 20%.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

Amb la intenció d'aclarir una mica aquesta disjuntiva, utilitzem un model macroeconòmic que hem desenvolupat a CaixaBank Research.[11] Al tercer gràfic es mostra l'evolució del creixement del PIB que esperem fins al 4T 2020 i les desviacions en relació amb les nostres previsions si es produeixen *shocks* que modifiquin la trajectòria prevista del creixement. En aquest sentit, estimem que **la probabilitat que, el 2020, es materialitzi un *shock* negatiu prou intens perquè l'economia espanyola entri en una nova recessió és del 15%.**[12,13] Aquesta probabilitat, juntament amb l'evolució del PIB que esperem per al 2020, amb un creixement de l'1,5%, ens diu que Espanya es troba en un període de desacceleració coherent amb una fase més madura del cicle expansiu i amb un risc de recessió baix, la qual cosa ens hauria de tranquil·litzar una mica. I és que com es diu a vegades: *No estem tan malament!*

Oriol Carreras i Eduard Llorens i Jimeno

8. En termes nominals, esperem creixements al voltant del 4%. El creixement en el 2T 2019, última dada disponible, va ser del 4,5% en l'acumulat de quatre trimestres.
9. El sector pateix l'augment del proteccionisme a nivell internacional, el deteriorament de la demanda exterior i les dificultats idiosincràtiques que travessa el sector automobilístic.
10. Una prova d'això és que, actualment, la paraula «recessió» té la mateixa popularitat a Google que durant la crisi de l'euro.
11. Es tracta d'un model semiestructural d'equilibri general de l'economia espanyola, on la tendència a curt termini està determinada per la demanda agregada, mentre que, a llarg termini, la demanda i l'oferta agregades s'igualen.
12. Probabilitat que, entre el 4T 2019 i el 4T 2020, hi hagi, com a mínim, dos trimestres consecutius amb un creixement intertrimestral negatiu.
13. Una probabilitat del 15% implica un esdeveniment que succeeix, de mitjana, una vegada cada set anys. En aquest sentit, és més semblant a un episodi com el de la crisi *dotcom* (entre el 2000 i el 2002), que va generar una desacceleració intensa de l'economia nord-americana, però que va tenir un impacte global moderat, que a un episodi com el de la crisi financera, que té una probabilitat d'ocurrència molt inferior (per sota del 5%).

L'economia portuguesa el 2020: perspectives econòmiques positives, però més incertesa

Després de créixer una mitjana del 3,0% el 2017-2018, l'economia portuguesa ha moderat el creixement fins a cotes properes al 2,0% el 2019. L'entrada en una fase més madura del cicle i l'esvaïment de factors de suport temporals que han impulsat el creixement en els últims anys són els principals causants d'una expansió més moderada. Així i tot, aquest ritme és suficient per consolidar la recuperació de la convergència de Portugal amb la resta de la zona de l'euro sense generar desequilibris macrofinancers.

Per encarar el 2020, és necessari fer un breu repàs de l'any 2019. La demanda interna ha mantingut una aportació al creixement notable i similar a la del 2018 i s'ha continuat beneficiant de la bona marxa del consum privat, que, al seu torn, es basa en la solidesa del mercat laboral. No obstant això, és la inversió la que ha brillat amb llum pròpia el 2019, i la seva acceleració ha estat visible en tots els components: maquinària, transports i construcció. No obstant això, l'acceleració de la inversió ha contribuït a impulsar un creixement de les importacions superior al de les exportacions, de manera que l'aportació del sector exterior al creixement econòmic ha estat negativa (–1,2 p. p.). D'aquesta manera, el saldo de la balança per compte corrent i de capital va caure fins al 0,2% del PIB.

Portugal: quadre macroeconòmic
Variació interanual (%)

	2018	2019	2020	2021
PIB real	2,4	1,9	1,7	1,6
Consum privat	3,1	2,2	1,9	1,7
Consum públic	0,9	0,5	0,2	0,2
Formació bruta de capital fix	5,8	7,4	4,4	4,4
Exportacions	3,9	2,5	2,3	2,6
Importacions	5,9	5,2	3,7	3,3
Demanda interna (contrib.)	3,1	2,8	2,1	2,0
Demanda externa (contrib.)	–0,8	–1,2	–0,6	–0,3
Variació d'existències (contrib.)	0,1	0,3	0,3	0,0

Font: *CaixaBank Research.*

Què es pot esperar per al 2020?

