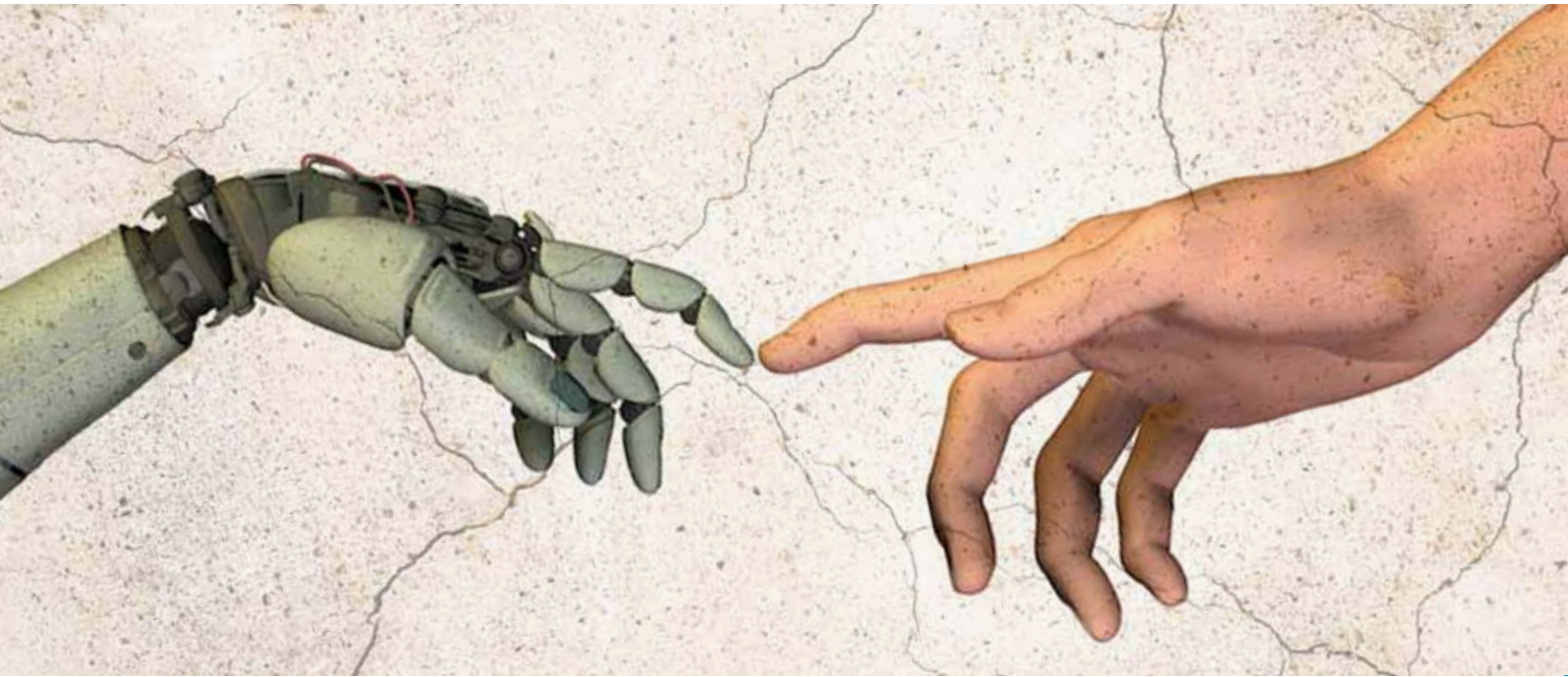


IM02

INFORME MENSUAL

NÚMERO 420 | FEBRER 2018



ENTORN ECONÒMIC I FINANCER

MERCATS FINANCERS

Producció de shale: el final de l'edat d'or?

ECONOMIA INTERNACIONAL

El creixement econòmic de la Xina sota la lupa: passat, present i futur

UNIÓ EUROPEA

Itàlia: piano piano non si va lontano

ECONOMIA ESPANYOLA

Evolució salarial i subocupació al mercat laboral espanyol

DOSSIER: CANVI TECNOLÒGIC I PRODUCTIVITAT

Revolució tecnològica i desacceleració de la productivitat

Per què creix menys la productivitat?

Escrivint el futur: el canvi de paradigma tecnològic i la nova economia

INFORME MENSUAL

Febrer 2018

CaixaBank, S.A.

Planificació Estratègica i Estudis

Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6

08028 BARCELONA

www.caixabankresearch.comresearch@caixabank.com

Data de tancament d'aquesta edició:

31 de gener de 2018

Enric FernándezDirector Corporatiu de Planificació
Estratègica i Estudis**Oriol Aspachs**Director de Macroeconomia
i Mercats Financers**Estel Martín**

Directora d'Estratègia Bancària

ÍNDEX**1 EDITORIAL****3 RESUM EXECUTIU****4 PREVISIONS****6 MERCATS FINANCERS**9 *Producció de shale: el final de l'edat d'or?***11 ECONOMIA INTERNACIONAL**14 *Cicle expansiu als emergents: quelcom nou, quelcom vell
i quelcom prestat*15 *El creixement econòmic de la Xina sota la lupa: passat,
present i futur***18 UNIÓ EUROPEA**21 *La inflació i els seus determinants: una mesura de la nostra
ignorància*22 *Itàlia: piano piano non si va lontano***24 ECONOMIA ESPANYOLA**27 *Tensions a la Seguretat Social*28 *Evolució salarial i subocupació al mercat laboral espanyol*29 *L'efecte positiu de les exportacions sobre la creació d'ocupació***32 DOSSIER: CANVI TECNOLÒGIC I PRODUCTIVITAT**32 *Revolució tecnològica i desacceleració de la productivitat*
Clàudia Canals34 *Per què creix menys la productivitat?*
Oriol Carreras Baquer i Adrià Morron Salmeron38 *Escrivint el futur: el canvi de paradigma tecnològic
i la nova economia*
Javier Garcia-Arenas

Canvi tecnològic i creixement econòmic: a noves preguntes, noves respostes

Hi ha pocs temes en què existeixi un ampli consens entre els economistes. Un d'aquests temes és que, perquè millorin els estàndards de vida, és imprescindible un ritme de creixement sostingut de la productivitat. Amb aquesta màxima com a guia, es podria pensar que els espectaculars avanços tecnològics que estan tenint lloc ens situen en una època immillorable perquè la productivitat continuï creixent amb força. Això, sense cap mena de dubte, ens hauria de permetre mirar el futur amb optimisme.

No obstant això, el creixement de la productivitat ha disminuït de manera significativa. Aquest fenomen no és puntual ni es concentra en alguns països, sinó que es ve observant de manera sostinguda a les principals economies, tant avançades com emergents. Un exemple val més que mil paraules: als EUA, si el creixement de la productivitat laboral dels quatre últims anys hagués estat el del període 1996-2007, en l'actualitat, el poder adquisitiu dels seus ciutadans seria el 8% més alt del que és.

El fenomen preocupa i ocupa economistes i agents responsables de dissenyar la política econòmica. No obstant això, les receptes que se solen oferir es poden resumir en un «fa falta més educació i més inversió». Aquesta fórmula era vàlida fa dècades, en especial en l'era industrial, però, avui dia, la seva efectivitat no està garantida.

Com s'apunta als articles del Dossier, les feines estan canviant ràpidament i, de retruc, també ho estan fent les habilitats necessàries per treure el màxim profit de les noves tecnologies. És imprescindible que el sistema educatiu s'adapti a aquests canvis. No n'hi ha prou amb més educació. La naturalesa de la inversió que fan la majoria d'empreses avui dia també té poc a veure amb la que es duia a terme fa unes dècades. Als EUA, la inversió en actius intangibles, com disseny de productes o *software*, és ja clarament superior a la inversió en actius tangibles, com edificis o maquinària. Malgrat això, la majoria de programes d'impuls de la inversió es focalitzen en el concepte clàssic d'inversió.

Adaptar-se a aquests canvis és imprescindible i, segurament, inevitable. Però, si s'actua tard o de manera reactiva, difícilment es podrà treure el màxim profit de les noves tecnologies. No n'hi ha prou amb reformular les receptes clàssiques. Parafraçant Mario Benedetti, «cuando creíamos que teníamos todas las respuestas, de pronto, nos han cambiado todas las preguntas».

L'anomenada Quarta Revolució Industrial ja està transformant de manera profunda tant l'estructura productiva de l'economia com el procés de difusió tecnològica. Les economies del futur seran les que disposin del marc més adequat per donar resposta a aquestes noves tendències.

Així, les referències que s'utilitzen normalment per definir les accions de política econòmica, com la dimensió empresarial o el sector, haurien d'incorporar nous paràmetres que capturin millor l'essència de l'activitat que realitzen les noves empreses. Noti's que cada vegada hi ha més empreses difícilment classificables en un sector específic. Amazon o Google són els exemples de referència, però la llista és enorme i creixent. Naturalment, la regulació que defineix el marc competitiu de les empreses, i en especial la regulació del mercat laboral, també hauria de ser part essencial de la nova agenda de política econòmica.

Pel que fa a la difusió tecnològica, es constata la convivència d'un selecte grup d'empreses molt productives amb un sector empresarial molt més endarrerit que no utilitza les millores tecnològiques al seu abast. Actuar sobre aquest segon grup té un potencial enorme, tant per la seva dimensió com pel marge de creixement que té. Iniciatives que permetin a les empreses adquirir un millor coneixement de l'evolució del seu sector –o d'un grup d'empreses de referència– en temps real, utilitzant tota la informació disponible, poden exercir d'esperó perquè adoptin les millors pràctiques.

Podrem mirar el futur amb optimisme si acceptem que les preguntes han canviat i que som capaços d'oferir noves respostes.

Oriol Aspachs

Director de Macroeconomia i Mercats Financers

31 de gener de 2018

CRONOLOGIA

GENER 2018

- 19 L'agència de qualificació Fitch millora la nota creditícia d'Espanya, de BBB+ a A-.
- 31 L'Autoritat Bancària Europea (EBA) posa en marxa el test d'estrès de la banca europea per al període 2018-2020.

DESEMBRE 2017

- 13 La Fed augmenta el tipus oficial en 25 p. b. i el situa en l'interval 1,25%-1,50%.
- 15 L'agència de qualificacions Fitch apuja el *rating* de Portugal a grau d'inversió (BBB).
El Consell Europeu ratifica l'acord assolit amb el Regne Unit sobre els termes de separació del *brexit*.
- 20 S'aprova la reforma fiscal als EUA.

NOVEMBRE 2017

- 2 El Banc d'Anglaterra apuja el tipus d'interès de referència en 25 p. b. fins al 0,50%.
Jerome Powell és nomenat nou president de la Reserva Federal dels EUA en substitució de Janet Yellen.
- 30 L'OPEP anuncia una pròrroga de les retallades de producció fins al final de l'any 2018, nou mesos més del que s'havia acordat inicialment.

OCTUBRE 2017

- 22 Shinzō Abe és ratificat com a primer ministre del Japó.
- 24 El XIXè Congrés del Partit Comunista de la Xina reelegix Xi Jinping com a secretari general per a un segon mandat de cinc anys.
- 26 El BCE anuncia la seva intenció de reduir el volum de compres d'actius (QE). En concret, a partir del gener i fins al setembre del 2018, el BCE rebaixarà les adquisicions mensuals de 60.000 a 30.000 milions d'euros.

SETEMBRE 2017

- 15 Standard & Poor's millora el *rating* sobirà de Portugal de BB+ a BBB- i el situa dins el grau d'inversió.
- 20 La Fed anuncia que, a l'octubre, començarà a reduir el seu balanç. Inicialment, es deixaran de reinvertir venciments per valor de 6.000 milions de dòlars en deute públic i 4.000 en deute i en bons de titulització hipotecària, xifres que augmentaran de forma gradual en els propers trimestres.
- 21 Standard & Poor's rebaixa el *rating* sobirà de la Xina d'AA- a A+.
- 25 Angela Merkel guanya les eleccions generals d'Alemanya.

AGENDA

FEBRER 2018

- 2 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (gener).
- 8 Índex de producció industrial (desembre).
- 14 PIB del Japó (4T).
- 19 Crèdits, dipòsits i taxa de morositat (desembre).
- 20 Comerç exterior (desembre).
- 27 Avanç de l'IPC (febrer).
Índex de sentiment econòmic de la zona de l'euro (febrer).
- 28 Balança de pagaments (desembre).

MARÇ 2018

- 1 Comptabilitat nacional trimestral (4T).
- 2 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (febrer).
- 8 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- 9 Índex de producció industrial (gener).
- 16 Enquesta trimestral de cost laboral (4T).
- 19 Crèdits, dipòsits i taxa de morositat (4T).
- 20-21 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- 21 Comerç exterior (gener).
- 22 Consell Europeu.
- 26 Balança de pagaments (4T).
Posició d'inversió internacional neta (4T).
- 27 Avanç de l'IPC (març).
Índex de sentiment econòmic de la zona de l'euro (març).
- 28 Balança de pagaments (gener).
Taxa d'estalvi de les Illes (4T).

L'any comença amb unes perspectives favorables

L'economia global encara l'any amb optimisme. El continu degoteig de dades macroeconòmiques favorables confirma la millora de l'activitat mundial en el tram final del 2017 i al començament del 2018. D'aquesta manera, guanya fermesa l'escenari de CaixaBank Research, que, per a enguany, preveu una acceleració del creixement del PIB global de 0,2 p. p., fins al 3,9%. Aquesta dinàmica tindrà el suport, d'una banda, del bon funcionament de les economies emergents, que, més enllà dels factors idiosincràtics de cada país, es continuen beneficiant d'unes condicions financeres favorables i del cicle a l'alça de les primeres matèries, i, de l'altra, de les bones perspectives de creixement de les economies desenvolupades. En aquest sentit, les últimes dades sobre l'economia nord-americana confirmen la seva bona marxa. El creixement intertrimestral del PIB dels EUA, per exemple, es va situar en el 0,6% en el 4T 2017, i tot fa pensar que aquesta tendència tindrà continuïtat al llarg del 2018, amb el suport, entre altres elements, de la reforma fiscal impulsada per Trump.

Així i tot, els riscos continuen sent elevats. En aquest sentit, continuem destacant l'elevat creixement del deute global, en particular en algunes economies emergents, i la complaença que ha generat l'entorn de tipus d'interès baixos, que pot haver alimentat el procés de formació d'algunes bombolles financeres. Així, és probable que, a mesura que la inflació vagi consolidant la tendència a l'alça a les principals economies desenvolupades, els tipus d'interès també vagin augmentant. Aquest fenomen és especialment rellevant als EUA, on és probable que això produeixi episodis de correccions als mercats financers com els viscuts recentment. També cal destacar el repunt del preu del petroli, que, si s'intensifica, podria acabar reduint el creixement de l'activitat mundial.

Europa sorprèn a l'alça. El canvi de marxa en el ritme de creixement experimentat per la zona de l'euro durant el 2017 augura un bon 2018. A més a més, els factors de suport amb què compta l'economia europea, com la millora de la confiança en la capacitat de creixement, limitada fins fa poc per la incertesa política, l'acceleració del creixement global i la política monetària acomodaticia del BCE, es mantindran actius al llarg del 2018. Per tant, la previsió actual de creixement de CaixaBank Research per al 2018, del 2,2%, presenta clars riscos a l'alça.

El BCE segueix el guió previst, però genera debat. La millora de les perspectives econòmiques i la recent apreciació de l'euro havien generat una certa expectació sobre com es posicionaria el BCE. No obstant això, en la seva últi-

ma reunió, Mario Draghi va reiterar el missatge dels últims mesos, és a dir, que es mantindrà l'actual ritme de compres netes d'actius, com a mínim, fins al setembre del 2018 i, no més llavors, i deixant un marge significatiu de temps, procedirà a apujar tipus de forma molt gradual. La clau d'aquest escenari és la previsió de la inflació. Malgrat la millora econòmica, el BCE continua emfatitzant que la recuperació de la inflació és molt gradual i que, per tant, segons el BCE, el procés de normalització monetària també ha de ser-ho.

Els factors polítics continuen sent la principal font d'incertesa a la zona de l'euro. En primer lloc, destaquen les eleccions del 4 de març a Itàlia, de les quals s'espera que emergeixi un parlament molt fragmentat i un Govern amb escàs marge de maniobra. En segon lloc, malgrat que l'assoliment d'un acord sobre la primera fase de les negociacions ha augmentat la probabilitat d'un *brexit* suau, és probable que, durant la segona fase de les negociacions, es tornin a produir episodis de tensió entre el Regne Unit i la UE. No obstant això, creiem que la probabilitat d'una sortida desordenada del Regne Unit és molt baixa i que el procés culminarà amb un acord sobre un període de transició entre els dos blocs. Finalment, a Alemanya, les negociacions per formar govern entre conservadors i socialdemòcrates, si arriben a bon port, podrien comportar un cert impuls per al projecte europeu.

Les millores en l'escenari macroeconòmic d'Espanya i de Portugal són premiades pels mercats. Després de la publicació de l'avanç del creixement del PIB del 4T 2017 (el 0,7%), es confirma que Espanya va créixer el 3,1% el 2017. Així, l'economia acumula tres anys consecutius de creixement per damunt del 3% i supera, de manera sostinguda, la majoria d'economies desenvolupades. Per al 2018, preveiem un lleuger alentiment del creixement, a causa d'una menor embranzida dels vents de cua (pujada del preu del petroli i finalització del procés de compressió de tipus d'interès). Així i tot, el caràcter més equilibrat d'aquesta nova etapa (creixement compaginat amb superàvits en el compte corrent, amb ajustos del dèficit públic i amb despallanquejament del sector privat) té la seva recompensa, de manera que la notable disminució de la prima de risc, que se situa ja entre els 70 i els 80 p. b., n'és un bon exemple. Pel que fa a Portugal, les bones dades d'activitat del final del 2017 suggereixen que l'economia continuarà creixent per damunt del 2% durant el 2018. Arran d'aquestes bones perspectives, d'una dinàmica més favorable del deute públic i dels avanços realitzats en el procés de reestructuració de la banca, Fitch va millorar el *rating* del país de BBB a BB+.

PREVISIONS

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

Economia internacional

	2016	2017	2018	2019	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018
CREIXEMENT DEL PIB										
Mundial	3,2	3,7	3,9	3,8	3,7	3,9	3,8	4,0	3,9	3,8
Països desenvolupats	1,7	2,3	2,3	1,9	2,3	2,5	2,5	2,5	2,3	2,1
Estats Units	1,5	2,3	2,5	2,0	2,2	2,3	2,5	2,8	2,6	2,4
Zona de l'euro	1,8	2,5	2,2	1,7	2,4	2,8	2,7	2,6	2,3	2,1
Alemanya	1,9	2,6	2,3	1,8	2,3	2,8	3,0	2,7	2,5	2,2
França	1,1	1,9	2,3	2,0	1,9	2,3	2,4	2,4	2,3	2,3
Itàlia	1,1	1,6	1,3	1,0	1,5	1,7	1,7	1,4	1,3	1,2
Portugal	1,5	2,7	2,3	2,2	3,0	2,5	2,4	2,3	2,3	2,3
Espanya	3,3	3,1	2,4	2,3	3,1	3,1	3,1	2,8	2,5	2,3
Japó	0,9	1,7	1,3	1,0	1,7	2,1	1,7	1,7	1,2	0,9
Regne Unit	1,9	1,8	1,5	1,9	1,9	1,7	1,5	1,5	1,5	1,5
Països emergents	4,4	4,7	4,9	5,0	4,6	4,8	4,8	5,0	4,9	4,9
Xina	6,7	6,9	6,5	6,3	6,9	6,8	6,8	6,6	6,5	6,4
Índia	7,9	6,3	7,3	7,5	5,7	6,3	7,0	7,0	7,2	7,4
Indonèsia	5,0	5,1	5,5	5,6	5,0	5,1	5,3	5,5	5,5	5,5
Brasil	-3,5	0,9	2,3	2,7	0,4	1,4	1,8	1,6	2,3	2,5
Mèxic	2,9	2,1	2,2	2,4	1,9	1,5	1,8	1,9	2,2	2,3
Xile	1,6	1,4	2,6	3,0	1,0	2,2	2,2	2,5	2,6	2,6
Rússia	-0,3	1,7	1,8	2,1	2,5	1,8	2,0	1,9	1,8	1,6
Turquia	3,2	6,5	3,7	3,6	5,4	11,1	4,3	4,5	4,0	3,3
Polònia	2,9	4,5	3,4	2,9	4,3	5,2	4,1	3,8	3,7	3,1
Sud-àfrica	0,4	0,9	1,2	1,3	0,5	1,0	1,3	1,7	1,3	1,0
INFLACIÓ										
Mundial	2,8	3,1	3,2	3,2	3,0	3,0	3,2	3,2	3,3	3,3
Països desenvolupats	0,8	1,7	1,9	1,9	1,6	1,6	1,7	1,8	2,0	2,1
Estats Units	1,3	2,1	2,2	2,0	1,9	2,0	2,1	2,0	2,5	2,5
Zona de l'euro	0,2	1,5	1,4	1,8	1,5	1,5	1,4	1,2	1,3	1,5
Alemanya	0,4	1,7	1,5	1,9	1,6	1,7	1,6	1,4	1,4	1,6
França	0,3	1,2	1,3	1,7	1,0	0,9	1,2	1,1	1,2	1,3
Itàlia	0,0	1,3	1,2	1,6	1,6	1,3	1,1	1,1	1,1	1,2
Portugal	0,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,3	1,8	1,6	1,4	1,8
Espanya	-0,2	2,0	1,6	1,8	2,0	1,7	1,4	1,1	1,6	1,9
Japó	-0,1	0,4	1,0	0,9	0,4	0,6	0,5	1,2	1,0	1,1
Regne Unit	0,7	2,7	2,4	2,3	2,7	2,8	3,0	2,4	2,5	2,3
Països emergents	4,3	3,9	4,4	4,3	3,8	3,8	4,1	4,4	4,4	4,5
Xina	2,0	1,6	2,1	2,3	1,4	1,6	1,8	2,4	2,4	2,2
Índia	4,9	3,3	4,6	4,9	2,2	3,0	4,6	4,7	4,5	4,9
Indonèsia	3,5	3,8	3,8	4,6	4,3	3,8	3,3	3,1	3,6	4,0
Brasil	8,8	3,5	3,8	4,3	3,6	2,6	2,8	3,3	3,9	4,0
Mèxic	2,8	6,0	4,0	3,6	6,1	6,5	6,6	4,9	3,8	3,8
Xile	3,8	2,2	2,9	3,0	2,3	1,7	2,2	2,6	3,0	3,0
Rússia	7,1	3,7	3,6	4,0	4,2	3,4	2,6	2,9	3,2	4,0
Turquia	7,8	11,1	8,8	8,5	11,5	10,6	12,3	10,0	9,0	8,5
Polònia	-0,2	1,6	2,2	2,5	1,5	1,5	1,8	2,0	2,3	2,3
Sud-àfrica	6,3	5,3	5,1	5,4	5,3	4,8	4,7	4,2	4,6	5,4

Previsions

Economia espanyola

	2016	2017	2018	2019	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018
Agregats macroeconòmics										
Consum de les llars	2,9	2,4	2,0	1,9	2,4	2,4	2,6	2,4	2,1	1,9
Consum de les AP	0,8	1,2	1,0	0,8	1,1	1,0	1,9	1,2	1,1	0,9
Formació bruta de capital fix	3,3	4,9	3,2	3,0	3,8	5,4	5,4	3,4	3,6	3,0
Béns d'equipament	4,9	5,8	3,5	2,6	3,8	6,1	7,2	3,8	4,7	2,9
Construcció	2,4	4,3	2,9	3,2	4,0	4,9	4,2	2,8	2,5	3,1
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	2,5	2,6	2,0	1,9	2,3	2,7	2,9	2,3	2,2	1,9
Exportació de béns i serveis	4,8	5,2	4,1	4,2	4,4	4,9	5,1	2,9	3,9	5,1
Importació de béns i serveis	2,7	4,0	3,2	3,2	2,3	4,0	5,0	1,8	3,4	4,2
Producte interior brut	3,3	3,1	2,4	2,3	3,1	3,1	3,1	2,8	2,5	2,3
Altres variables										
Ocupació	3,0	2,8	2,1	2,0	2,9	2,9	2,6	2,3	2,2	1,8
Taxa d'atur (% pobl. activa)	19,6	17,2	15,6	13,9	17,2	16,4	16,5	16,8	15,7	15,0
Índex de preus de consum	-0,2	2,0	1,6	1,8	2,0	1,7	1,4	1,1	1,6	1,9
Costos laborals unitaris	-0,6	-0,2	0,8	1,3	-0,4	-0,2	-0,3	0,1	0,7	0,9
Saldo op. corrents (acum., % PIB) ¹	1,9	1,8	1,7	1,7	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Cap. o nec. financ. resta món (acum., % PIB) ¹	2,1	2,0	1,9	1,9	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Saldo públic (acum., % PIB) ²	-4,3	-3,1	-2,5	-2,1						

Mercats financers

TIPUS D'INTERÈS										
Dòlar										
Fed funds	0,51	1,10	1,75	2,52	1,05	1,25	1,30	1,50	1,58	1,83
Líbor 3 mesos	0,74	1,26	2,05	2,77	1,20	1,32	1,47	1,76	1,95	2,15
Líbor 12 mesos	1,37	1,79	2,30	2,86	1,75	1,73	1,92	2,10	2,23	2,37
Deute públic a 2 anys	0,84	1,39	2,44	3,16	1,28	1,36	1,69	2,06	2,31	2,57
Deute públic a 10 anys	1,84	2,33	2,88	3,52	2,26	2,24	2,38	2,57	2,77	2,98
Euro										
Refi BCE	0,01	0,00	0,00	0,08	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Euríbor 3 mesos	-0,26	-0,33	-0,33	-0,07	-0,33	-0,33	-0,33	-0,33	-0,33	-0,33
Euríbor 12 mesos	-0,03	-0,15	-0,17	0,22	-0,13	-0,16	-0,19	-0,18	-0,18	-0,18
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	-0,58	-0,75	-0,50	0,06	-0,74	-0,72	-0,74	-0,62	-0,54	-0,46
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	0,10	0,36	0,67	1,39	0,31	0,42	0,38	0,53	0,61	0,71
TIPUS DE CANVI										
\$/€	1,11	1,13	1,20	1,22	1,10	1,17	1,18	1,20	1,19	1,20
¥/€	120,30	126,64	133,93	138,06	122,21	130,38	132,92	134,15	132,83	133,68
£/€	0,82	0,88	0,88	0,86	0,86	0,90	0,89	0,89	0,88	0,87
PETROLI										
Brent (\$/barril)	45,04	54,83	62,71	63,75	50,92	52,18	61,54	64,83	62,00	62,00
Brent (€/barril)	40,73	48,62	52,40	52,29	46,34	44,84	51,95	54,18	51,92	51,96

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

Previsions

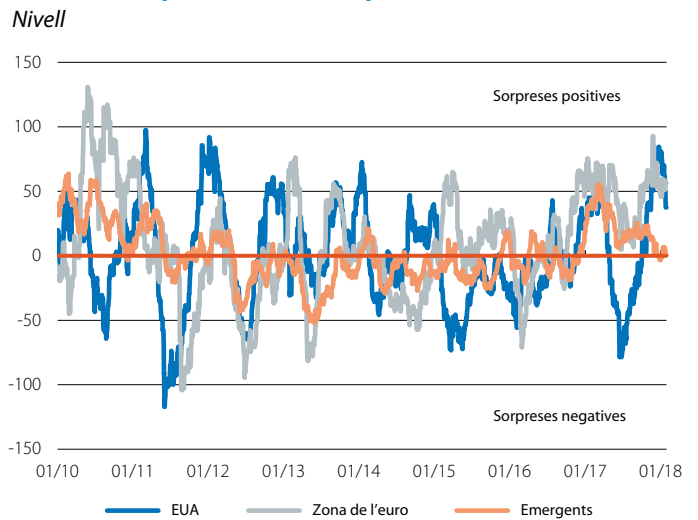
CONJUNTURA · Els mercats financers comencen l'any amb forts moviments

Gener de contrastos als mercats. Amb el suport del bon funcionament macroeconòmic amb què va acabar l'any 2017 i amb les millors perspectives de creixement amb què comença el 2018, al gener els tipus d'interès sobirans van repuntar amb força, en especial als EUA i al nucli de la zona de l'euro. Paral·lelament, en les primeres setmanes del mes, l'exuberància es va imposar a les borses, i els principals índexs nord-americans, europeus i de les economies emergents van experimentar importants revaloracions. No obstant això, en l'última setmana de gener, després dels missatges de continuïtat que, en les primeres reunions del 2018, van emetre el Banc Central Europeu (BCE) i, en especial, la Reserva Federal dels EUA (Fed), els tipus d'interès sobirans van consolidar l'avanç, però, en reforçar-se la perspectiva d'un enduriment gradual de les condicions financeres nord-americanes i l'expectativa que, el 2018, el BCE iniciarà el camí cap a la normalització de la política monetària, les principals borses internacionals van moderar els guanys i van començar a patir pèrdues en les últimes sessions del mes.

Els factors de risc es mantenen latents. Les elevades cotitzacions borsàries s'han beneficiat d'un escenari en què es combinen les bones perspectives de creixement i l'expectativa que la inflació de les economies avançades es mantindrà continguda, la qual cosa dona suport a un escenari de normalització gradual dels tipus d'interès. No obstant això, aquest entorn pot ser procliu a generar excessos de complaença, atesa, en especial, l'existència de dubtes sobre la sostenibilitat de les elevades cotitzacions de la borsa nord-americana. A això cal sumar-hi el fet que, de manera gradual, els EUA s'endinsen en una fase més madura del cicle, amb un mercat laboral en plena ocupació i un major risc de sorpreses a l'alça de la inflació, davant les quals la Fed podria endurir la política monetària més de l'esperat. Finalment, cal no oblidar les tensions geopolítiques latents (entre d'altres, els conflictes entre l'Iran i l'Aràbia Saudita i entre els EUA i Corea del Nord), davant les quals, el 2017, ja vam viure episodis puntuals de repunt de la volatilitat financera.

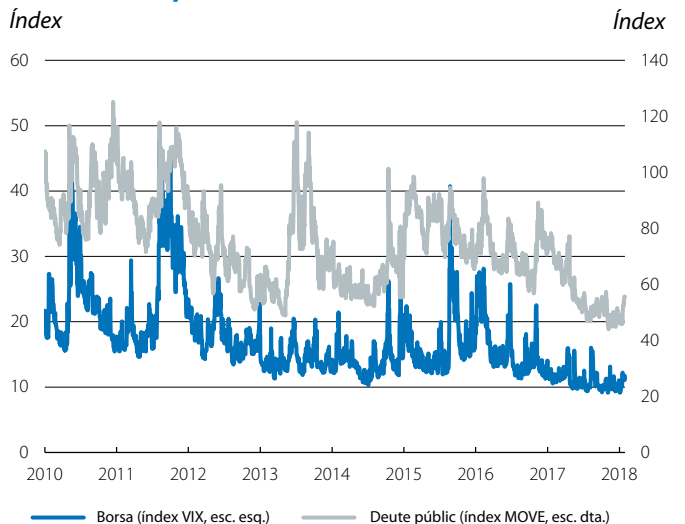
De més a menys a les borses desenvolupades. Mentre que, el 2017, en un escenari amb importants focus d'incertesa, les borses van començar l'any amb pèrdues, el 2018, la majoria dels índexs borsaris de les economies desenvolupades van començar l'any amb unes primeres setmanes d'exuberància i amb guanys molt significatius. No obstant això, aquesta tònica es va començar a revertir en les últimes sessions del mes, i els principals índexs borsaris van patir les primeres sessions en negatiu. Així i tot, en el conjunt de gener, la borsa nord-americana es va continuar endinsant en màxims històrics (l'índex S&P 500 va augmentar gairebé el 6%). Per la seva banda, a la zona de l'euro, l'índex Eurostoxx 50 va avançar el +3,0%; el MIB

Índex de sorpreses econòmiques



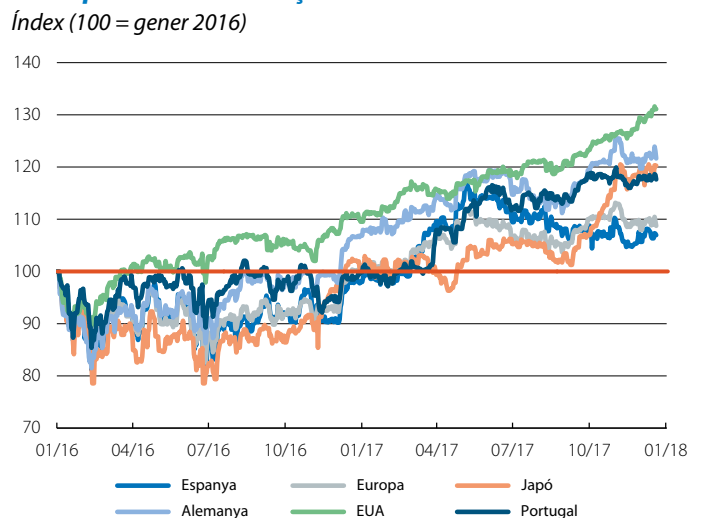
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Citigroup i de Bloomberg.

Volatilitat implícita als mercats financers



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

Principals borses avançades



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

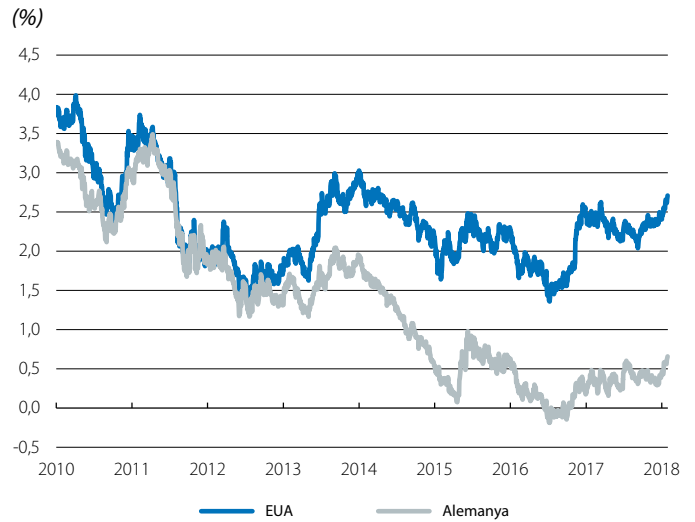
italià, el +7,6%; l'Ibex 35 espanyol, el +4,0%; el PSI 20 portuguès, el +3,4%; el CAC 40 francès, el +3,2%, i el DAX alemany, el +2,1%.

La Fed prepara tres pujades de tipus el 2018. Tal com s'esperava, en la primera reunió de l'any, la Fed no va ajustar els paràmetres de la política monetària i va mantenir el tipus d'interès de referència objectiu en l'interval 1,25%-1,50%. No obstant això, després de reforçar, al desembre passat, la perspectiva de tres noves pujades de tipus el 2018, en la reunió de gener, la Fed va enviar un missatge continuista i va presentar una valoració de l'escenari macroeconòmic una mica més positiva. Així, els membres del Comitè Federal de Mercat Obert (FOMC, per les sigles en anglès) van indicar que, al llarg del 2018, esperen que la inflació es mogui a l'alça i s'estabilitzi, a mitjà termini, al voltant de l'objectiu del 2%, de manera que també van reiterar la necessitat de mantenir les alces graduals dels tipus d'interès. Després d'aquests missatges de continuïtat, Janet Yellen va celebrar la seva última reunió com a membre del FOMC, que presidia des del febrer del 2014. Sota el seu mandat, la Fed va realitzar les cinc primeres pujades de tipus des de la gran recessió del 2007-2009 i va posar fi al cicle de mesures de política monetària no convencional, amb l'activació, el passat octubre, d'una estratègia de reducció del balanç relativament automàtica. Jerome Powell pren el comandament de la Fed a partir del 3 del febrer.

El BCE reitera que no espera pujar tipus fins força després del final del QE. Malgrat que la reunió del desembre del Consell de Govern (CG) del BCE es va tancar sense grans novetats, la publicació de les actes de la reunió al començament de gener va desvetllar que el CG començava a valorar l'enduriment de la comunicació. Els inversors van interpretar aquest missatge com una pista que preparava el terreny per al final del QE i van redoblar l'interès en la reunió del BCE del gener. No obstant això, en la reunió del 25 de gener, el CG va mantenir sense canvis la seva comunicació i va reiterar que el QE procedirà a un ritme de 30.000 milions d'euros mensuals, com a mínim, fins al setembre del 2018. A més a més, el BCE va reforçar l'expectativa que no farà pujades de tipus fins força després d'acabar les compres netes. Finalment, Draghi va tornar a destacar que la volatilitat del tipus de canvi dels últims mesos és una font de risc per a l'economia de la zona de l'euro i va esmentar que, malgrat que una gran part del moviment reflecteix la millora de les perspectives macroeconòmiques europees, una altra part també és un reflex de la comunicació de l'Administració Trump. En conjunt, malgrat que la reunió es va tancar sense grans novetats, el BCE va tornar a fer una valoració positiva de l'escenari, i, d'aquesta manera, s'espera que, en les properes reunions, el CG comenci a endurir la comunicació per preparar la finalització de les compres netes d'actius al final de l'any.

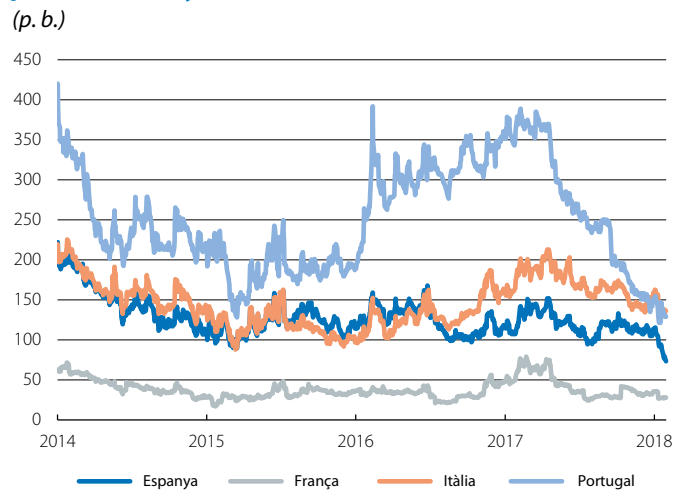
Els tipus d'interès sobirans flexionen a l'alça i les primes de risc es redueixen. Els tipus d'interès sobirans van repuntar amb força, en especial als EUA (on el tipus d'interès del deute sobirà a 10 anys va augmentar en més de 30 p. b. i es va situar en ni-

Rendibilitat del deute públic a 10 anys



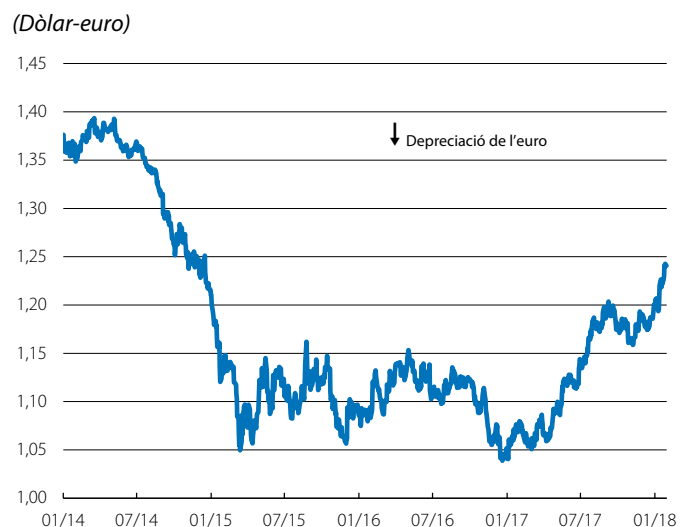
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

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



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

Cotització de l'euro enfront del dòlar



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

vells no vistos des del 2014) i a Alemanya. A més a més, les primes de risc de les economies de la perifèria de la zona de l'euro es van moure clarament a la baixa. En concret, la prima espanyola es va beneficiar de la millora del *rating* sobirà duta a terme per Fitch el 19 de gener (de BBB+ a A), va experimentar una reducció de més de 35 p. b., va assolir valors mínims des del 2009 i va fluctuar entre els 70 i els 80 p. b. Per la seva banda, la prima de risc sobirana de Portugal es va reduir en més de 20 p. b. i es va situar en valors mínims des del 2010, mentre que, a Itàlia, la prima de risc també va caure al voltant de 20 p. b., malgrat que persisteix la incertesa al voltant de les eleccions generals del març.

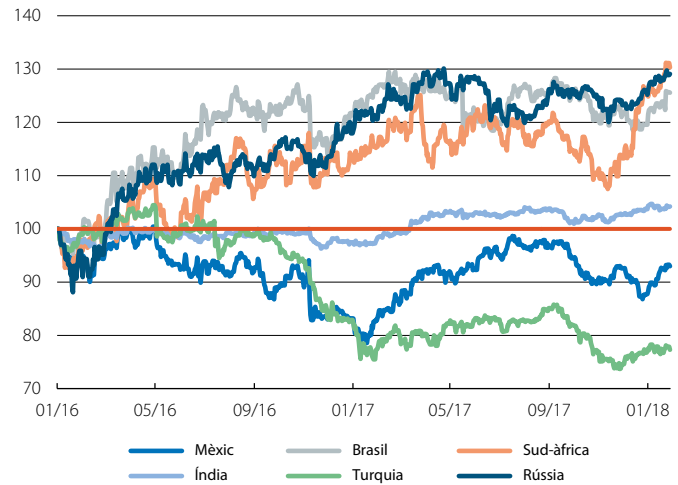
El dòlar es continua afeblint. Després que l'euro s'estabilitzés al voltant dels 1,18 dòlars al desembre, al començament de gener, amb la publicació de les actes de la reunió del BCE, l'euro va reprendre la senda d'apreciació i va tancar el mes al voltant dels 1,24 dòlars. La depreciació del dòlar no es va produir només enfront de l'euro, sinó que també es va produir enfront de la majoria de divises emergents. En aquest sentit, van destacar les apreciacions del peso mexicà, que va guanyar al voltant del 6%, i del real brasiler. A més dels elements idiosincràtics de cada regió, els moviments del dòlar van coincidir amb declaracions polítiques de l'Administració Trump. En particular, el canvi dòlar-euro va superar els 1,25 dòlars després de les declaracions d'Steven Mnuchin, secretari del Tresor nord-americà, en què assenyalava els avantatges comercials de tenir un dòlar depreciat, mentre que, dies després, quan Trump es va posicionar a favor d'un dòlar fort, el bitllet verd va reaccionar apreciand-se enfront de les principals divises.

Les borses de les economies emergents, al so del sentiment inversor global. Els mercats de renda variable de les economies emergents també van iniciar el mes de gener amb guanys notables. En concret, en les tres primeres setmanes del mes, l'índex MSCI per al conjunt de la regió va avançar més del 9%, i, entre les principals economies emergents, va destacar la notable pujada de l'índex rus RTS, que es va beneficiar de l'augment del preu del cru i va registrar uns guanys superiors al 13%, mentre que, a l'Amèrica Llatina, les revaloracions van ser liderades pel Brasil i per l'Argentina. A la Xina, la borsa va arribar a assolir un avanç superior al 7%. No obstant això, igual que a les economies avançades, en les últimes sessions del mes, les borses emergents van començar a revertir els guanys, amb reculades acumulades del -1,5% al conjunt dels emergents, de manera que, en el global del mes, l'índex MSCI per al conjunt de la regió va moderar l'avanç fins al 8,3%.