En primer lloc, **el 2020 estarà marcat per la prolongació dels factors d'incertesa globals** (tensions comercials, *brexit*, conflictes geopolítics...) ja presents el 2019. Aquests factors afectaran, sobretot, el sector exportador, que mantindrà un ritme de creixement moderat, i la inversió, en la mesura que tant l'augment de la incertesa com les disrupcions que s'estan produint al sector de l'automòbil podrien comportar l'ajornament de decisions d'inversió. No obstant això, preveiem que la desacceleració del creixement serà relativament moderada, gràcies, en part, al fet que les **polítiques acomodatícies del BCE** facilitaran el procés de despalanquejament dels sectors públic i privat i donaran suport a uns costos de finançament més baixos. A més a més, si la desacceleració fos superior a l'esperada, hi hauria un cert marge per dur a termes polítiques fiscals lleugerament expansives que n'esmorteïssin els efectes.[1]

Així, **esperem que l'economia avanci l'1,7% el 2020**, 2 dècimes menys que el 2019. **La demanda interna i les exportacions seran els grans motors del creixement**, tot i que la seva aportació serà una mica inferior a la dels últims anys.

La demanda interna es veurà afectada pel menor creixement del consum privat i de la inversió. En el cas del consum, el 2020, es notarà encara més que les llars ja s'han posat gairebé al dia amb les decisions de despesa ajornades en els anys de crisis i d'alentiment del creixement de l'ocupació. A tot plegat s'afegeix una taxa d'estalvi en mínims històrics, la qual cosa dificultarà la realització de compres de quanties elevades. Al seu torn, la inversió es moderarà de manera significativa, ja que moltes empreses, en un entorn global més incert i amb una demanda externa menor, ajornaran les decisions d'inversió. No obstant això, la recepció de fons comunitaris, la fermesa de la inversió residencial i uns costos de finançament baixos continuaran donant suport a un creixement de la inversió per damunt del 4,0%.

Com evolucionaran les exportacions?

En el context actual, l'evolució de les exportacions és el component que genera més incertesa, de manera que paga la pena fer una anàlisi més detallada de les seves perspectives, en especial si tenim en compte el seu paper preponderant en la recuperació de l'economia portuguesa en els últims anys.

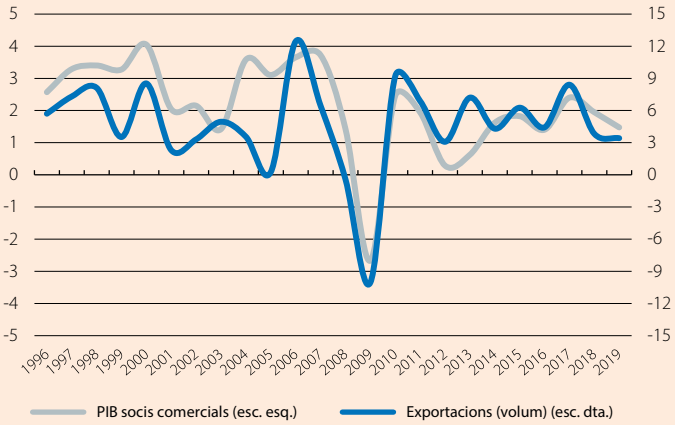
En particular, analitzem la relació entre les exportacions de béns i serveis portugueses i el creixement dels seus principals socis comercials. Al segon gràfic, podem veure que **el creixement de les exportacions es va començar a reduir coincidint amb la**

1. Així mateix, l'increment dels salaris dels funcionaris ja aprovat pot tenir efectes positius sobre el consum de les llars el 2020.

desacceleració del creixement dels principals socis i que ha seguit una evolució similar. Quan analitzem la relació estadística de les dues variables, obtenim que un descens d'1 p. p. del creixement econòmic dels principals socis comercials té un impacte negatiu de 2 p. p. en el creixement de les exportacions. D'aquesta manera, si tenim en compte que les nostres previsions anticipen que, el 2020, els principals socis comercials de Portugal[2] creixeran 0,1 p. p. menys que el 2019, el creixement de les exportacions es podria reduir en 0,2 p. p., una xifra relativament modesta.

Portugal: exportacions i PIB dels socis comercials

Variació interanual (%)



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

Més enllà d'aquestes estimacions, hi ha focus de risc importants que podrien erosionar el sector exterior més del que s'esperava. En primer lloc, caldrà veure l'impacte del *brexit*, un factor important en la mesura que les exportacions cap al Regne Unit (el quart soci comercial de Portugal) representen el 4,3% del PIB portuguès. I, en segon lloc, fins a quin punt la producció i l'exportació d'automòbils es poden veure perjudicades per l'ajornament de decisions de compra de cotxes en un entorn caracteritzat per les profundes transformacions estructurals del sector i per la incertesa reguladora.