El preu del petroli torna a repuntar. El preu del barril de qualitat Brent va donar continuïtat a la tònica alcista de l'última setmana del 2017 i es va situar lleugerament per sota dels 70 dòlars. A més de rebre el suport de la prolongació de l'acord de retallada de la producció de l'OPEP, anunciat al final de novembre del 2017, en les últimes setmanes, diferents factors temporals, com la feblesa del dòlar i les tensions geopolítiques entre l'Àrabia Saudita i l'Iran, es van sumar a l'optimisme inversor per impulsar el preu del cru a l'alça.

Divises emergents enfront del dòlar

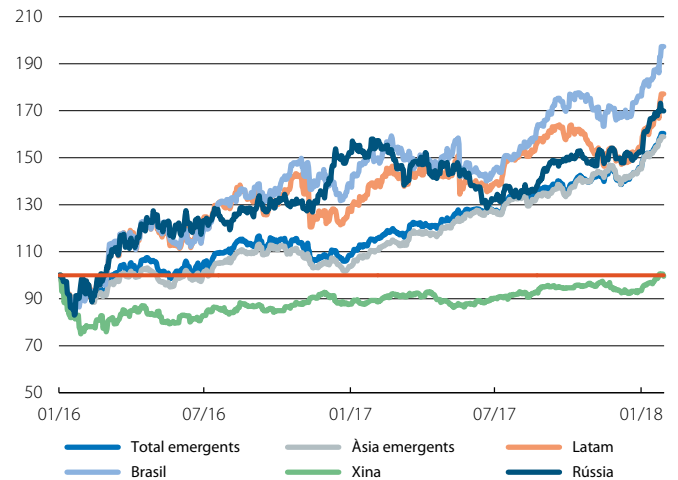
Índex (100 = gener 2016)



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

Borses emergents per geografia

Índex (100 = gener 2016)



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

Preu del petroli Brent

(Dòlars per barril)



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

FOCUS · Producció de *shale*: el final de l'edat d'or?

Recentment, el preu del barril de Brent ha assolit els 70 dòlars i ha arribat al seu nivell més alt des del juny del 2015, encoratjat per l'anunci de l'OPEP d'una pròrroga de les retallades de producció fins al final del 2018. No obstant això, malgrat el fort compromís observat fins ara per part del càrtel per reduir l'excés d'oferta, hi ha dubtes sobre el recorregut a l'alça dels preus actuals. En part, aquests dubtes són conseqüència de la incertesa que envolta el sector del petroli d'esquist (*shale oil*): un possible repunt de producció del *shale* podria provocar una pressió a la baixa sobre el preu del cru, com ja va succeir el 2014.

Tot i que no existeix una estimació precisa sobre el llindar de rendibilitat dels productors de *shale*, les diferents estimacions publicades al sector mostren que es troba entre els 50 i els 60 dòlars per barril. Això significa que un preu per damunt d'aquest interval permet cobrir els elevats costos de producció, la qual cosa incentiva els productors de *shale* a continuar augmentant l'oferta al mercat internacional. Les noves previsions d'oferta de petroli de diversos analistes reflecteixen ja aquestes expectatives. Així, l'Agència Internacional de l'Energia (IEA, per les sigles en anglès) preveu que la producció s'arribarà gairebé a duplicar i que passarà de 6,5 milions de barrils diaris (mbd) el 2015 a gairebé 12 mbd el 2025. Al final del 2017, l'OPEP va revisar també notablement a l'alça les previsions de producció de *shale*, amb un augment del 56% en relació amb les previsions anteriors. Així i tot, sembla que les possibilitats de guanys de productivitat del sector s'han reduït de manera significativa després d'uns anys en què els canvis tecnològics van permetre incrementar la producció de forma significativa.

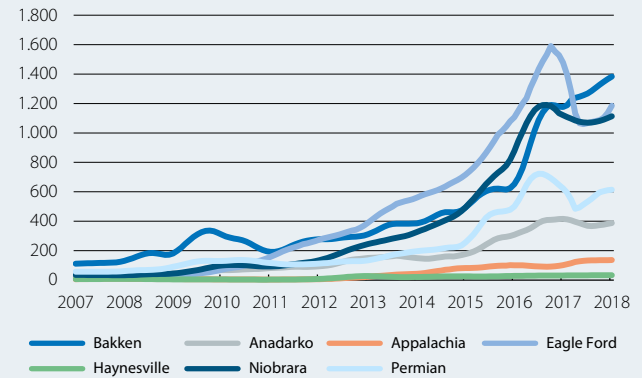
Un dels factors que limita els guanys de productivitat és el temps necessari per perforar un pou, variable que, recentment, ha donat senyals d'estabilització, després d'haver-se reduït amb força entre el 2013 i el 2016 (la qual cosa va contribuir a augmentar la producció).

No solament el temps de perforació dels pous mostra signes d'estabilització. També ho ha fet la manera de perforar-los. Al començament del *boom* de la producció de *shale*, una gran part dels guanys de productivitat va provenir d'un canvi de pous verticals a pous horitzontals, molt més productius. Avui dia, la majoria dels pous estan perforats d'aquesta manera, de manera que les possibilitats de millores de productivitat que provinguin d'aquest canvi estan gairebé esgotades.

Finalment, hi ha indicis que la tècnica de fractura hidràulica que va permetre una millora significativa del rendiment dels pous està arribant al seu límit. Així, segons Kayros, una firma de recerca especialitzada en energia, la productivitat ajustada per la longitud del pou de la conca

Productivitat de les plataformes de *shale* *

(Milers de barrils diaris)



Nota: * Nivell de producció dels nous pous per plataforma a les principals regions de producció de shale.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Energy Information Administration.

de Permian, la zona més productiva dels EUA, va deixar de créixer el 2016 i, fins i tot, va començar a baixar el 2017.

En definitiva, més enllà de les actuacions de l'OPEP, que seran molt importants per reequilibrar el mercat, caldrà vigilar de prop la reacció dels productors de *shale* a un preu més elevat. Ara com ara, els interrogants existents sobre la capacitat d'augment de producció al sector del *shale* prometen que la incertesa sobre el preu del cru continuarà sent elevada.

PRINCIPALS INDICADORS

Tipus d'interès (%)

	31-gen	29-des	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2018 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Zona de l'euro					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euríbor 3 mesos	-0,33	-0,33	0	0,1	-0,1
Euríbor 12 mesos	-0,19	-0,19	0	-0,4	-8,9
Deute públic a 1 any (Alemanya)	-0,56	-0,64	8	7,8	10,0
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	-0,53	-0,63	10	9,7	16,9
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	0,70	0,43	27	27,3	26,4
Deute públic a 10 anys (Espanya)	1,43	1,57	-14	-13,7	-16,8
Diferencial de deute públic a 10 anys (p. b.) ¹	73	114	-41	-41,0	-43,2
EUA					
Fed funds (límit superior)	1,50	1,50	0	0,0	75,0
Líbor 3 mesos	1,78	1,69	9	8,6	74,5
Líbor 12 mesos	2,27	2,11	16	16,3	55,7
Deute públic a 1 any	1,88	1,73	15	14,8	112,1
Deute públic a 2 anys	2,14	1,88	26	25,7	93,6
Deute públic a 10 anys	2,71	2,41	30	30,5	25,7

Spreads de deute corporatiu (p. b.)

	31-gen	29-des	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2018 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	44	45	-1	-0,6	-29,0
Itraxx Financer Sènior	42	44	-2	-1,7	-48,4
Itraxx Financer Subordinat	97	105	-8	-8,0	-116,0

Tipus de canvi

	31-gen	29-des	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2018 (%)	Variació interanual (%)
\$/€	1,241	1,201	3,4	3,4	15,0
¥/€	135,540	135,280	0,2	0,2	11,3
£/€	0,875	0,888	-1,5	-1,5	1,9
¥/\$	109,190	112,690	-3,1	-3,1	-3,2

Primeres matèries

	31-gen	29-des	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2018 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	443,4	432,3	2,6	2,6	2,5
Brent (\$/barril)	69,1	66,9	3,3	3,3	24,0
Or (\$/unça)	1.345,2	1.303,1	3,2	3,2	11,1

Renda variable

	31-gen	29-des	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2018 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	2.823,8	2.673,6	5,6	5,6	23,9
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	3.609,3	3.504,0	3,0	3,0	11,7
Ibex 35 (Espanya)	10.451,5	10.043,9	4,1	4,1	12,2
Nikkei 225 (Japó)	23.098,3	22.764,9	1,5	21,4	21,3
MSCI emergents	1.254,6	1.158,5	8,3	8,3	38,0
Nasdaq (EUA)	7.411,5	6.903,4	7,4	7,4	32,0

Nota: 1. Diferencial entre la rendibilitat del bo espanyol i el bo alemany a 10 anys.

CONJUNTURA · Creixement global dinàmic, amb riscos equilibrats

El creixement mundial mantindrà una velocitat de creuer elevada el 2018 i el 2019. En el tram final del 2017, els indicadors d'activitat van tendir a millorar, la qual cosa avala l'escenari de referència que CaixaBank Research considera per al 2018, any en què s'espera un avanç del PIB mundial del 3,9% (que cal comparar amb el creixement del 3,7% estimat per al 2017). Per al 2019, esperem que el ritme d'activitat mundial es mantingui en un elevat 3,8%. La inflació, per la seva banda, s'incrementarà lleugerament el 2018, tant a les economies avançades com a les emergents. Els factors que sustenten aquesta expansió són coneguts. D'entrada, a les economies avançades, la política monetària continuarà sent acomodatícia (fins i tot als EUA, on prosseguirà la normalització monetària). Un segon element global que donarà suport a l'acceleració de l'activitat és la recuperació del preu del petroli i d'altres primeres matèries, que afavorirà els exportadors sense erosionar gaire el creixement dels importadors. En tercer lloc, previsiblement, s'intensificarà la dinàmica de recuperació emergent que s'intuïa en el tram final del 2017 en emergents com Rússia i el Brasil i l'expansió econòmica d'altres països com l'Índia i altres de l'Àsia emergent, com Indonèsia. Com és obvi, l'excepció més notòria a aquesta tendència és la Xina, on, probablement, continuarà la desacceleració gradual el 2018 i el 2019.

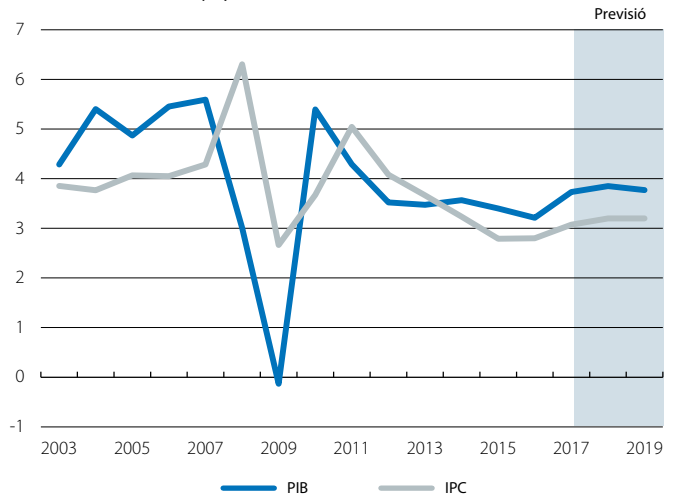
Un balanç de riscos equilibrat. Després de diversos anys en què el conjunt de riscos estava esbiaixat cap a un eventual menor creixement, les perspectives immediates van acompanyades per un balanç de riscos equilibrat. En aquesta valoració hi ha un notable consens entre els analistes, com es constata en la revisió recent de perspectives econòmiques de l'FMI. Així, tenint en compte un escenari central semblant a l'acabat d'esmentar, el Fons considera que, malgrat que cal continuar vigilant àmbits com la possible correcció als mercats financers i el front polític i geopolític, els riscos a la baixa i a l'alça a curt termini queden compensats. La visió guanya més matisos si ens situem en una perspectiva a mitjà termini, ja que aquí es mantenen en el radar aspectes de fons com el nivell creixent de deute global; l'auge dels populismes; la incertesa d'origen geopolític; els dubtes sobre l'aterratge suau i sobre els riscos financers, immobiliaris i canviaris a la Xina, i l'impacte de l'enduriment de les condicions financeres internacionals als emergents amb més vulnerabilitats exteriors. La llista no és menor, ni els factors de risc són menyspreables.

ESTATS UNITS

Per començar bé el 2018, gens millor que acabar el 2017 amb bon peu. El ritme d'activitat nord-americana en el tram final del 2017 va guanyar tracció de forma apreciable. Així, per exemple, els indicadors de confiança empresarial (ISM) de manufactures i de serveis es van situar, al desembre, molt per damunt del nivell dels 50 punts i van apuntar a una expansió clara de

PIB i IPC mundial

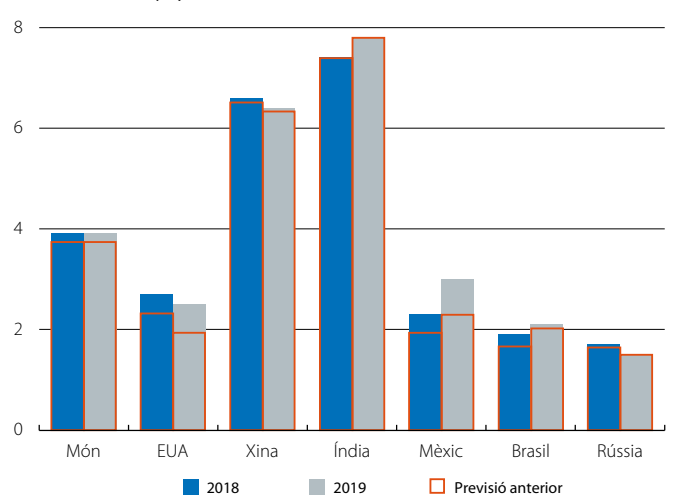
Variació interanual (%)



Font: CaixaBank Research.

FMI: previsions del PIB per al 2018 i el 2019

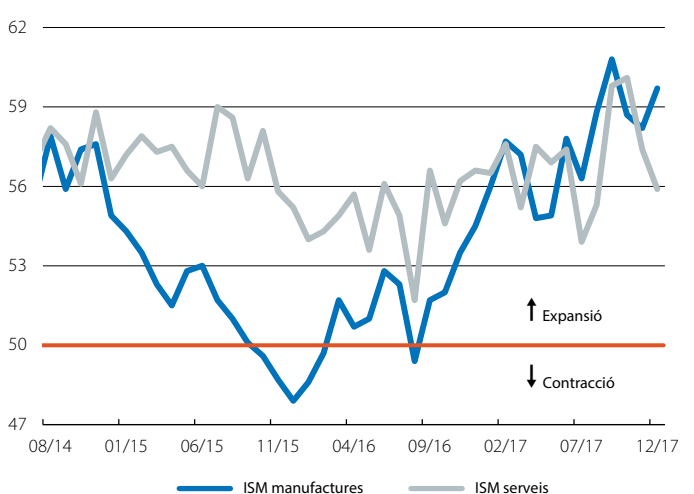
Variació anual (%)



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

EUA: indicadors d'activitat

Nivell



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

l'activitat secundària i terciària. Una lectura similar es desprèn de l'indicador de confiança del consumidor, que, al desembre, va tancar el millor trimestre des del 4T 2000. Aquest fort impuls de l'activitat facilitarà, lògicament, un inici vigorós del 2018. Aquest context positiu no ha estat enterbolit pel tancament temporal dels serveis no essencials del Govern federal dels EUA a causa del no acord per ampliar les despeses federals, en no poca mesura perquè, com ha succeït en les 12 ocasions en què s'ha donat aquesta situació des del 1981, la paralització de serveis s'ha resolt en pocs dies.

La bona tònica del final del 2017 es va confirmar a nivell agregat amb la publicació del PIB del 4T. En aquest període, la taxa d'avanç intertrimestral es va situar en el 0,6% (el 2,5% interanual), percentatge que reflecteix el bon to expansiu de l'economia nord-americana. Per components de demanda, el manteniment del significatiu ritme de creixement es va basar en el notable avanç del consum privat, en la forta millora de la inversió i en l'increment de la despesa pública, que van compensar la rellevant contribució negativa del component d'existències. Aquesta robusta demanda interna apunta a una inèrcia de creixement que s'hauria de perllongar en els propers trimestres.

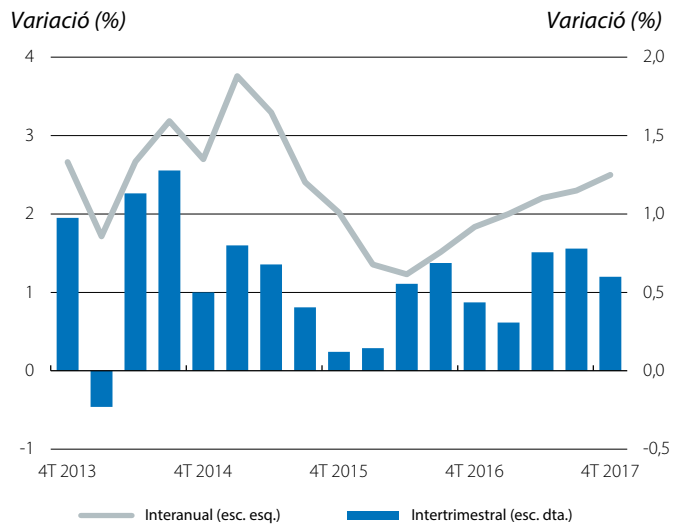
Atenció al reescalfament. L'acceleració de l'activitat es dona en un moment en què l'economia es troba en una situació propera a la plena ocupació. Al desembre, es van crear 148.000 llocs de treball, la qual cosa situa la mitjana mensual de l'any 2017 en 171.000, una xifra elevada. Així mateix, la taxa d'atur va acabar l'any en un baix 4,1% (molt lluny dels registres del 10% del 2009), mentre que els salaris van continuar avançant de forma significativa (augment del 2,5% interanual). A més a més, les perspectives mostren que l'economia continuarà en una fase madura del cicle: el creixement nord-americà es mantindrà en cotes elevades el 2018, afavorit pel bon to del consum privat (davant la solidesa del mercat laboral), per la consolidació de la inversió i per una política fiscal lleugerament expansiva (derivada de la combinació de rebaixa de la fiscalitat directa sobre les empreses i, en menor grau, sobre de persones). El 2019, s'espera que el creixement es continuï movent a la zona del 2%, fruit de la continuïtat dels factors de suport interns.

La inflació, a l'avantsala de nivells més elevats. Aquest diagnòstic és reforçat per la dinàmica esperada de la inflació. Al desembre, l'IPC va créixer el 2,1% interanual, d'acord amb els registres dels últims mesos. Però aquesta etapa de contenció anirà seguida, molt probablement, d'una fase amb més tensions en els preus el 2018, en especial a partir del 2T. En aquest context, es reforça l'escenari previst per CaixaBank Research sobre la normalització monetària de la Fed, que contempla tres pujades de tipus el 2018, de manera que, al final d'enguany, el tipus de referència se situaria en el 3,25%.

EMERGENTS

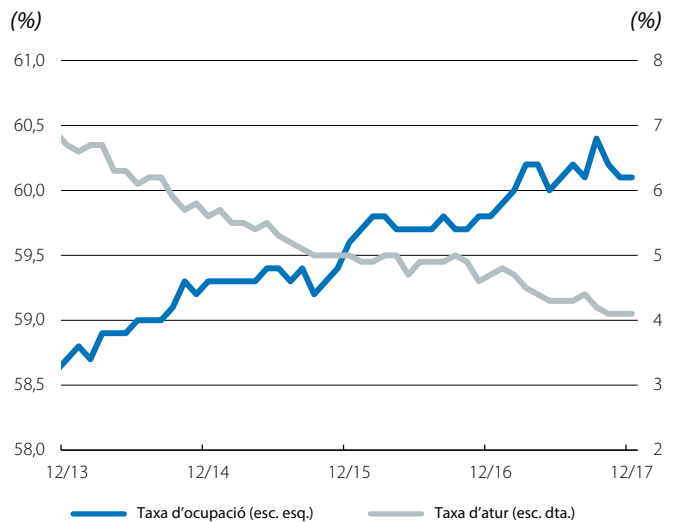
Momentum emergent, amb més ritme d'activitat econòmica i amb notables entrades de capitals. Després de diversos mesos en què el ritme d'activitat havia perdut una mica d'im-

EUA: PIB



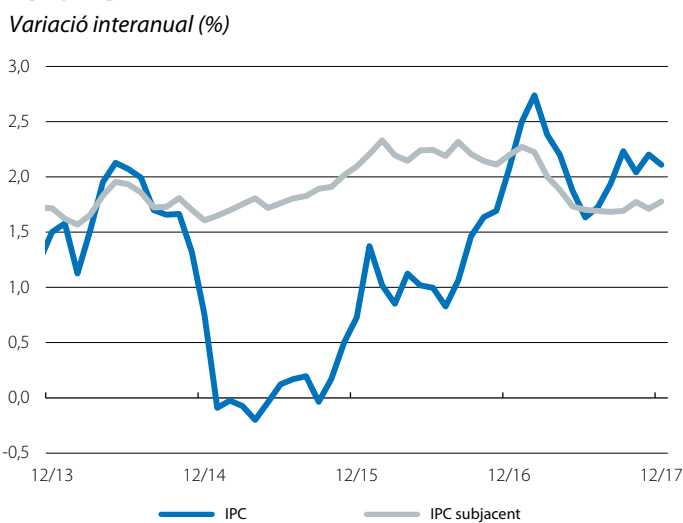
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BEA.

EUA: mercat laboral



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

EUA: IPC



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

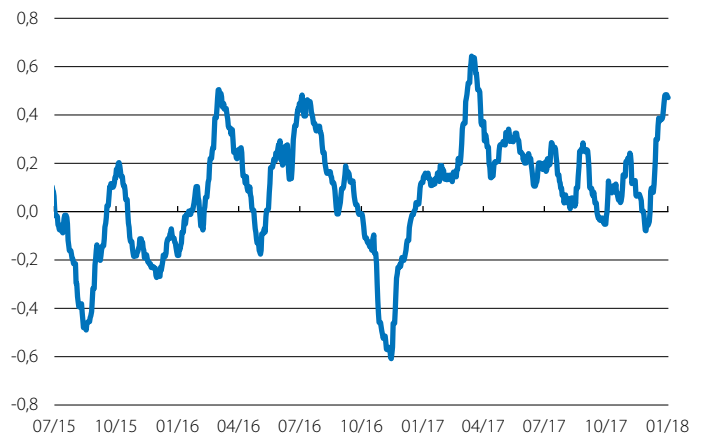
puls, en el tram final del 2017, els indicadors d'activitat van enfiar una senda alcista de manera gairebé generalitzada. Aquesta millora ha anat acompanyada d'un moviment de recuperació de les entrades netes de capitals en cartera (deute i accions), la qual cosa ha permès que els nivells actuals s'acostin als màxims observats en diferents moments dels últims anys, quan l'optimisme sobre les perspectives emergents era elevat. Així mateix, aquest moviment d'entrades de capitals ha anat acompanyat de la continuïtat en l'apreciació de moltes divises emergents.

La Xina, a les portes d'un 2018 amb menys creixement. Des de fa uns quants anys, s'observa amb atenció la dinàmica de creixement xinesa. En aquest àmbit, preocupa, d'entrada, fins a quin punt el creixement oficial és plenament coherent amb la informació provinent d'altres indicadors d'activitat (sobre aquest tema, vegeu el Focus «El creixement econòmic de la Xina sota la lupa: passat, present i futur», d'aquest *Informe Mensual*). Aquesta incògnita podria emergir amb més força si, en algun moment futur, augmenten els dubtes sobre un episodi de desacceleració més brusca del que s'esperava (el que es coneix com «aterratge brusca»). Ara com ara, en qualsevol cas, la trajectòria continua sent positiva. Així, el PIB de la Xina va créixer a un bon ritme el 2017, el 6,9% en el còmput anual (el 6,8% interanual en el 4T). Es tracta d'un avanç anual que compleix amb escriure l'objectiu de creixement marcat per l'Executiu del país, que, per al 2017, s'havia proposat un avanç del PIB del 6,5% o superior. És la primera acceleració de l'economia xinesa des del 2010, i és fruit del bon to mostrat pel consum i per les exportacions. Així i tot, esperem que, en els propers mesos, l'activitat econòmica es desacceleri de forma moderada a mesura que el país persevera en les reformes en l'àmbit de les empreses públiques, mantingui la campanya anticontaminació i augmenti la supervisió del crèdit emès pel *shadow banking*.

Bon creixement a molts emergents. La resta dels principals emergents registren xifres de creixement raonablement positives. Malgrat que les diferents economies estan sotmeses a factors idiosincràtics de suport i de llast, la major part capitalitza, en major o menor grau, la combinació de finançament global barat i ampli, l'acceleració sincronitzada del creixement mundial i el cicle a l'alça de les primeres matèries. En aquest context, els grans emergents asiàtics són els que, potser, es beneficien més d'aquests factors positius, ja que es mouen amb folgança en zones d'alt dinamisme (creixements interanuals superiors al 5%). Altres emergents, en canvi, no deixen de veure el seu creixement llastat pel manteniment de focus d'incertesa, sobretot d'origen polític i geopolític, com succeeix en països com Sud-àfrica, Mèxic o el Brasil.

Emergents: entrades de capitals en cartera *

Mitjana mòbil de 28 dies (milers de milions de dòlars)

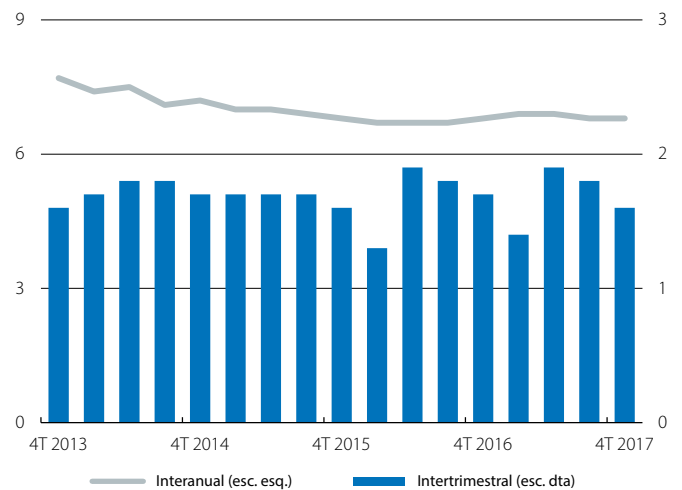


Nota: * Països inclosos: Indonèsia, Índia, Corea, Tailàndia, Sud-àfrica, Brasil, Turquia, Hongria i Mèxic. Entrades netes de deute i d'accions.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'IMF.

Xina: PIB

Variació (%)

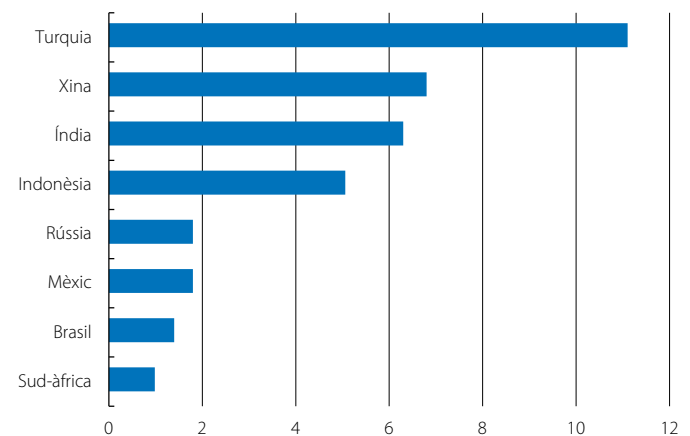
Variació (%)



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

Emergents: PIB *

Variació interanual (%)



Nota: * Es mostra l'última dada disponible, corresponent al 3T 2017 per a tots els països llevat de la Xina i de Mèxic, que és del 4T 2017.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Thomson Reuters Datastream.

FOCUS · **Cicle expansiu als emergents: quelcom nou, quelcom vell i quelcom prestat**

Després d'uns anys una mica fluïdos per als seus estàndards, els emergents han tornat a accelerar el ritme de creixement. Aquest procés es va iniciar de forma tímida el 2016, es va fer plenament visible el 2017 i s'espera que, en els propers anys, es consolidi amb un ritme d'avanç proper al 5%. Però, més enllà de la xifra de creixement, quin tipus de cicle expansiu s'espera que experimentin aquestes economies? Per abordar la qüestió, es compararà el repunt de creixement que es viu actualment, que preveiem que s'allargarà fins al 2020, amb dos de precedents, l'expansió del 1983 al 1988 i la del 2001 al 2007. I ja anticipem que, com s'acostuma a dir en les casaments, en aquest cicle es durà quelcom nou, quelcom vell i quelcom prestat.

Comencem per les coses que canvien en aquest cicle, aquest quelcom nou del joc de paraules. D'entrada, en termes d'intensitat, que podem aproximar pel creixement mitjà de tot el període expansiu considerat, l'episodi que es viu actualment és clarament menys dinàmic que el de la primera dècada dels 2000, però una mica més que el de l'expansió dels anys vuitanta. La visió canvia si considerem un segon mesurament de la força de la recuperació, l'acceleració del creixement. Així, si, entre el 2015 i el 2020, s'espera que el creixement s'acceleri en 0,8 p. p., entre el 1983 i el 1988, ho va fer en 2,8 punts i, en la primera dècada dels 2000, l'increment va ser gairebé de 5 punts. En definitiva, l'expansió actual és una mica menys «emergent», amb nivells de creixement alts, però que no s'enfilen fins a cims excessius.

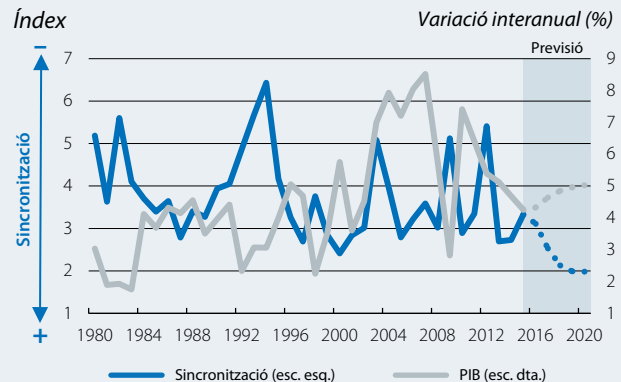
Un segon element nou es posa de manifest quan es contempla l'aportació respectiva dels dos grans tipus d'emergents, els exportadors de primeres matèries i la resta. Així, malgrat que es produeix una recuperació del grup d'exportadors, en termes d'intensitat del creixement assolit, aquests països queden lluny de la resta d'emergents, una situació atípica quan es compara amb les expansions prèvies. Al costat d'aquest canvi, el tercer element nou és l'elevat grau de sincronització del creixement emergent en relació amb el cicle global. Així, si es calcula la desviació del creixement entre els països emergents i el creixement mundial (vegeu el detall del càlcul al gràfic adjunt), es constata que el nivell de sincronització del cicle actual és el més elevat des del 1980.

Si aquest canvi de naturalesa i de sincronització és quelcom nou, quin és el quelcom vell que hem esmentat? Un aspecte que es manté en totes les expansions emergents és que continuen sent, des de la perspectiva dels països avançats, molt dinàmiques, la qual cosa es tradueix en diferencials de creixement entre emergents i desenvolupats àmpliament favorables als primers.

Una segona realitat que es reitera és que els successius cicles emergents reflecteixen un canvi estructural important: la plena consolidació d'Àsia com la regió més dinàmica de l'òrbita emergent. Si, en l'expansió dels anys vuitanta, l'Amèrica Llatina i Àsia hi contribuïen de manera similar, entre el 2001 i el 2007, Àsia ja doblava l'aportació al creixement de l'Amèrica Llatina (i recordem que van ser anys molt bons per al continent americà). Finalment, en el cicle actual, en què s'espera que l'Amèrica Llatina creixi, només, de forma moderada, la contribució asiàtica quadruplicarà la llatinoamericana. Pel que fa a la resta de regions, Àfrica es manté, en termes de contribucions al creixement emergent, gairebé estable, mentre que, cicle rere cicle, l'Europa emergent i el Pròxim Orient redueixen la seva aportació.

Finalment, i el quelcom prestat esmentat més amunt? Aquí tenim en ment, per descomptat, l'extraordinari relaxament de les condicions monetàries globals. Es tracta d'un préstec en tota regla, ja que aquestes relaxades condicions financeres han estat àmpliament aprofitades pels emergents per obtenir finançament abundant en condicions molt propícies, com ho testifica el notable augment del deute extern de moltes d'aquestes economies. Malgrat que és cert que les expansions emergents anteriors es van donar després de processos de rebaixa del tipus rector mundial, el dels EUA no és comparable amb la realitat actual. Aquest factor serà, sens dubte, clau per calibrar la solidesa de les perspectives futures del cicle dels emergents i, en conseqüència, serà properament objecte d'atenció en aquest *Informe Mensual*. No deixin de sintonitzar-nos.

Emergents: sincronització del cicle econòmic* i creixement del PIB



Nota: * L'indicador és la desviació estàndard del creixement del PIB de cada país menys el creixement del món, on el pes de cada país és la proporció que aquest país representa en relació amb el PIB mundial en termes de paritat de poder adquisitiu per a cada any.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Thomson Reuters Datastream.

FOCUS · El creixement econòmic de la Xina sota la lupa: passat, present i futur

Fer una anàlisi precisa del pols de l'economia xinesa no és una tasca fàcil. I, malgrat tot, ara és més necessari que mai: aquesta economia ha adquirit una gran dimensió a nivell global (representa ja el 18,8% del PIB mundial en termes de paritat del poder adquisitiu, enfront del 15,1% dels EUA), cada vegada està més interconnectada amb la resta de les grans economies i es troba immersa en un procés de transformació econòmica cap a un nou model productiu basat en els serveis i en el consum. En aquest article, presentem un índex d'activitat amb el propòsit de valorar millor l'evolució de l'economia xinesa i dilucidar fins a quin punt les dades oficials de creixement en reflecteixen el ritme d'activitat. Aquest exercici no és intrascendent: com veurem, els resultats obtinguts ens permetran emetre un diagnòstic més precís sobre la veritable capacitat i sobre les limitacions de l'economia xinesa per dur a terme el canvi de model econòmic de forma tranquil·la i reeixida.

Per començar, cal destacar que els problemes que han d'afrontar els economistes de l'Institut d'Estadística de la Xina (NBS) per mesurar i agregar amb encert les dades econòmiques quan construeixen les dades del PIB són considerables. Un exemple d'aquesta dificultat és l'incertitud perquè els funcionaris xinesos a nivell provincial falsegin les dades que aporten, ja que són avaluats en funció de les dades de creixement. Això no és anecdòtic: la regió de Mongòlia Interior, al començament d'enguany, i la província de Liaoning, el 2017, han reconegut haver exagerat les dades d'aquests últims anys. L'NBS xinès té en compte aquestes dificultats tècniques a l'hora d'agregar les dades, però, malgrat tot, les estadístiques oficials s'han vist embolicades en la controvèrsia a causa de la gran suavitat de la sèrie de creixement des del 2012.

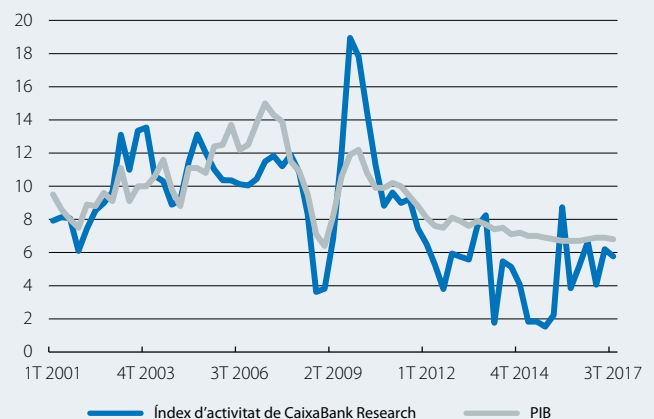
Per valorar millor l'evolució del ritme d'activitat de l'economia xinesa, hem construït un índex agregat d'activitat que té en compte els principals indicadors de quatre sectors clau de l'economia (vendes de cotxes, producció elèctrica, nous habitatges i tràfic de mercaderies transportades en trens), la producció industrial i les vendes al detall. El resultat no deixa de ser sorprenent: fins al 2010, el creixement de l'índex d'activitat seguia una tendència molt semblant al creixement oficial del PIB i la correlació era molt estreta. No obstant això, des del 2011, s'ha produït una gran desconexió entre les dues variables: mentre que les dades oficials mostren una desacceleració suau i sostinguda de l'economia, l'índex d'activitat és més volàtil i mostra tres caigudes importants el 2012, el 2014 i el 2015, l'última de les quals coincideix amb les turbulències borsàries en aquell període. A més a més, llevat de dos trimestres, el creixement de l'índex s'ha situat de forma sistemàtica des del 2011 per sota de la dada oficial i la mitjana del seu creixement interanual per trimestre ha estat del 4,9% des del 2012 (el 7,4% en el cas del PIB oficial).

Aquest exercici mostra que, en els últims anys, l'índex d'activitat i el PIB han seguit camins diferents. Però per què observem aquest patró? Una possibilitat és que els ajustos tècnics realitzats en les dades oficials hagin amagat un patró de desacceleració més intens. No obstant això, hi ha una altra possibilitat: amb el canvi de model cap a una economia basada en els serveis i en el consum, es podria haver produït un canvi estructural en l'economia que el nostre índex d'activitat no ha estat capaç de captar. Sigui com sigui, és tranquil·litzador observar que el nostre índex segueix una trajectòria similar a la d'índexs d'institucions com Goldman Sachs o Capital Economics, els quals utilitzen altres metodologies i variables per construir els índexs d'activitat.

La trajectòria de l'índex, per tant, suggereix que no és descartable que la realitat econòmica xinesa sigui menys pròspera del que indiquen les dades oficials. De fet, la mit-

Xina: PIB vs. índex d'activitat econòmica

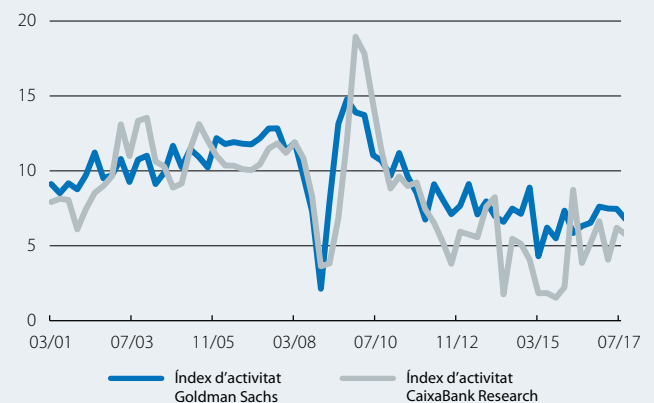
Variació interanual (%)



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

Xina: índexs d'activitat

Variació interanual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Oficina Nacional d'Estadística de la Xina, Bloomberg i The Economist.

jana del creixement interanual de l'índex en els tres primers trimestres del 2017 ha estat del 5,3%, en comparació amb el 6,9% del PIB. A més a més, el creixement interanual del PIB en el 3T 2017 va ser del 6,8%,¹ mentre que el de l'índex va ser 1 p. p. inferior.

Com s'ha apuntat, l'evolució de l'índex és especialment interessant si es té en compte que, de cara als propers anys, una de les grans incògnites és si el canvi de model productiu es podrà dur a terme de forma suau, sense provocar una desacceleració brusca. No sembla que els resultats que obtenim siguin del tot encoratjadors. A més a més, és preocupant que el desacoblament entre l'índex d'activitat i el PIB oficial s'hagi produït en un context en què els estímuls fiscals i monetaris s'han utilitzat de forma intensa per esperonar el creixement, la qual cosa, d'altra banda, ha generat alguns desequilibris macroeconòmics, com l'augment del deute corporatiu. Una transició ordenada i suau pot ser més complicada del que es podia preveure. És més: si el PIB ha crescut menys del que indiquen les xifres oficials, el deute corporatiu xinès en relació amb el PIB podria ser més elevat del que es pensa.

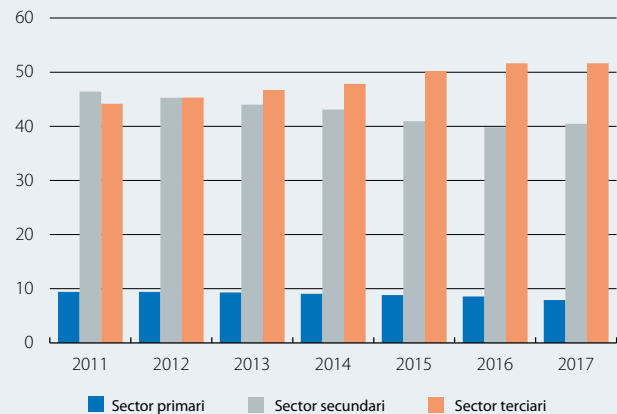
En aquest context, l'agenda econòmica que pretén aplicar Xi Jinping en el seu segon mandat encara guanya més rellevància. Serà capaç de continuar impulsant el canvi de model productiu sense que la desacceleració del creixement sigui més intensa? Atès que el recorregut que tenen la política fiscal i la monetària és limitat, la clau rau en les reformes estructurals previstes. En aquest sentit, la nova tònica ja ha quedat palesa en la segona meitat del 2017, quan s'han començat a aplicar menys estímuls econòmics i, per exemple, l'impuls de la inversió pública ha disminuït: el 2017 és l'any de l'últim lustre en què la inversió del Govern central ha crescut menys i la inversió de les empreses públiques ha caigut en relació amb el 2016. Així mateix, les indústries del nord de la Xina i de Pequín s'han vist subjectes a una intensa campanya anticontaminació que n'ha restringit la producció i que s'espera que tingui continuïtat.

El major èmfasi dels governants xinesos per assolir una economia més equilibrada i sostenible es va confirmar a la Conferència Central del Treball Econòmic del 2017, que cada any reuneix, al desembre, els membres del Comitè Central del Partit Comunista i el Govern xinès i que marca les principals directrius de la política econòmica xinesa per a l'any següent. En aquesta ocasió, es va insistir menys en el creixement i es van definir tres pilars claus per a l'agenda reformista del 2018. El primer és avançar per la senda del despallanquejament, tant al sector financer com al corporatiu, mitjançant una major supervisió bancària que asseguri una gestió prudent de l'activitat creditícia. Així mateix, també s'apunta la necessitat de dur a terme una reforma del Govern corporatiu de les empreses públiques (es calcula que posseeixen gairebé dues terceres parts del deute corporatiu). Els altres dos pilars són reduir la pobresa al món rural i disminuir els nivells de contaminació.

1. Encara falta la publicació d'alguns indicadors per computar el creixement de l'índex en el 4T 2017.

Canvi de model productiu: l'oferta

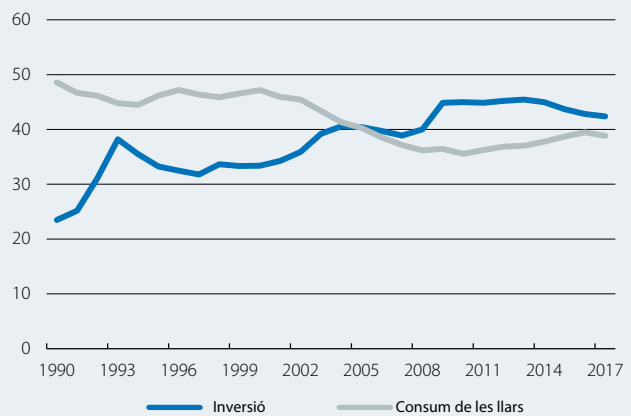
(% del PIB)



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

Canvi de model productiu: la demanda

(% del PIB)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Oxford Economics.