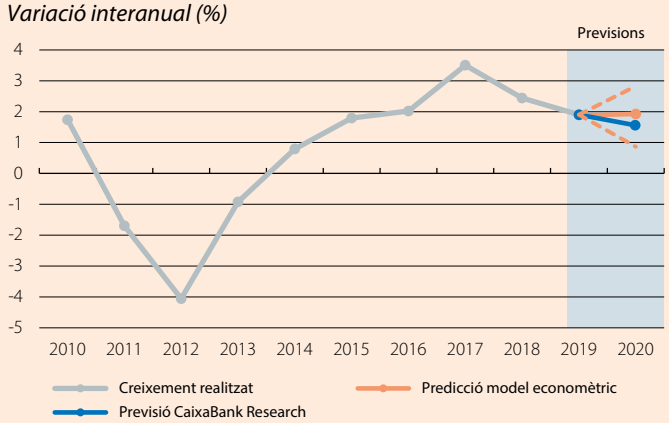
Malgrat els riscos subratllats, un element que cal tenir present és que el contingut importador de les exportacions portugueses és elevat (1 euro exportat es tradueix en un augment de 44 cèntims en les importacions), de manera que la desacceleració de les exportacions implicaria que les importacions també registressin creixements més moderats i mitiguessin l'efecte negatiu de la demanda externa sobre el creixement.

Serà un bon any?

Després d'aquesta visió de conjunt més qualitativa, acabem l'article amb una anàlisi quantitativa. Per aquest motiu, fem un petit model de predicció del creixement del PIB el 2020 a partir dels registres esperats dels indicadors de confiança dels consumidors i dels indicadors de confiança a la indústria i als serveis de l'INE.[3] En aquest sentit, l'exercici de predicció presenta un creixement del PIB el 2020 de l'1,8%, molt semblant a la nostra previsió (l'1,7%). A més a més, **estimem que la probabilitat que el creixement sigui superior a l'1,5% és del 72%**, mentre que la probabilitat que el creixement sigui menor al 0,6% (el 0,6% correspondria a un creixement intertrimestral nul en els quatre trimestres de l'any) és inferior al 5%.

Portugal: PIB

Variació interanual (%)



Nota: *La predicció del model econòmètric s'obté a partir d'una regressió del creixement sobre els índexs de confiança del consumidor i de sentiment empresarial de manufactures i de serveis de l'INE de Portugal (R^2 del 91%). Estimem els valors de les variables independents el 2020 amb un AR(1) i després prediem el creixement del 2020. Les línies discontínues mostren els intervals de confiança al 90%.*
Font: *CaixaBank Research.*

En definitiva, **l'economia portuguesa es troba en una fase força més resilient que en episodis anteriors d'alentiment global**, ja que té uns fonaments molt més sòlids, gràcies al reforç de la competitivitat, a la reducció d'importants desequilibris (i aquí cal fer un esment especial a la reducció del deute privat) i a les reformes estructurals implementades en els últims anys.

Daniel Belo i Teresa Gil Pinheiro

2. El 86% de les exportacions de béns i serveis es destinen a 20 països diferents, entre els quals destaquen, per ordre d'importància, Espanya (~20%), França (~13%), Alemanya (~11%), el Regne Unit (~10%) i els EUA (~5%). Angola i el Brasil se situen en 8è i en 9è lloc, respectivament, amb quotes inferiors al 3%, i la Xina se situa en 15è lloc, només amb l'1% de quota.

3. Prediem els valors d'aquests indicadors el 2020 amb un AR(1) i, d'acord amb ells, fem una predicció del creixement el 2020. Regressem el creixement del PIB sobre els indicadors de confiança dels consumidors i de les empreses. La principal especificació és $Creixement\ PIB_t = \beta_0 + \beta_1 * Confiança\ Consumidor_t + \gamma * Confiança\ Manufactures_t + \alpha * Confiança\ Serveis + \varepsilon_t$, amb dades anuals que comencen l'any 2002.

Mitjançant els nostres estudis, vam contribuir a 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:

Frenar el canvi climàtic: ara o mai

El canvi climàtic és un desafiament enorme. Quins són els costos i les conseqüències de no frenar-lo? Quines accions i polítiques podem emprendre? Analitzem aquestes qüestions i el paper que pot jugar el sector financer en el camí cap a una economia més verda.

El sentit i la sensibilitat dels missatges del BCE

La comunicació és una de les eines més potents de la política monetària. Per aquest motiu, presentem l'Índex CaixaBank Research de sentiment, amb el qual mesurem l'optimisme i el pessimisme del BCE sobre l'entorn econòmic.

L'adéu de (Súper) Mario Draghi

A l'octubre, va acabar el mandat de Mario Draghi, el president més carismàtic del BCE. Repassem el paper clau que va jugar per salvar l'euro i per estabilitzar la zona de l'euro, així com els reptes que encara la nova presidenta, Christine Lagarde.

Quo vadis, consum?

El consum de les llars espanyoles s'ha desaccelerat en els últims trimestres. Per què? Disseccionem la resposta i descobrim el paper que juga la incertesa.

Informe sectorial immobiliari

Situació i perspectives del sector immobiliari espanyol per al primer semestre de 2020, amb una anàlisi basada en els principals indicadors i el *big data*.

Informe sectorial agroalimentari

Presentem el primer informe sectorial dedicat al sector agroalimentari espanyol, en el qual repassem la situació i les perspectives del sector i analitzem el paper del mercat exterior i la seva estructura productiva.

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

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