A aquests objectius cal afegir un quart pilar: el ja esmentat canvi de model econòmic cap a una economia basada en el consum i en els serveis. La transició continua avançant de forma gradual, malgrat que falta encara camí per recórrer i, en els dos últims anys, s'ha produït un cert estancament. En particular, pel costat de l'oferta, el pes del sector terciari és del 52% del PIB, encara per sota dels països de renda mitjana-alta (el 59%) i de l'OCDE (el 74%). Pel costat de la demanda, la inversió continua ostentant un gran protagonisme, que sembla excessiu (el 42% del PIB, enfront del 31% als països de renda mitjana-alta i del 21% a l'OCDE), mentre que el consum de les llars representa encara el 39% del PIB (el 50% als països de renda mitjana-alta i el 60% a l'OCDE).

En definitiva, la gran incògnita per als propers anys és si el gegant asiàtic podrà completar el canvi de model i reduir els desequilibris macroeconòmics sense que l'economia se'n ressenti en excés. L'interrogant no és menor: el desacoblament entre les dades oficials i unes dades d'activitat menys pròsperes en un context amb generosos estímuls econòmics suggereix que la capacitat de l'economia xinesa per navegar per aigües tranquil·les en els propers anys és potser més limitada del que podíem imaginar.

PRINCIPALS INDICADORS

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

ESTATS UNITS

	2015	2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	10/17	11/17	12/17
Activitat									
PIB real	2,9	1,5	1,8	2,0	2,2	2,3	–	2,5	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	4,3	3,7	3,4	4,0	2,9	2,8	4,2	5,5	6,0
Confiança del consumidor (valor)	98,0	99,8	107,8	117,5	118,1	120,3	126,2	128,6	122,1
Producció industrial	–0,7	–1,2	–0,1	0,6	2,1	1,7	2,9	3,5	3,6
Índex activitat manufacturera (ISM) (valor)	51,4	51,4	53,3	57,0	55,8	58,6	58,7	58,2	59,3
Habitatges iniciats (milers)	1.107	1.177	1.248	1.238	1.167	1.172	1.256	1.299	1.192
Case-Shiller preu habitatge 2a mà (valor)	179	189	192	197	199	200	203	...	...
Taxa d'atur (% pobl. activa)	5,3	4,9	4,7	4,7	4,4	4,3	4,1	4,1	4,1
Taxa d'ocupació (% pobl. > 16 anys)	59,4	59,7	59,7	60,0	60,1	60,2	60,2	60,1	60,1
Balança comercial ¹ (% PIB)	–2,8	–2,7	–2,7	–2,8	–2,8	–2,9	–2,9	–2,9	...
Preus									
Preus de consum	0,1	1,3	1,8	2,5	1,9	2,0	2,0	2,2	2,1
Preus de consum subjacent	1,8	2,2	2,2	2,2	1,8	1,7	1,8	1,7	1,8

Nota: 1. Saldo acumulat durant els 12 últims mesos.

Font: CaixaBank Research, a partir de les dades del Bureau of Economic Analysis, Departament de Treball, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM i Thomson Reuters Datastream.

JAPÓ

	2015	2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	10/17	11/17	12/17
Activitat									
PIB real	1,4	0,9	1,5	1,3	1,7	2,1	–	...	–
Confiança del consumidor (valor)	41,3	41,7	42,2	43,4	43,4	43,7	44,5	44,9	44,7
Producció industrial	–1,2	–0,2	2,8	3,9	5,8	4,6	4,1	3,7	...
Índex activitat empresarial (Tankan) (valor)	12,8	7,0	10,0	12,0	17,0	22,0	–	25,0	–
Taxa d'atur (% pobl. activa)	3,4	3,1	3,1	2,9	2,9	2,8	2,8	2,7	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–0,5	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,8	0,8	0,7
Preus									
Preus de consum	0,8	–0,1	0,3	0,3	0,4	0,6	0,2	0,5	1,1
Preus de consum subjacent	1,4	0,6	0,2	0,1	0,0	0,2	0,2	0,3	0,4

Nota: 1. Saldo acumulat durant els 12 últims mesos.

Font: CaixaBank Research, a partir de les dades del Departament de Comunicacions, Banc del Japó i Thomson Reuters Datastream.

XINA

	2015	2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	10/17	11/17	12/17
Activitat									
PIB real	6,9	6,7	6,8	6,9	6,9	6,8	–	6,8	–
Vendes al detall	10,7	10,4	10,6	10,0	10,8	10,3	10,0	10,2	9,4
Producció industrial	6,1	6,0	6,1	6,8	6,9	6,3	6,2	6,1	6,2
PMI manufactures (oficial) (valor)	49,9	50,3	51,4	51,6	51,4	51,8	51,6	51,8	51,6
Sector exterior									
Balança comercial ¹ (valor)	608	512	512	466	458	435	425	421	435
Exportacions	–2,3	–8,4	–5,3	7,8	9,0	6,9	6,9	12,3	10,9
Importacions	–14,2	–5,7	2,1	23,9	14,3	14,7	17,4	18,7	5,0
Preus									
Preus de consum	1,4	2,0	2,2	1,4	1,4	1,6	1,9	1,7	1,8
Tipus d'interès de referència ² (valor)	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
Renminbi per dòlar (valor)	6,3	6,6	6,8	6,9	6,9	6,7	6,6	6,6	6,6

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

Font: CaixaBank Research, a partir de les dades de l'Oficina Nacional d'Estadística xinesa i Thomson Reuters Datastream.

CONJUNTURA · Europa canvia de marxa i accelera

Bones perspectives econòmiques per a l'any que comença. El conjunt de països de la zona de l'euro està experimentant una acceleració remarcable del ritme de creixement. Tots els factors juguen a favor, tant els externs com els interns. Del context extern, destaca el major creixement global, un element que, a més a més, s'espera que continuï present en els propers trimestres. En clau interna, destaquen el bon funcionament del consum de les llars i de la inversió, que es beneficien del manteniment d'unes condicions financeres que continuen sent molt favorables i de la destacable millora de la confiança en la capacitat de creixement de l'economia. Igual d'optimista es mostra l'FMI en la recent actualització de les previsions econòmiques per a la zona de l'euro, que va tornar a revisar a l'alça. La institució va assenyalar que la recuperació de la zona de l'euro és molt vigorosa i que es donen les condicions per al manteniment d'aquest dinamisme en els propers trimestres.

L'actualitat política posa Alemanya i Itàlia en el punt de mira. L'economia alemanya continua mostrant un ritme d'avanç molt robust, i tot fa pensar que es mantindrà al llarg de l'any malgrat l'impasse polític en què es troba el país. De fet, si es ratifica el preacord assolit entre la CDU i l'SPD i es torna a repetir una gran coalició entre els dos partits principals, l'economia es podria beneficiar d'un cert impuls fiscal. El preacord també inclou mesures destacables per impulsar el projecte europeu, com la creació d'un Fons Monetari Europeu. A Itàlia, la situació és ben diferent. Les enquestes mostren que, després de les eleccions generals previstes per al 4 de març, l'escenari més probable és un Parlament que continuarà sent molt fragmentat i en el qual és poc probable que hi hagi un partit amb una majoria suficient per governar en solitari. A això s'afegeix l'auge, que probablement es produirà, de partits populistes. Una conjunció de factors, per tant, poc propícia perquè es puguin dur a terme les reformes que necessita el país (per a més detalls, vegeu el Focus «Itàlia: piano piano non si va lontano», en aquest mateix Informe Mensual).

L'economia de la zona de l'euro manté un ritme de creixement sòlid en el 4T 2017. En concret, el PIB de la zona de l'euro va registrar un avanç del 0,6% intertrimestral (el 2,7% interanual) en l'últim trimestre de l'any, un ritme de creixement lleugerament superior a l'esperat per CaixaBank Research i que s'afegeix als bons registres dels trimestres anteriors. De fet, per al conjunt de l'any 2017, l'economia es va expandir el 2,5%, el ritme més alt des del 2007 i clarament superior a l'1,8% registrat el 2016. Per països, es disposa ja de les dades d'Espanya (el 0,7% intertrimestral) i de França (el 0,6%), amb registres superiors als esperats en els dos casos. De fet, un dels elements que destaca quan s'analitza l'evolució recent de les taxes de creixement dels països de la zona de l'euro és el major grau de sincronització econòmica, un fet que propicia que l'actual període expansiu sigui més robust i menys vulnerable als shocks idiosincràtics que es poden produir en algun país.

Previsions de PIB de l'FMI

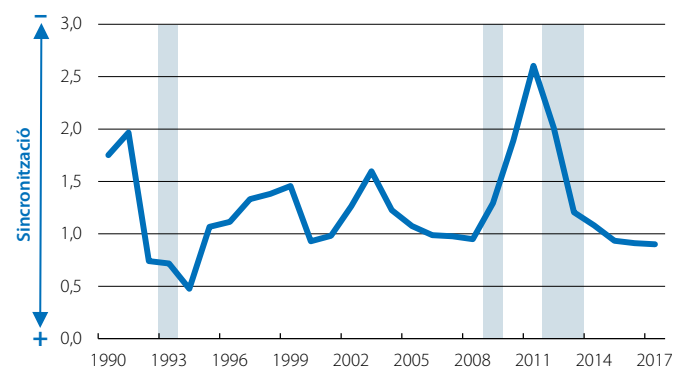
Variació anual (%)

	Previsió PIB			Variació en relació amb la previsió d'octubre 2017	
	2017	2018	2019	2018	2019
Zona de l'euro	2,4	2,2	2,0	▲ 0,3	▲ 0,3
Alemanya	2,5	2,3	2,0	▲ 0,5	▲ 0,5
França	1,8	1,9	1,9	▲ 0,1	▲ 0,0
Itàlia	1,6	1,4	1,1	▲ 0,3	▲ 0,2
Espanya	3,1	2,4	2,1	▼ 0,1	▲ 0,1
Regne Unit	1,7	1,5	1,5	= 0,0	▼ 0,1

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

Zona de l'euro: indicador de sincronització del cycle econòmic *

Índex

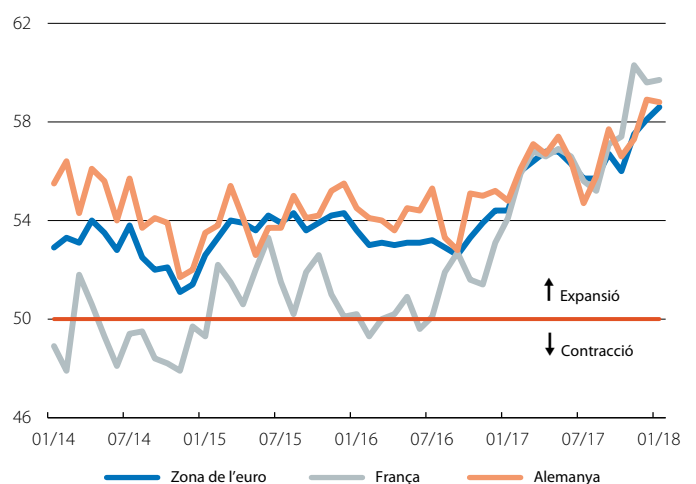


Nota: * L'indicador és la desviació estàndard del creixement del PIB de cada país menys la mitjana de creixement de la zona de l'euro, on el pes de cada país és la seva població. Les àrees acolorides assenyalen els anys en què la zona de l'euro va patir una recessió. S'exclouen alguns països de la zona de l'euro per falta de dades.

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

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

Nivell



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

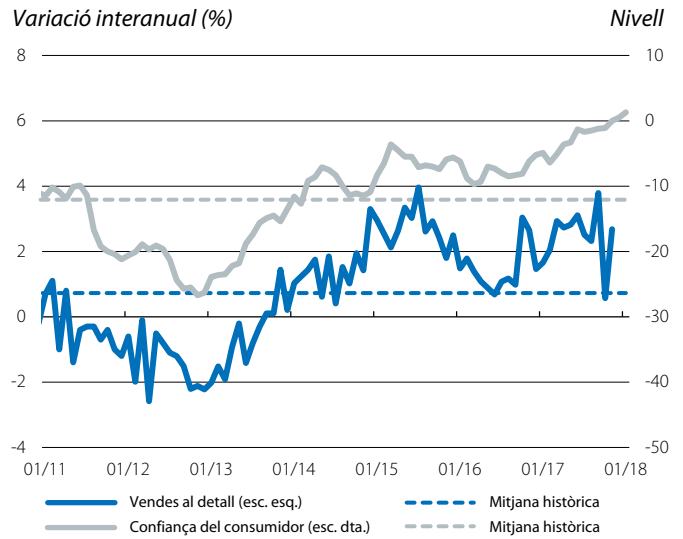
Els indicadors de sentiment de la zona de l'euro, optimistes en l'inici de l'any. Els primers indicadors disponibles del 1T 2018 mostren que l'optimisme empresarial manté la tendència a l'alça. En particular, l'índex de sentiment empresarial compost (PMI) de la zona de l'euro va repuntar al gener fins als 58,6 punts (58,1 punts al desembre), el nivell més alt des del 2006 i en zona clarament expansiva (per damunt dels 50 punts). Així mateix, l'indicador de sentiment econòmic (ESI) de la zona de l'euro va registrar 114,7 punts al gener, molt a prop del registre del mes anterior, que era el més alt des del 2001. Per països, destaca Alemanya, on malgrat l'impasse polític continua millorant l'optimisme empresarial: tant l'indicador de sentiment econòmic de l'IFO com el PMI compost van millorar des de cotes ja molt altes. Així mateix, a França, l'optimisme sobre el bon entorn econòmic i sobre l'impacte de les reformes econòmiques de Macron es veu reflectit en l'índex de sentiment de l'INSEE i en el PMI compost, els dos en nivells molt elevats. Tot plegat mostra que el bon ritme de creixement a la zona de l'euro és molt probable que continuï el 2018.

El consum privat continua pròsper. Al novembre, les vendes al detall van repuntar de nou amb un avanç del 2,8% interanual, després de la desacceleració puntual del mes anterior. Així mateix, l'indicador de confiança de la Comissió Europea va augmentar fins als 1,3 punts al gener, el nivell més alt mai registrat. Aquestes dades, juntament amb la millora de les perspectives de creixement i del mercat laboral en particular, fan pensar que el consum de les llars es mantindrà com un dels pilars del creixement de la zona de l'euro.

La inflació manté un avanç moderat malgrat la recuperació econòmica. Al gener, la inflació es va situar en l'1,3%, 1 dècima per sota de la dada del mes de desembre, a causa, principalment, del menor augment dels components energètics i dels aliments no elaborats. Per la seva banda, la inflació subjacent va assolir l'1,2%, 1 dècima per damunt del registre del desembre. Esperem que la inflació es recuperi de forma gradual a mesura que es consolidi el creixement, tot i que es mantindrà en nivells moderats el 2018 i inferiors a l'objectiu del BCE (per sota però a la vora del 2%). Això és degut, en gran part, al fet que, a diversos països, encara hi ha marge per incrementar la capacitat productiva sense que es produeixin pressions salarials (per a més detalls, vegeu el Focus «La inflació i els seus determinants: una mesura de la nostra ignorància», en aquest Informe Mensual). Així mateix, el repunt de l'euro reduirà les pressions inflacionistes dels productes importats.

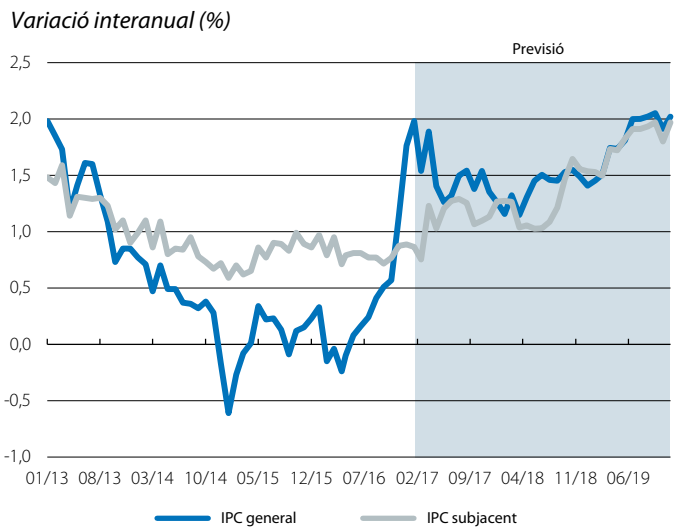
La major activitat econòmica impulsa l'activitat creditícia. L'enquesta de préstecs bancaris del BCE mostra que es reuneixen totes les condicions perquè el crèdit continuï creixent. En concret, l'enquesta mostra que, en el 4T 2017, va continuar augmentant la demanda a tots els segments i que, al mateix temps, es va produir una millora de les condicions d'accés al crèdit. Segons l'enquesta, l'augment de la inversió, l'entorn favorable dels tipus d'interès i la major confiança apunten al creixement de la demanda. Així mateix, destaca que les famílies es beneficien de més facilitats per accedir al crèdit per a la com-

Zona de l'euro: indicadors de consum



Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i de la Comissió Europea.

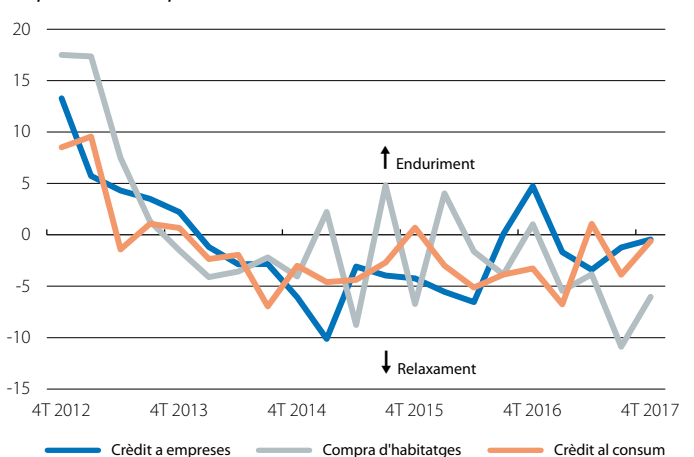
Zona de l'euro: IPC harmonitzat



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

Zona de l'euro: enquesta sobre préstecs bancaris

Entitats que endureixen (+) o relaxen (-) els criteris d'aprovació dels préstecs (% net)



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

pra d'habitatges, gràcies a les majors pressions competitives al sector i a la disminució de la percepció del risc.

PORTUGAL

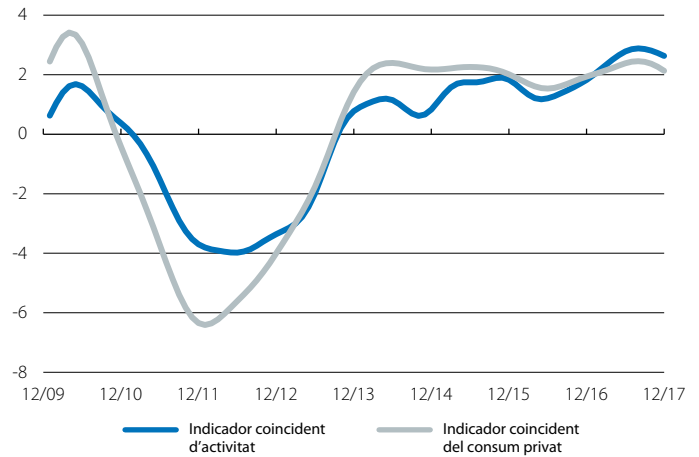
Una expansió econòmica més equilibrada i sostenible. Els indicadors econòmics més recents suggereixen que el ritme de creixement es podria moderar. Malgrat això, tot fa pensar que, el 2018, el creixement continuarà sent dinàmic i, molt probablement, més equilibrat, amb el suport de la demanda interna, en particular de la inversió, i de la demanda externa. Els exemples del dinamisme que continua mostrant l'economia lusitana són múltiples. Destaquen, per exemple, els indicadors coincidents d'activitat econòmica i de consum privat del Banc de Portugal, que van augmentar el 2,6% i el 2,1% interanual al desembre, respectivament, uns avanços una mica inferiors als dels mesos anteriors, però que continuen sent elevats. També és remarcable l'evolució de l'índex de confiança del consumidor del mes de desembre, que es va mantenir en els 2,3 punts, molt a la vora del nivell màxim històric assolit al juliol (2,5 punts). En aquest context tan favorable, la prima de risc del bo sobirà portuguès va baixar, al gener, per sota dels 140 p. b., amb el suport, també, de la revisió del *rating* que va dur a terme Fitch, que el va situar en grau d'inversió (de BB+ a BBB). Fitch, a més de considerar el context macroeconòmic favorable, va justificar la decisió en els esforços de consolidació fiscal duts a terme en els últims anys i en les millores al sector bancari.

La inversió guanya protagonisme a Portugal. En concret, la formació bruta de capital fix va avançar el 10,4% interanual el 2017 (mitjana 1T-3T), amb el suport de l'acceleració del ritme de creixement de la inversió en béns d'equipament (el 16,3% interanual) i de la inversió residencial (el 9,6%). De cara als propers trimestres, esperem que aquesta dinàmica positiva de la inversió prossegueixi, malgrat que a un ritme més moderat. Segons l'Enquesta d'Inversió de l'INE, les empreses portugueses preveuen augmentar la inversió 1,8 p. p. menys el 2018 en relació amb el 2017. Així mateix, s'espera que la inversió pública també recuperi un cert dinamisme, impulsada per l'augment de fons europeus.

La recuperació econòmica es trasllada a la concessió de crèdit, en particular a les llars. D'una banda, la bona dinàmica del sector immobiliari es reflecteix en el creixement de les noves operacions de crèdit a l'habitatge. Al novembre, el nou crèdit a l'habitatge va augmentar el 42,2% interanual en l'acumulat de l'any i va assolir els 6.656 milions d'euros, una xifra superior al registre total del 2016, però inferior als nivells registrats abans de la crisi. Així mateix, el crèdit al consum va continuar evolucionant de forma positiva (el 10,0% en els 11 primers mesos del 2017). De l'altra, la concessió de crèdit a les empreses va disminuir el 3,7% per a les pimes i el 8,5% per a les grans empreses, una reculada, però, inferior a la del mateix període de l'any anterior i necessària per completar el procés de despallanquejament que duen a terme.

Portugal: indicadors coincidents d'activitat i del consum privat

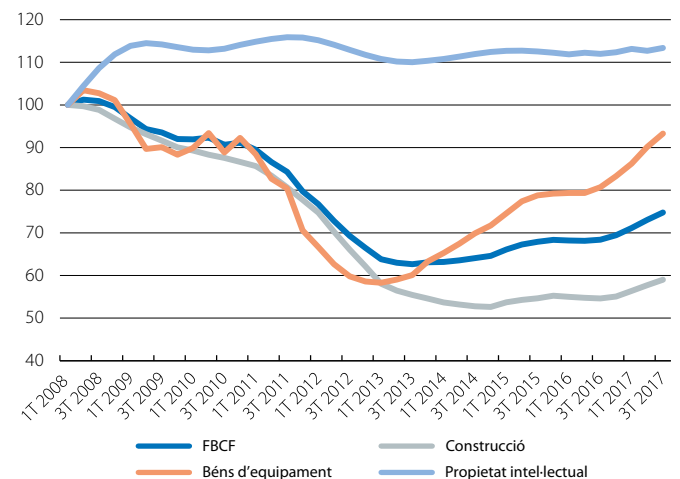
Variació interanual (%)



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

Portugal: inversió (FBCF) i components *

Índex (100 = 1T 2008)

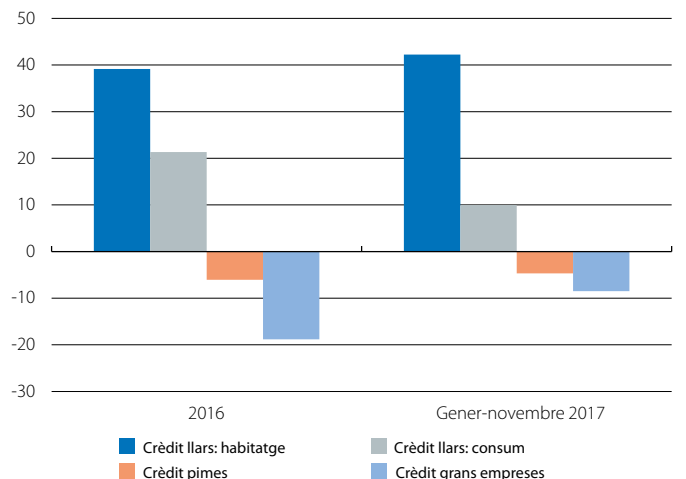


Nota: * Acumulat de quatre trimestres.

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

Portugal: nova concessió de crèdit

Variació interanual (%)



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

FOCUS · La inflació i els seus determinants: una mesura de la nostra ignorància

Passats quatre anys des de l'inici de la recuperació econòmica, la inflació de la zona de l'euro continua sense assolir els registres previs a la crisi. Així, si la inflació subjacent¹ va fluctuar al voltant de l'1,8% entre el 2000 i el 2007, des del 2014 ha oscil·lat al voltant del 0,9%. En aquest Focus, indagarem sobre l'alentiment de la inflació i veurem que, tot i que una part de la dinàmica recent és difícil d'explicar, un percentatge elevat de l'evolució observada pot ser atribuïble a tres factors: l'augment de l'atur, l'elevada taxa de subocupació i, malgrat que pugui semblar contraintuïtiu, l'alentiment del creixement de la productivitat.

Històricament, la taxa d'atur ha estat la variable més comunament usada per mesurar el grau de pressió sobre els preus. A més atur, menys poder de negociació per part dels treballadors per negociar els increments salarials i, per tant, menys pressió sobre els preus. Des d'aquest punt de vista, malgrat que l'atur ha caigut des de l'inici de la recuperació, es manté per damunt de la mitjana anterior a la crisi (vegeu el primer gràfic). Així mateix, la subocupació –el percentatge d'empleats que desitjarien treballar més hores de les que treballen– ha crescut amb força des de l'inici de la crisi. Una taxa de subocupació més elevada hauria d'exercir pressió a la baixa sobre els salaris, en la mesura que aquests treballadors ofereixen a les empreses marge per augmentar la capacitat productiva sense haver de contractar treballadors nous. Finalment, un altre factor rellevant és l'alentiment del creixement de la productivitat del treball² que ha tingut lloc des de l'inici de la crisi (vegeu el primer gràfic), tot i que, en aquest cas, l'impacte sobre la inflació és, en principi, ambigu. D'una banda, una major producció de béns i serveis derivada de l'augment de la productivitat hauria de pressionar a la baixa sobre els preus –atès un determinat increment salarial–, però també és possible que un context de major creixement de la productivitat derivi en majors demandes de creixement de salaris per part dels treballadors i això influeixi sobre els preus, en especial si aquestes demandes van més enllà del que justificaria el creixement de la productivitat.

El repte és anar més enllà de la valoració qualitativa i arribar a una mesura quantitativa de l'impacte de cada factor sobre la inflació. En aquest sentit, una referència útil és l'exercici realitzat per l'FMI per al conjunt d'economies

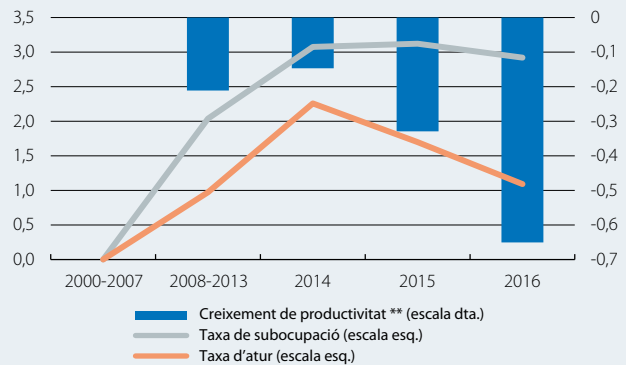
1. La inflació subjacent exclou de la mesura general d'inflació el preu del petroli i de les primeres matèries no processades.
 2. S'utilitza la ràtio del PIB sobre el total d'hores treballades.
 3. FMI (2017), «World Economic Outlook», capítol 2.
 4. Seguint la metodologia de l'FMI, estímem la següent equació: $\pi_{i,t} = \alpha + \rho\pi_{i,t-1} + \beta u_{i,t} + \gamma prod_{i,t} + \delta subo_{i,t} + \varphi d_t + \varepsilon_t$, on π denota la inflació subjacent; u la taxa d'atur; $prod$ la mitjana mòbil de tres anys del creixement de la productivitat del treball; $subo$, la taxa de subocupació; d un indicador de país, i ε el residu de la regressió. i denota el país i t el període. La mostra comprèn dades anuals entre el 2000 i el 2016.

desenvolupades en relació amb el creixement dels salaris.³ En aquest article, adoptem una metodologia similar, però posem el focus sobre la inflació, en lloc dels salaris, i ens centrem en les principals economies de la zona de l'euro (Alemanya, França, Itàlia, Espanya i Portugal).⁴

Els resultats mostren que el conjunt dels tres factors explica al voltant de dues terceres parts de la dinàmica de la inflació entre el 2014 i el 2016 (vegeu el segon gràfic). D'aquest exercici, sorprèn la limitada capacitat de predicció de la taxa d'atur (explica poc més del 30% del moviment observat), un tema que tractarem en anàlisis esdevenidores. Així mateix, destaca el poder explicatiu de les altres mesures, en especial la subocupació (el 23% del comportament observat). Potser, el més interessant de tot plegat és que una tercera part de la variació observada de la inflació subjacent queda atribuïda a factors que no podem explicar mitjançant les variables considerades. Aquest és el grau de la nostra ignorància.

Atur, productivitat i subocupació *

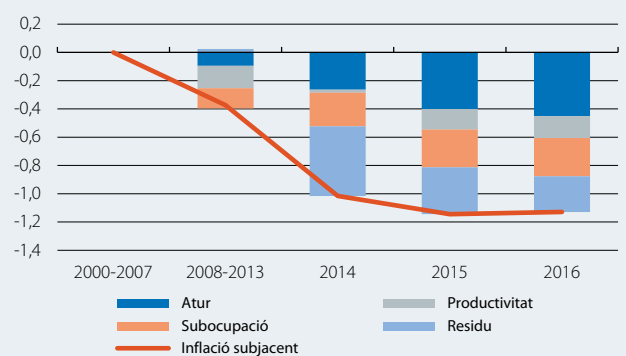
Diferencial en relació amb la mitjana 2000-2007 (p. p.)



Notes: * La mostra inclou Alemanya, França, Itàlia, Espanya i Portugal.
 ** Per capturar l'impacte gradual que tenen els canvis en la productivitat sobre els salaris prenem la mitjana mòbil de tres anys.
 Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

Contribució a l'evolució de la inflació subjacent *

Diferencial en relació amb la mitjana 2000-2007 (p. p.)



Nota: * La mostra inclou Alemanya, França, Itàlia, Espanya i Portugal, i les contribucions estan ponderades pel PIB.
 Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i de l'OCDE.

FOCUS · Itàlia: *piano piano non si va lontano*

Després de les eleccions a França i a Alemanya, l'atenció a la zona de l'euro se centra ara en les eleccions generals d'Itàlia del proper 4 de març. Si es confirmen les enquestes, no solament cap partit obtindrà una victòria clara, sinó que cap dels tres grans blocs –Centredreta, Moviment Cinc Estrelles (M5S) i Centreesquerra– comptaria amb prou suport electoral per obtenir una majoria absoluta a les dues cambres.¹ Per tant, sembla probable que, després de les eleccions, hi hagi un Govern en minoria o que s'obri un període de negociacions per formar un Govern de coalició que aglutini formacions amb orientacions polítiques molt diferents. Tot i que és cert que Itàlia està acostumada a resultats electorals poc concloents i a governs inestables –ha tingut 64 governs des de la Segona Guerra Mundial–, en aquest cas preocupa, a més a més, que puguin arribar al poder partits populistes.

En concret, l'M5S i el bloc de Centredreta, els dos amb tendències euroescèptiques i populistes, comptarien amb un suport elevat de l'electorat i tindrien possibilitats de formar Govern. Entre les seves propostes, destaca la voluntat que han expressat en diverses ocasions els líders dels seus partits que Itàlia abandoni l'euro. No obstant això, recentment, els dos grups han moderat les seves posicions, i, de fet, els seus respectius programes electorals no inclouen la sortida d'Itàlia de l'euro.

Així mateix, un altre aspecte important que genera preocupació són les seves propostes de reforma fiscal. En concret, el bloc de Centredreta proposa implementar un tipus impositiu únic sobre la renda de les llars i sobre les societats, i acompanyar la rebaixa fiscal amb retallades (no especificades) de despesa. Per la seva banda, l'M5S proposa reduir l'impost sobre la renda, malgrat que no ha especificat en quina quantia ni com es duria a terme. No obstant això, sigui del color que sigui finalment el nou Govern, difícilment podrà dur a terme una política fiscal gaire expansiva, ja que, atès l'elevat deute públic, el repunt de la prima de risc seria immediat i intens. De tota manera, els dos blocs voldran tibar la corda al màxim, i això podria generar tensions amb els socis europeus.

Finalment, també preocupa que cap dels tres grans blocs hagi inclòs al seu programa una estratègia detallada per potenciar el creixement econòmic i per reduir els focus de vulnerabilitat que persisteixen en l'economia italiana. En destaquem tres.

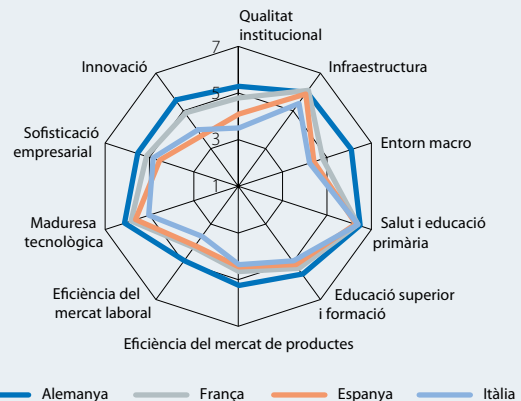
En primer lloc, la feblesa del sector bancari. Malgrat que s'han fet avanços importants en els últims mesos, no totes les entitats es troben en una posició sòlida per donar suport al creixement de l'economia. Tot i que la qualitat

dels actius ha millorat de forma considerable, en part gràcies a les reformes que faciliten la resolució dels procediments d'insolvència i la venda de carteres de préstecs dubtosos, la taxa mitjana de morositat del sector continua sent elevada, l'11,8% de l'stock de crèdit,² molt per damunt de la mitjana de la UE (el 4,2%). Això continua llasant l'activitat creditícia, en especial a les pimes, i és un dels motius que explica la lenta recuperació de la inversió empresarial.

Un altre focus de vulnerabilitat important és l'elevat nivell de deute públic, que representa el 134,7% del PIB i se situa molt per damunt de la mitjana de la zona de l'euro³ i del llindar fixat en les regles fiscals de la UE.⁴ Això limita la capacitat de la política fiscal per respondre a *shocks* adversos i implica que Itàlia sigui especialment vulnerable a canvis en les condicions financeres.

Finalment, i no menys important, preocupa la baixa capacitat de creixement de l'economia italiana. Un simple exemple ho il·lustra perfectament: en els 15 últims anys, el PIB per capita d'Itàlia ha caigut el 5,0%, mentre que, al conjunt de la zona de l'euro, ha crescut al voltant de l'11,0% i, als EUA, el 17,0%. L'índex de competitivitat del Fòrum Econòmic Mundial ens dona algunes pistes dels punts febles de l'economia italiana (vegeu el gràfic adjunt). Malgrat que són ben coneguts, tot fa pensar que el nou Govern no els abordarà amb prou determinació i ambició. Itàlia continua creient que *piano piano si va lontano*.

Índex de competitivitat del Fòrum Econòmic Mundial



Nota: Índex entre 1 i 7. Una puntuació més alta indica més competitivitat.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del World Economic Forum Global Competitiveness Index (2017-2018).

1. Es votarà per escollir els 630 diputats del Congrés i els 315 membres del Senat.
2. Dades consolidades, segons l'EBA Quarterly Risk Dashboard per al 3T 2017.
3. El 89,1% del PIB, segons les dades d'Eurostat per al 2T 2017.
4. El 60% del PIB.

PRINCIPALS INDICADORS

Indicadors d'activitat i ocupació

Valors, llevat que s'indiqui el contrari

	2015	2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	10/17	11/17	12/17	01/18
Vendes al detall (<i>variació interanual</i>)	2,7	1,4	2,2	3,0	2,9	0,2	2,8	...	...
Producció industrial (<i>variació interanual</i>)	2,1	1,5	1,3	2,7	3,7	3,9	3,2	...	...
Confiança del consumidor	-6,2	-7,8	-5,5	-2,7	-1,5	-1,1	0,0	0,5	1,3
Sentiment econòmic	103,6	104,3	107,5	109,5	111,5	113,5	114,0	115,3	114,7
PMI manufactures	52,2	52,5	55,6	57,0	57,4	58,5	60,1	60,6	59,6
PMI serveis	54,0	53,1	55,1	56,0	55,3	55,0	56,2	56,5	57,6
Mercat de treball									
Ocupació (persones) (<i>variació interanual</i>)	1,0	1,3	1,6	1,6	1,7	-	...	-	-
Taxa d'atur: zona de l'euro (% pobl. activa)	10,9	10,0	9,5	9,2	9,0	8,8	8,7	8,7	...
Alemanya (% pobl. activa)	4,6	4,2	3,9	3,8	3,7	3,7	3,6	...	...
França (% pobl. activa)	10,4	10,0	9,7	9,5	9,5	9,3	9,2	...	...
Itàlia (% pobl. activa)	11,9	11,7	11,6	11,2	11,2	11,1	11,0	...	...
Espanya (% pobl. activa)	22,1	19,6	18,2	17,3	16,8	16,7	16,7	...	...

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

Sector exterior

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

	2015	2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	10/17	11/17	12/17
Saldo corrent: zona de l'euro	3,4	3,7	3,7	3,5	3,8	3,8	3,8	...
Alemanya	8,5	8,3	8,3	7,7	7,8	7,8	7,8	...
França	-0,4	-0,9	-1,1	-1,2	-0,9	-0,9	-1,1	...
Itàlia	1,5	2,7	2,9	2,8	2,8	2,8	2,9	...
Espanya	1,1	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8	1,7	...
Tipus de canvi efectiu nominal¹ (valor)	91,7	94,3	93,7	95,2	98,5	98,6	98,5	98,8

Nota: 1. Ponderat pel flux de comerç exterior. Valors superiors signifiquen apreciació de la moneda.

Font: CaixaBank Research, a partir de les dades d'Eurostat, la Comissió Europea i organismes nacionals d'estadística.

Finançament i dipòsits dels sectors no financers

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

	2015	2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	10/17	11/17	12/17	
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres ¹	-0,3	1,8	2,2	2,3	2,4	2,9	3,1	2,9	
Crèdit a les llars ^{1,2}	0,7	1,7	2,3	2,6	2,7	2,7	2,8	2,8	
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres ³ (%)	1,6	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,2	...	
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge ⁴ (%)	2,1	1,8	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7	...	
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	11,1	10,0	9,4	10,2	10,5	10,4	10,1	9,5	
Altres dipòsits a curt termini	-3,8	-1,9	-2,3	-2,9	-3,0	-2,7	-2,5	-2,1	
Instruments negociables	2,6	2,7	5,7	0,6	-0,6	-0,8	-0,5	-3,0	
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars (%)	0,8	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	...	

Notes: 1. Dades ajustades de vendes i titulitzacions. 2. Inclou les institucions financeres sense ànim de lucre al servei de les llars. 3. Crèdits de més d'un milió d'euros a tipus flexible i fins a un any de fixació del tipus oficial. 4. Préstecs a tipus flexible i fins a un any de fixació del tipus oficial.

Font: CaixaBank Research, a partir de les dades del Banc Central Europeu.

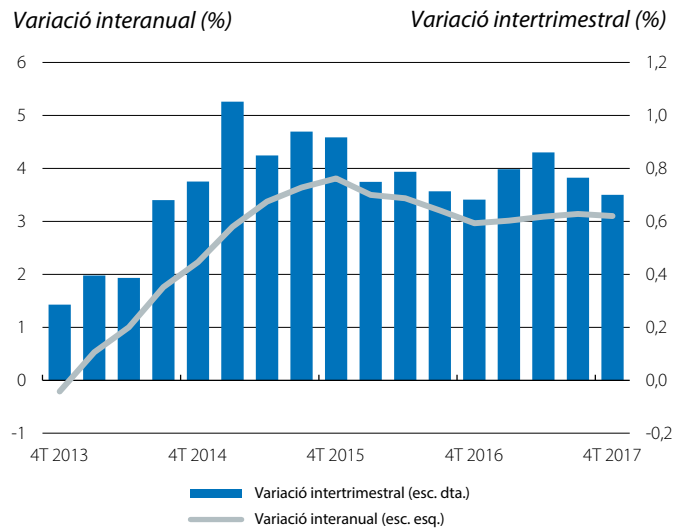
CONJUNTURA · Balanç positiu de l'any 2017 i bones perspectives per al 2018

El creixement es manté elevat, afavorit per una economia global en acceleració. En el 4T 2017, el PIB va avançar un sòlid 0,7% intertrimestral (el 3,1% interanual), de manera que el còmput per al conjunt de l'any 2017 va ser del 3,1%. Malgrat que alguns vents de cua van perdent intensitat, com el preu del petroli o l'apreciació de l'euro, el ritme de creixement es va mantenir en registres relativament elevats, gràcies a la bona evolució de l'economia global i, en particular, a la solidesa de la recuperació a la zona de l'euro, que impulsa el sector exterior espanyol. L'economia espanyola també es continua beneficiant del manteniment d'unes condicions financeres molt acomodaticies. En aquest sentit, destaca la millora del *rating* del deute sobirà duta a terme per l'agència de qualificació creditícia Fitch (de BBB+ a A-) arran de la millora de les perspectives de creixement de l'economia espanyola i de l'ajust fiscal fet en els últims anys. Això, juntament amb un BCE que es mostra molt pacient a l'hora de retirar els estímuls monetaris malgrat la millora econòmica a la zona de l'euro i l'apreciació de l'euro, ha pressionat a la baixa la prima de risc espanyola, que es va situar per sota dels 80 p. b. en els últims dies de gener, nivells que no s'havien vist des de l'any 2009.

El consum privat manté el to i la inversió guanya dinamisme. Els indicadors de despesa corresponents a l'últim trimestre del 2017 evidencien que el consum privat, que representa el 57% del PIB, hauria reduït lleugerament el ritme d'avanç. Així, les vendes al detall van avançar, de mitjana, el 0,9% interanual en el 4T, percentatge que cal comparar amb l'1,7% del 3T. En canvi, els indicadors relacionats amb la inversió en equipament apunten a un dinamisme renovat, propiciat pel clima d'elevada confiança empresarial. Per la seva banda, la inversió en habitatge residencial també hauria accelerat el ritme de creixement en un context de puixança de la demanda d'habitatge (les compravendes van créixer el 15% interanual al novembre) i dels preus (el 6,7% interanual en el 3T, segons l'INE). D'aquesta manera, a poc a poc es va despertant l'activitat al sector de la construcció, tal com ho mostra el significatiu increment dels visats d'obra nova (el 28% interanual a l'octubre, acumulat de l'any), que ja voregen els 70.000, de manera que s'estima que, el 2017, es van superar amb escreix els 64.000 visats de l'any 2016. Es consolida, així, la recuperació de l'activitat al mercat immobiliari.

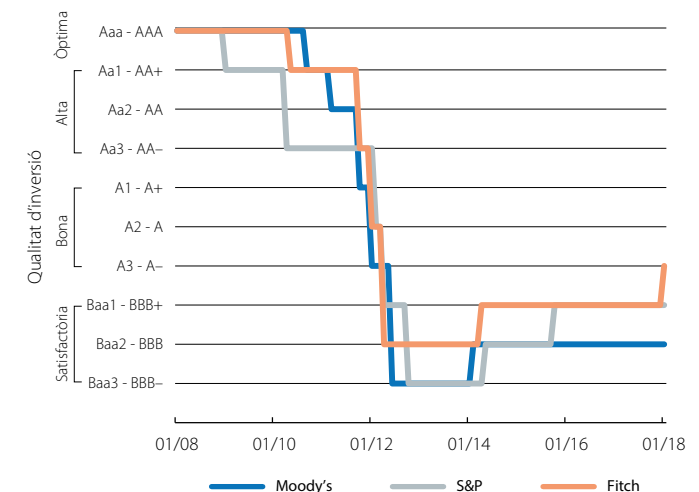
El mercat laboral evoluciona de forma favorable, però va perdre una mica d'embranchada en el tram final de l'any, tal com ho mostra el fet que, en termes desestacionalitzats, es va continuar creant ocupació (el 0,4% intertrimestral en el 4T), tot i que a un ritme inferior al dels trimestres precedents (el 0,75% intertrimestral, de mitjana, en els tres primers trimestres). Es tanca, així, un any molt positiu per al mercat laboral: de mitjana anual, el nombre d'ocupats va augmentar en 483.000 persones,

PIB



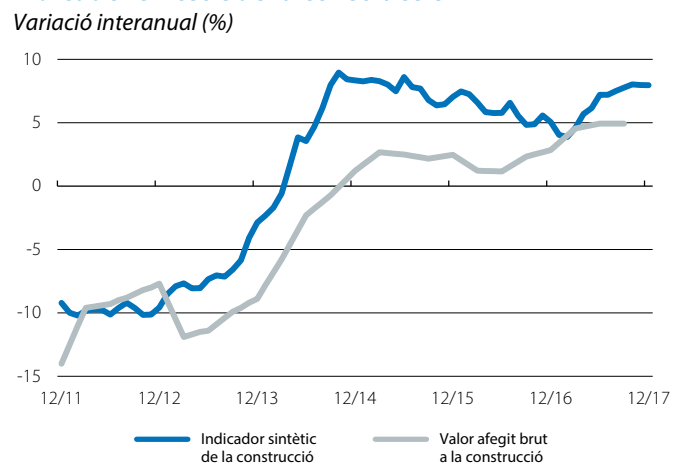
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

Rating sobirà d'Espanya



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

Indicador sintètic de la construcció



Nota: L'indicador sintètic de la construcció està compost pels següents indicadors: afiliats en construcció, consum aparent de ciment, finançament a les famílies per a habitatge deflactat, visats d'obra nova, indicador de confiança a la construcció i capital prestat (hipoteques urbanes). Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri d'Economia i Competitivitat.

els aturats van disminuir en més de mig milió (-564.000 persones) i la taxa d'atur es va reduir en 2,4 punts. Malgrat aquesta millora, el mercat laboral espanyol continua patint greus problemes, com l'excessiva temporalitat (el 26,7% dels assalariats tenien un contracte temporal en el 4T 2017), l'elevada taxa d'atur juvenil (el 37,5% dels joves entre 16 i 25 anys que desitjarien treballar no troben feina) i l'atur de llarga durada (el 50,4% dels aturats acumulen més d'un any en aquesta situació).

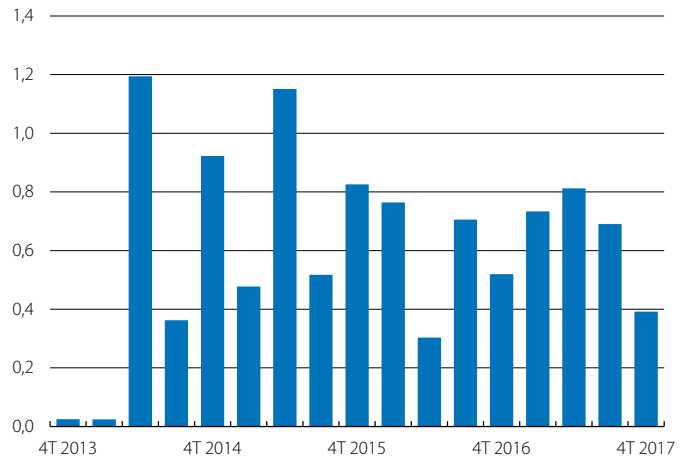
Malgrat la millora econòmica, els increments de preus continuen sent molt moderats. Al gener, i malgrat el fort augment del preu del petroli en aquest mes, que va arribar a superar els 70 dòlars per barril, la inflació general va recular fins al 0,5%. Malgrat que encara no es coneix el desglossament per components, aquest alentiment dels preus seria conseqüència de l'efecte de base del preu de l'electricitat (cal recordar que, fa un any, el repunt del preu de l'electricitat va fer augmentar la inflació fins al 3% durant els mesos d'hivern). De fet, aquest component va ser també el principal responsable del fort descens de la inflació en el mes de desembre fins a l'1,1%, 6 dècimes per sota de la dada del novembre. A més de l'electricitat, també van contribuir a la moderació de la inflació al desembre la resta de grups no-subjacents (carburants i aliments no elaborats). D'altra banda, la inflació subjacent es va mantenir estable en el 0,8% al desembre, la qual cosa demostra que les pressions inflacionistes encara no són rellevants. En aquest context de moderació de preus i d'elevada folgança al mercat laboral, els increments salarials també continuen sent continguts (per a més detalls sobre les perspectives salarials, vegeu el Focus «Evolució salarial i subocupació al mercat laboral espanyol», en aquest mateix Informe Mensual).

L'alça dels preus del cru continua afeblint la balança comercial malgrat el bon comportament de les exportacions. Al novembre, el dèficit comercial es va enfiar fins als 25.141 milions d'euros (acumulat de 12 mesos), una xifra que equival al 2,2% del PIB i que representa un deteriorament notable en relació amb el dèficit de l'1,6% del novembre del 2016. Aquest empitjorament del saldo del comerç de béns va ser degut, principalment, a l'encariment del petroli, que va incrementar el valor de les importacions energètiques. Així mateix, el dinamisme de la inversió empresarial també es reflecteix en un augment de les importacions de béns d'equipament. La puixança de les importacions eclipsa l'excel·lent comportament del sector exportador espanyol: les exportacions de béns van anotar avanços molt robusts al novembre (el 8,6% interanual les totals i el 7,0% les no energètiques, en l'acumulat de 12 mesos). En la mateixa línia, les exportacions de serveis també evolucionen de forma favorable, gràcies a un sector turístic que continua batent rècords: Espanya va rebre 81,8 milions de turistes internacionals el 2017, el 8,6% més que el 2016.

La senda expansiva de l'economia és compatible amb la correcció dels desequilibris macroeconòmics. Un aspecte molt positiu d'aquesta nova etapa és que el creixement econòmic és més equilibrat que en l'anterior període expansiu. En efecte, l'economia espanyola ha crescut per damunt del 3% durant tres

Ocupació

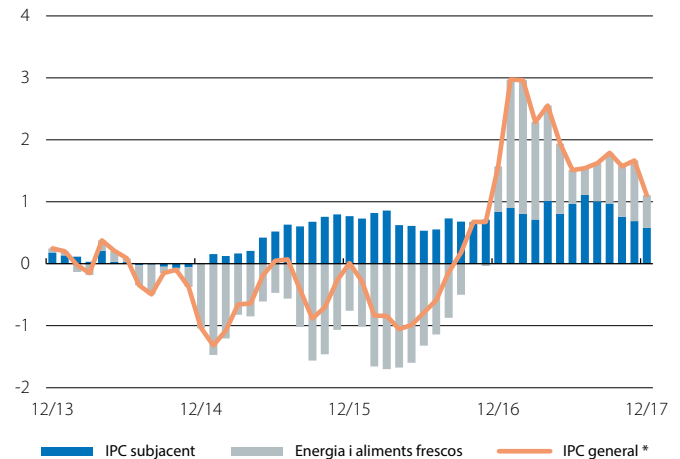
Variació intertrimestral (%)



Nota: Dades desestacionalitzades.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE (EPA).

IPC

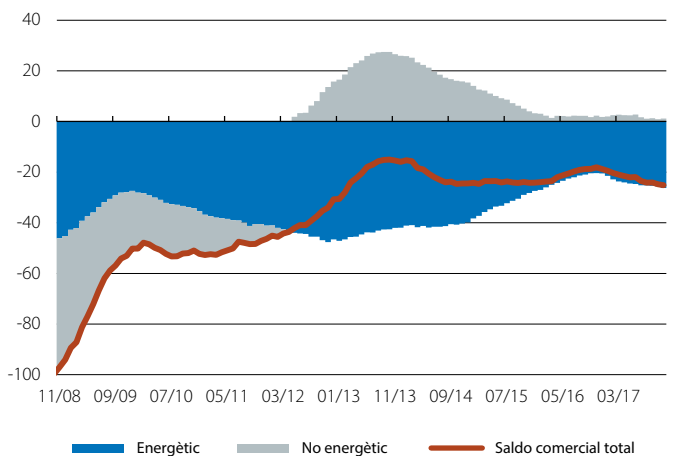
Contribució al creixement interanual (p. p.)



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

Saldo comercial

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



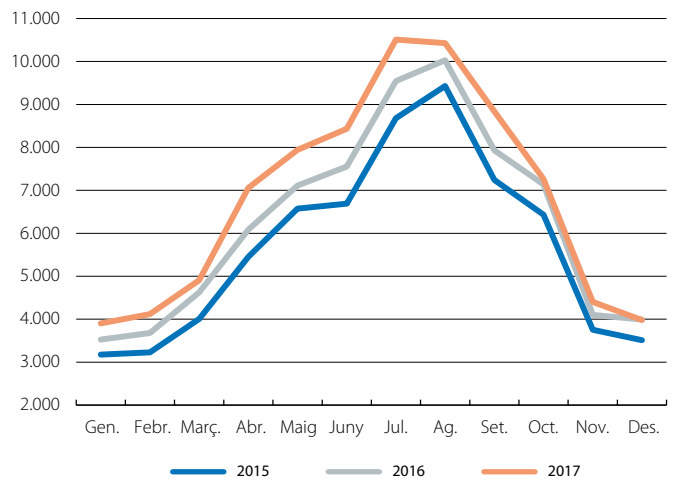
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Dept. de Duanes.

anys consecutius, al mateix temps que mantenia un superàvit per compte corrent i es reduïen el dèficit públic i el deute privat. En aquest últim aspecte, les dades del 3T 2017 mostren que el deute de les llars i de les societats no financeres va continuar descendint fins a situar-se en el 61,8% i en el 98,0% del PIB, respectivament. Uns nivells que són similars als de la zona de l'euro i que indiquen que el procés de despallanquejament del sector privat està molt avançat.

El crèdit bancari es beneficia d'aquest context positiu. Les menors necessitats de despallanquejament del sector privat, juntament amb la millora econòmica, amb unes condicions financeres favorables i amb un sector bancari sanejat, donen suport a la recuperació del crèdit bancari. Segons l'última enquesta de préstecs bancaris, corresponent al 4T 2017, els bancs han relaxat els estàndards per a la concessió de crèdits a les llars i els han mantingut sense canvis per a les empreses. Així mateix, la contínua reducció de la taxa de morositat bancària, que va recular 1 dècima al novembre, fins al 8,1%, reflecteix el notable esforç de la banca espanyola per eliminar els actius dubtosos dels balanços i per donar suport a la concessió de crèdit nou sa. En aquest sentit, l'activitat creditícia va ser molt dinàmica el 2017: la nova concessió de crèdit a les llars per a la compra d'habitatge i per a consum va créixer de forma significativa (el 17,4% i el 17,9%, respectivament). Pel que fa a les empreses, la nova concessió de crèdit a les pimes va continuar avançant (el 8,1%), mentre que el crèdit a les grans empreses va tornar a créixer (el 0,9%) després de la forta reculada experimentada el 2016. De cara al 2018, la nova producció de crèdit continuarà creixent a bon ritme, liderada pel crèdit al consum i a les empreses, gràcies a un entorn monetari acomodaticí i a la millora del mercat laboral i del sector immobiliari.

Entrada de turistes estrangers

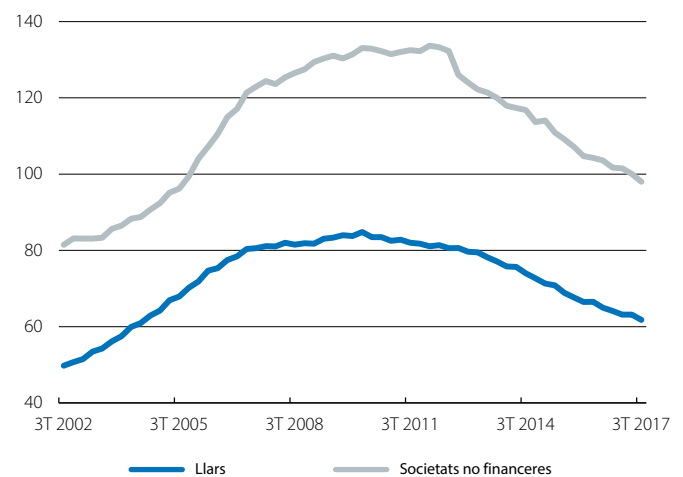
Nombre de turistes (milers)



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

Deute del sector privat

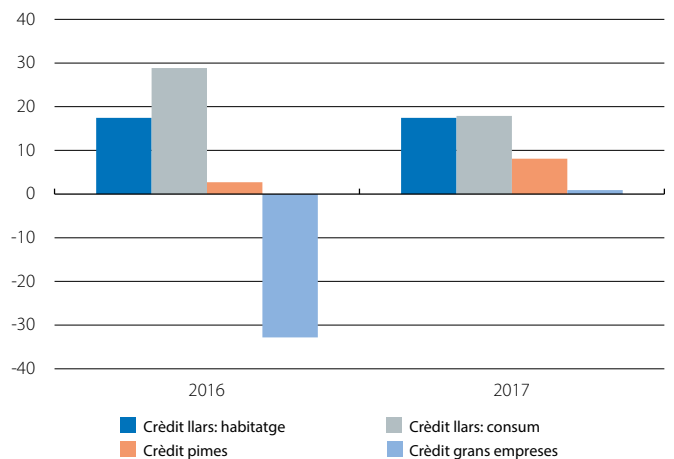
(% del PIB)



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

Nova concessió de crèdit

Variació anual (%)



Nota: El crèdit a les llars exclou els refinançaments.

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

FOCUS · Tensions a la Seguretat Social

La Seguretat Social acumula vuit anys en números vermells. En el període 2010-2016, el dèficit es va finançar mitjançant el Fons de Reserva de la Seguretat Social, creat a partir dels superàvits sostinguts en anys anteriors. No obstant això, el 2017, amb el Fons de Reserva de la Seguretat Social esgotant-se, el Tresor Públic va concedir un préstec a la Seguretat Social per finançar el dèficit, situació també prevista per a aquest exercici i que posa de manifest l'existència d'un problema estructural en el finançament de la Seguretat Social.

Les dades següents il·lustren el problema: mentre que els ingressos per cotitzacions socials, molt sensibles al cicle econòmic (i, en especial, a l'evolució de l'ocupació), han augmentat només l'1,8% en relació amb el 2009, la despesa en pensions de jubilació és ara el 54% superior a la del 2009. A què és degut el marcat augment de la despesa en les pensions de jubilació?

En primer lloc, a l'increment de la pensió mitjana, molt superior a l'augment del sou mitjà i, en menor mesura, a l'augment en el nombre de pensionistes, impulsat per l'allargament constant de l'esperança de vida i per l'auge de les jubilacions anticipades, principalment durant la crisi. Pel que fa al primer factor, l'import de la pensió mitjana de les noves altes de jubilació ha anat pujant fins a assolir el 70% del sou mitjà,¹ enfront del 60% registrat el 2008, i, en l'actualitat, representa un dels percentatges més alts d'Europa. No obstant això, cal esperar que les reformes dutes a terme el 2011 i el 2013, i, en particular, l'Índex de Revaloració de Pensions,² continguin els augments en la pensió mitjana en els propers anys. D'altra banda, l'augment en el nombre de pensionistes i el conseqüent increment en la taxa de dependència,³ que ha crescut en més de 5 p. p. en els 10 últims anys, fins al 29%, continuaran pressionant a l'alça la despesa en pensions en els propers anys.⁴

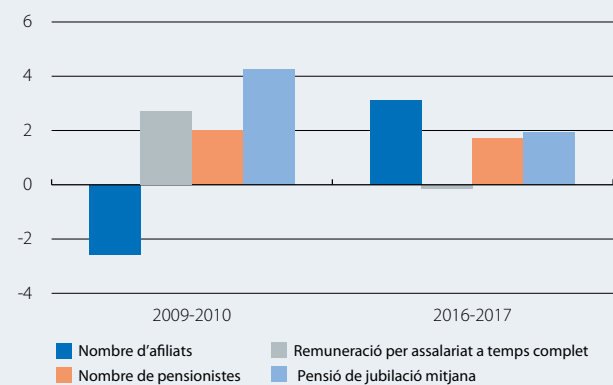
Davant aquesta situació, és de summa importància unir esforços per definir un nou pacte social intergeneracional. Atès el notable augment de l'esperança de vida, així com de la qualitat de vida en edats avançades, una gran part del debat se centra en la recerca de mesures encaminades

a facilitar la compatibilitat entre pensió i treball més enllà de l'edat actual de jubilació, com a mínim per a les persones que així ho desitgin. L'impacte d'aquestes mesures sobre els comptes de la Seguretat Social seria doble, ja que augmentaria els ingressos i, a més a més, reduiria la pressió sobre les despeses.

En aquest sentit, destaca la proposta de Domínguez-Fabián, del Olmo i Herce (2017)⁵ d'un sistema mixt de pensions «per etapes»: en una primera etapa, compresa entre l'edat de jubilació voluntària i una edat determinada per la Seguretat Social en funció de l'esperança i de la qualitat de vida (que els autors anomenen la «gran edat»), es percebria una renda derivada d'una assegurança de capitalització i, en la segona etapa, a partir de la «gran edat», hi hauria un sistema públic de repartiment. No obstant això, aquesta proposta, encaminada a garantir la sostenibilitat del sistema, no clarifica, entre altres qüestions, com es definiria la «gran edat», que no és una qüestió trivial, ni tampoc com es duria a terme la transició des del sistema actual. Així i tot, davant un problema de tanta envergadura, el debat i la recerca de solucions són benvinguts.

Principals determinants del saldo de la Seguretat Social

Creixement interanual (%)



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

1. Dades referents al 2016. En l'actualitat, la pensió mitjana se situa en 1.070 euros al mes (novembre del 2017). En alguns règims especials, com el del carbó, la pensió mitjana arriba als 2.075 euros al mes, el 80% del sou mitjà del grup d'ocupació d'indústries extractives, que és de 2.612 euros al mes. Dades basades en l'Enquesta d'estructura salarial.

2. La introducció del factor de revaloració vincula l'increment anual de les pensions a l'evolució prevista del dèficit de la Seguretat Social a mitjà termini.

3. La taxa de dependència es defineix com la ràtio entre la població més gran de 64 i la població en edat de treballar (de 16 a 64 anys).

4. En aquest sentit, el factor de sostenibilitat, que modifica la pensió inicial en funció de l'esperança de vida, ajudarà a contrarestar l'augment en el nombre de pensions.

5. Domínguez-Fabián, I., del Olmo, F. i Herce, J. A. (2017), «Reinventant la Seguretat Social. Cap a un sistema mixt de pensions "per etapes"», IAES, Document de Treball 06/17.

FOCUS · Evolució salarial i subocupació al mercat laboral espanyol

Un dels principals elements que determina l'evolució salarial al llarg del cicle econòmic és el grau de saturació del mercat laboral, el qual sol ser mesurat mitjançant la taxa d'atur: un nombre elevat de persones aturades indica que hi ha marge per augmentar la producció i per contractar més treballadors sense que es generin pressions salarials. A mesura que una economia s'endinsa en la fase madura del cicle i la taxa d'atur es redueix, les pressions salarials tendeixen a augmentar, ja que les empreses ho tenen més difícil per atreure nous treballadors.¹

Com es pot observar al primer gràfic, la taxa d'atur a Espanya ha reculat de forma notable des del punt màxim assolit el 2013 (acumula un descens de 9,5 p. p.) i es troba 6,8 p. p. per damunt del nivell precisi. En aquest sentit, malgrat que encara se situa en cotes relativament elevades, si es manté aquest ritme de descens, aviat podria assolir registres en què històricament el creixement dels salaris ha augmentat.

No obstant això, en l'etapa de recuperació actual, la taxa d'atur no és el millor indicador per mesurar el grau de saturació del mercat laboral, ja que s'ha produït un augment notable del nombre de treballadors amb un contracte a temps parcial que desitjarien treballar més hores. Això fa que el grau de saturació sigui inferior al suggerit per la taxa d'atur. Per capturar millor el grau de saturació del mercat laboral, utilitzem la taxa de subocupació, que inclou tant el nombre d'aturats com l'ocupació parcial involuntària.

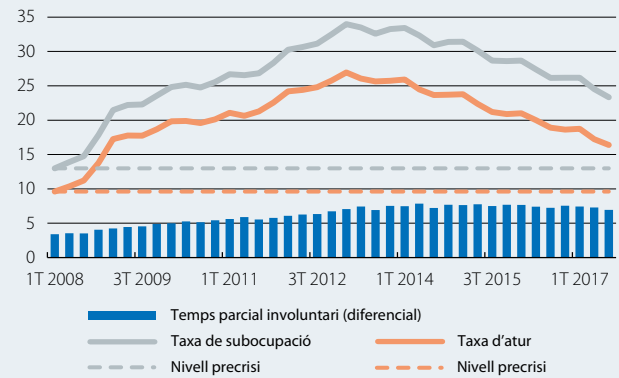
Així, malgrat que la taxa de subocupació també s'ha reduït de forma notable en els últims anys, encara es troba 10,3 p. p. per damunt dels nivells precisi. De fet, el percentatge de població activa que es troba en situació d'ocupació parcial involuntària (el 7% en el 3T 2017, que representa el 58% dels ocupats a temps parcial) amb prou feines s'ha reduït des que es va iniciar la recuperació el 2013. L'anàlisi de la relació entre la taxa de subocupació i el creixement dels salaris (la corba de Phillips modificada) suggereix que, atès l'elevat nivell de subocupació, cal esperar que els increments salarials per al conjunt de l'economia continuïn sent relativament continguts.

Però hi ha diferències rellevants entre sectors? El tercer gràfic mostra que la situació canvia molt en funció del sector. Així, a l'hoteleria, les activitats recreatives i les administratives o a la construcció, tant la taxa d'atur com la de subocupació continuen sent relativament elevades.² A més a més, hi ha alguns sectors que tenen una taxa d'atur relativament baixa, però, en canvi, presenten una ocupació parcial involuntària elevada (educació, sanitat i altres serveis). En canvi, al costat oposat, trobem diversos sectors amb nivells baixos d'atur i de subocupació. Per tant, malgrat que, en conjunt, s'espera que el creixement dels salaris es mantingui relativament contingut, també és probable que hi hagi diferències notables entre sectors.

1. La relació negativa entre la taxa d'atur i el creixement dels salaris és coneguda com corba de Phillips.

Taxa d'atur i taxa de subocupació *

(% de la població activa)

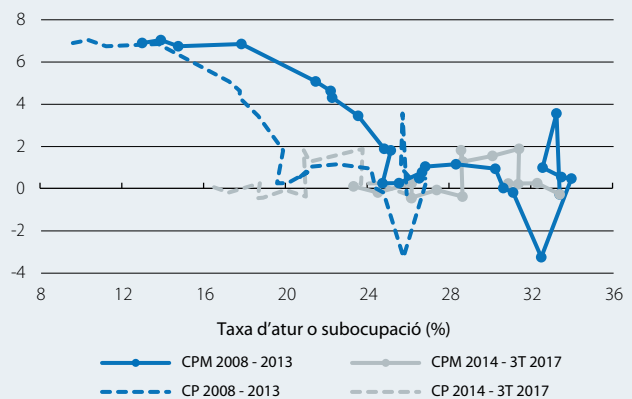


Nota: * La subocupació inclou els aturats i els treballadors a temps parcial que desitgen treballar més hores (ocupació parcial involuntària).

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE (EPA).

Corba de Phillips modificada *

Remuneració per treballador (variació interanual, %)

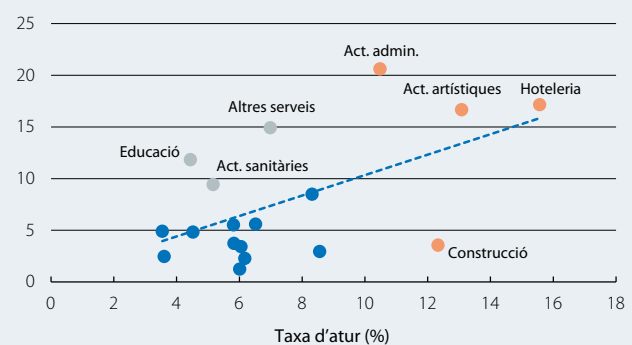


Nota: * CPM denota la corba de Phillips modificada, que utilitza la taxa de subocupació com a mesura de saturació del mercat laboral. CP denota la corba de Phillips que utilitza la taxa d'atur com a mesura de saturació del mercat laboral.

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

Taxa d'atur i ocupació parcial involuntària per sectors d'activitat

Ocupació parcial involuntària* (% de la població activa)



Nota: * L'ocupació parcial involuntària fa referència als treballadors a temps parcial que desitgen treballar més hores. Cada punt al gràfic representa un sector d'activitat. Dades del 3T 2017.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE (EPA).

2. L'atur a nivell sectorial té en compte el sector d'activitat de l'última feina de l'ocupat si ha treballat en l'últim any. S'exclouen, per tant, els aturats de llarga durada, que representen gairebé el 50% del total.

FOCUS · L'efecte positiu de les exportacions sobre la creació d'ocupació

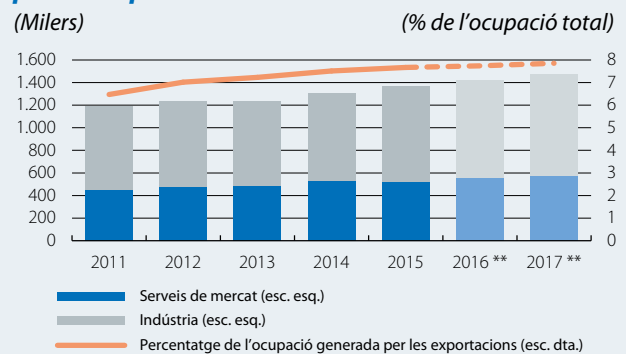
L'auge exportador de l'economia espanyola ha exercit un efecte positiu i molt significatiu al mercat laboral. No obstant això, quantificar el nombre de llocs de treball generats gràcies a l'augment de les exportacions no és una tasca fàcil. Amb la finalitat d'aproximar l'ocupació atribuïble al total de les exportacions en el període més recent, prenem les dades de l'Enquesta Industrial d'Empreses i de l'Enquesta Anual de Serveis dels anys 2011 al 2015 (última enquesta disponible) i distribuïm l'ocupació de cada sector en funció del pes de la demanda interna i de l'externa segons el percentatge de vendes a l'exterior de cadascun.¹ Per als anys 2016 i 2017, s'utilitza l'evolució de l'ocupació a cada sector d'activitat segons l'EPA.² Noti's que un supòsit implícit en aquest càlcul és que la productivitat laboral és la mateixa entre les empreses d'un mateix sector. Per aquest motiu, els resultats obtinguts s'han d'entendre com una estimació aproximada, tot i que cal assenyalar que la granularitat en la definició dels sectors d'activitat (2 dígits) confereix una certa confiabilitat a l'anàlisi. Així mateix, cal tenir en compte que aquest càlcul no té en compte els efectes induïts sobre altres sectors de l'augment de l'activitat exportadora en un sector.

Malgrat que la mètrica desenvolupada és relativament senzilla, ajuda a il·lustrar que l'efecte de l'auge exportador sobre l'ocupació és molt positiu. En concret, en el període recessiu 2011-2013, les exportacions van generar al voltant de 46.000 llocs de treball. Això va ser compensat amb escreix per l'enfonsament de la demanda interna, que va destruir 502.000 llocs de treball, de manera que la pèrdua neta va quedar en 456.000 llocs de treball. Durant aquest període, destaca l'evolució de les exportacions de serveis, que va ser més dinàmica que la dels sectors industrials. En aquest sentit, sobresurten els sectors de serveis tècnics d'arquitectura i enginyeria (amb +14.000 llocs de treball, una contribució del 30% del total de l'ocupació generada per les exportacions) i programació, consultoria i informàtica (amb +8.000 llocs de treball, una contribució del 16%). De tota manera, entre els sectors industrials, destaquen la fabricació d'altre material de transport (+11.000, contribució del 23%) i la indústria de l'alimentació (+7.000, contribució del 15%).

1. En concret, disposem de dades de 32 sectors de serveis i de 22 industrials a 2 dígits corresponents als codis CNAE: B, C, D, E, H, I, J, L, M, N, R i S, que concentren el 44% del total d'ocupats el 2017. Les dades de vendes a l'exterior per sector d'activitat només estan disponibles fins al 2015. Noti's que aquest càlcul no utilitza taules *input-output* i que, per tant, no té en compte l'ocupació induïda en altres sectors d'activitat que aporten els productes intermedis usats en la producció dels béns i dels serveis exportats.
 2. S'assumeix que el pes de les vendes a l'exterior es manté al nivell del 2015.

En la fase de recuperació actual, compresa entre els anys 2013 i 2017, s'estima que les exportacions van generar al voltant de 239.000 llocs de treball, la qual cosa representa el 14% del total de llocs de treball generats en aquest període. Una xifra que corrobora que l'obertura al comerç internacional és una oportunitat per a la generació d'ocupació. Els serveis han continuat mantenint una aportació molt dinàmica, amb 94.000 llocs de treball, però ha estat la indústria la que ha aportat el gros de les feines vinculades a les exportacions (146.000). L'aportació de la indústria en aquest període és doblement destacable, ja que, al mateix temps, s'han registrat notables augments de productivitat laboral aparent a la major part de sectors.

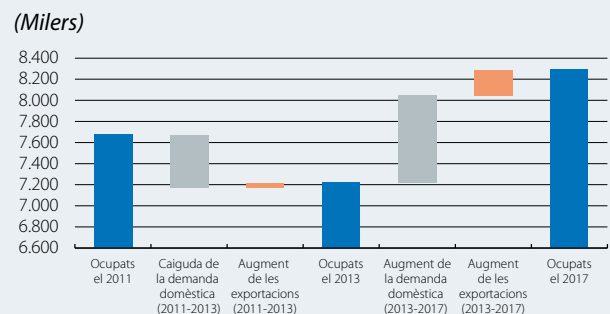
Estimació de l'ocupació generada per les exportacions *



Notes: * L'ocupació generada per les exportacions s'obté de multiplicar l'ocupació de cada sector d'activitat per les vendes a l'exterior d'aquest sector. ** Les dades de vendes a l'exterior per sector d'activitat només estan disponibles fins al 2015. Per als anys 2016 i 2017, es manté fix el percentatge del 2015 i s'utilitza l'evolució de l'ocupació a cada sector d'activitat segons l'EPA.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Enquesta Industrial d'Empreses, de l'Enquesta Anual de Serveis i de l'EPA.

Evolució del nombre d'ocupats a la indústria i als serveis de mercat



Notes: L'ocupació de cada sector es distribueix entre la demanda interna i l'externa, en funció de les vendes a l'exterior de cada sector. Les dades d'ocupació a cada sector a 2 dígits CNAE provenen de l'EPA. Les dades de vendes a l'exterior per sector d'activitat només estan disponibles fins al 2015. Per als anys 2016 i 2017, es manté fix el percentatge del 2015 i s'utilitza l'evolució de l'ocupació a cada sector d'activitat segons l'EPA. Els serveis de mercat i la indústria concentren el 44% del total d'ocupats el 2017.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Enquesta Industrial d'Empreses, de l'Enquesta Anual de Serveis i de l'EPA.

PRINCIPALS INDICADORS

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

Indicadors d'activitat

	2015	2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	10/17	11/17	12/17	01/18
Indústria									
Consum d'electricitat	1,7	0,1	1,7	1,4	0,4	0,6	2,9	5,3	...
Índex de producció industrial	3,3	1,9	1,9	2,1	2,6	4,3	4,7	...	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-0,3	-2,3	0,3	-0,5	-0,1	2,5	5,5	4,8	4,2
PMI de manufactures (valor)	53,6	53,2	54,8	54,9	53,6	55,8	56,1	55,8	...
Construcció									
Visats d'obra nova (acum. de 12 mesos)	20,0	43,7	24,5	18,4	23,5	25,3	23,9	...	...
Compravenda d'habitatges (acum. de 12 mesos)	10,9	13,1	15,2	12,2	13,3	14,4	14,4	...	...
Preu de l'habitatge	1,1	1,9	2,2	1,6	2,7	-	...	-	-
Serveis									
Turistes estrangers (acum. de 12 mesos)	5,6	8,2	10,0	10,2	10,3	9,4	9,3	8,6	...
PMI de serveis (valor)	57,3	55,0	56,4	57,8	56,8	54,6	54,4	54,6	...
Consum									
Vendes comerç al detall	3,0	3,6	0,6	2,5	1,8	-1,5	3,6	0,6	...
Matriculacions d'automòbils	21,3	11,4	7,8	6,3	6,7	13,7	12,4	6,2	...
Indicador de confiança dels consumidors (valor)	0,3	-3,8	-2,8	1,5	0,2	-1,4	-1,7	-1,5	1,3

Font: CaixaBank Research, a partir de les dades del Ministeri d'Economia, el Ministeri de Foment, l'Institut Nacional d'Estadística, Markit i la Comissió Europea.

Indicadors d'ocupació

	2015	2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	10/17	11/17	12/17
Afiliats a la Seguretat Social¹								
Sectors d'activitat								
Indústria	2,2	2,8	3,0	3,1	3,1	3,1	3,2	3,3
Construcció	4,7	2,6	5,3	6,1	6,1	6,8	7,1	7,4
Serveis	3,5	3,2	3,4	3,8	3,6	3,7	3,6	3,5
Situació professional								
Assalariats	3,5	3,5	4,0	4,4	4,1	4,1	4,3	4,1
No assalariats	1,9	1,0	0,9	0,9	0,7	0,7	0,5	0,3
TOTAL	3,2	3,0	3,4	3,8	3,5	3,5	3,6	3,4
Població ocupada²	3,0	2,7	2,3	2,8	2,8	-	2,6	-
Contractes registrats³								
Indefinits	12,3	14,2	15,4	10,2	11,0	21,4	10,3	7,2
Temporals	11,2	7,2	12,1	9,6	5,0	7,6	3,7	-3,5
TOTAL	11,3	7,8	12,4	9,6	5,5	8,8	4,3	-2,8
Atur registrat³								
Menors de 25 anys	-11,0	-12,6	-13,3	-17,3	-9,4	-6,9	-10,5	-8,9
Resta d'edats	-7,2	-8,2	-9,2	-10,3	-8,7	-8,0	-8,1	-7,7
TOTAL	-7,5	-8,6	-9,6	-10,9	-8,8	-7,9	-8,3	-7,8

Notes: 1. Dades mitjanes mensuals. 2. Estimació EPA. 3. Dades del Servei Públic d'Ocupació Estatal.

Font: CaixaBank Research, a partir de les dades del Ministeri d'Ocupació i Seguretat Social, l'Institut Nacional d'Estadística i el Servei Públic d'Ocupació Estatal.

Preus

	2015	2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	10/17	11/17	12/17	01/18
General	-0,5	-0,2	2,7	2,0	1,7	1,6	1,7	1,1	0,5
Subjacent	0,6	0,8	1,0	1,1	1,3	0,9	0,8	0,8	...
Aliments sense elaboració	1,8	2,3	4,1	2,5	-0,2	4,9	4,3	2,8	...
Productes energètics	-9,0	-8,4	15,3	8,0	5,4	3,9	5,9	2,6	...

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

Sector exterior

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

	2015	2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	09/17	10/17	11/17
Comerç de béns								
Exportacions (<i>variació interanual, acum. 12 mesos</i>)	4,3	1,7	5,1	5,6	7,6	7,6	8,7	8,6
Importacions (<i>variació interanual, acum. 12 mesos</i>)	3,7	-0,4	3,7	5,7	9,0	9,0	10,3	10,6
Saldo corrent	12,2	21,5	21,6	21,2	20,6	20,6	20,4	20,1
Béns i serveis	25,3	33,7	32,0	32,6	31,9	31,9	31,4	30,9
Rendes primàries i secundàries	-13,1	-12,2	-10,4	-11,4	-11,3	-11,3	-11,0	-10,8
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	19,2	24,2	24,1	23,4	22,6	22,6	22,5	22,1

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Departament de Duanes i Impostos Especials i el Banc d'Espanya.

Sector públic

Percentatge del PIB, acumulat en l'any, llevat que s'indiqui el contrari

	2015	2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	10/17	11/17
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament¹	-5,3	-4,5	-0,4	-2,2	-1,5	-	-
Administració central	-2,6	-2,7	-0,4	-1,1	-1,5	-1,1	-1,6
Comunitats autònomes	-1,7	-0,8	-0,2	-0,7	0,1	0,1	0,1
Corporacions locals	0,4	0,6	0,1	0,1	0,5	-	-
Seguretat Social	-1,2	-1,6	0,1	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7
Deute públic (% PIB)	99,4	99,0	100,0	99,8	98,7	-	-

Nota: 1. Inclou pèrdues per ajudes a institucions financeres.

Font: CaixaBank Research, a partir de les dades de la IGAE, el Ministeri d'Hisenda i el Banc d'Espanya.

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers¹

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

	2015	2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	09/17	10/17	11/17
Dipòsits²								
Dipòsits de llars i empreses	-0,6	2,5	3,2	2,5	2,3	2,9	2,7	3,6
A la vista i estalvi	14,7	16,0	18,6	18,8	17,2	17,3	16,7	15,9
A termini i preavis	-16,3	-16,0	-22,0	-24,9	-25,1	-25,1	-25,5	-24,3
Dipòsits d'AP	6,7	-14,2	-28,0	-26,7	6,8	9,5	7,0	18,9
TOTAL	-0,2	1,2	1,0	0,5	2,6	3,2	2,9	4,5
Saldo viu de crèdit²								
Sector privat	-5,5	-3,6	-2,7	-2,1	-2,3	-2,1	-2,0	-2,0
Empreses no financeres	-7,3	-5,3	-4,3	-3,0	-3,9	-3,7	-3,3	-3,3
Llars - habitatges	-4,6	-3,7	-3,0	-2,8	-2,7	-2,7	-2,7	-2,8
Llars - altres finalitats	-2,6	2,0	3,6	3,2	3,6	4,4	4,0	4,4
Administracions públiques	0,2	-2,9	-3,2	-12,6	-11,6	-12,2	-11,6	-10,9
TOTAL	-5,2	-3,6	-2,7	-2,9	-3,0	-2,8	-2,7	-2,6
Taxa de morositat (%)³	10,1	9,1	8,8	8,4	8,3	8,3	8,2	8,1

Notes: 1. Dades agregades del sector bancari espanyol. 2. Residents a Espanya. 3. Dada fi del període.

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

CANVI TECNOLÒGIC I PRODUCTIVITAT

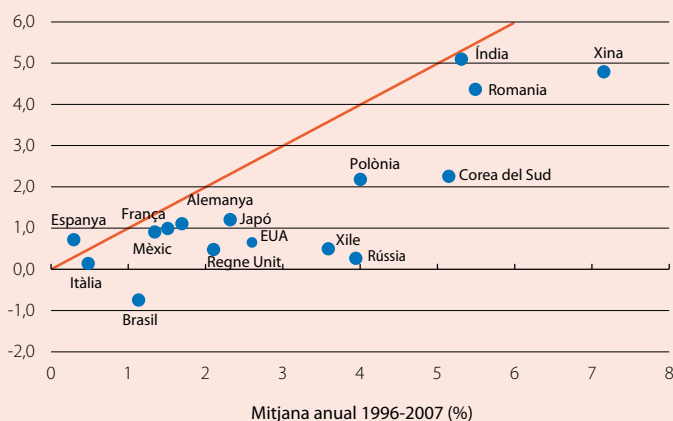
Revolució tecnològica i desacceleració de la productivitat

Un dels elements que caracteritza el context econòmic actual és el ràpid progrés tecnològic. Això, com a mínim, és el que suggereixen els impressionants avanços que s'estan produint en àmbits com el *machine learning*, els vehicles autònoms o les impressores 4D, per posar només alguns exemples. En aquest context, el més raonable seria que s'observés una acceleració del creixement de la productivitat. Gens més lluny de la realitat. En els últims anys, el creixement de la productivitat s'ha desaccelerat de forma notable i generalitzada a la majoria d'economies. La qüestió no és intranscendent, ja que l'augment de la productivitat és, precisament, la clau perquè continuïn augmentant els estàndards de vida dels ciutadans.

Abans d'entrar en matèria, convé definir bé el que entenem per productivitat i, sobretot, com la mesurem. El marc conceptual freqüentment utilitzat és el de la comptabilitat del creixement, desenvolupat inicialment per Robert Solow i per Trevor Swan en la dècada dels cinquanta. Sota aquest paraigua teòric, l'avanç de l'activitat econòmica d'un país és el resultat de l'augment de la utilització del factor treball (el nombre d'hores treballades) o de les millores en la productivitat laboral (PL), o, dit d'una altra manera, els increments en el que cada treballador pot produir en una hora.¹

Creixement de la productivitat laboral *

Mitjana anual 2013-2017 (%)



Nota: * La productivitat laboral es defineix com el valor afegit brut per hora treballada per a tots els països llevat de la Xina, Polònia i Romania, on és el valor afegit brut per persona ocupada.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de The Conference Board Total Economy Database.

ves que incrementen l'eficiència amb què es combinen el capital i el treball. Un exemple d'això és l'entorn institucional i legal, que és clau perquè l'entorn empresarial sigui competitiu.

Equipats amb una bona definició i amb una bona metodologia, ja podem analitzar les dades. Com s'ha apuntat més amunt, el que revelen la majoria de mesures de productivitat és una desacceleració evident del ritme d'avanç en els últims anys, tant en el cas de la PL com en el de la PTF. El canvi de tendència és notable: segons les dades del Conference Board, la productivitat laboral mundial ha passat de créixer el 2,6% anual en el període 1996-2007 a l'1,8% en el període 2013-2016, 0,8 p. p. menys a l'any.² Per la seva banda, el ritme de creixement de la PTF no solament s'ha desaccelerat, sinó que, de mitjana, ha registrat una taxa de creixement negativa en els últims anys. En concret, ha passat de registrar un creixement anual mitjà del 0,7% a un descens del 0,2%.

Perquè el lector es faci una idea del que pot representar aquest canvi de tendència, fem un exercici senzill, però il·lustratiu, per als casos dels EUA i del Regne Unit, economies on el canvi de tendència ha estat especialment intens. En concret, si suposem que, durant el proper decenni, la PL de cada país manté el ritme de creixement dels cinc últims anys, el PIB per capita seria, al final d'aquest període, el 21% i el 18% inferior, respectivament, al que observariem si el creixement de la productivitat fos com el del període 1996-2007 (és a dir, uns 13.000 dòlars anuals menys per al cas nord-americà i unes 5.600 lliures per al britànic).³

1. Ens referim a la productivitat aparent del treball.

2. Per als agregats mundials, el Conference Board (Total Economy Database) computa la productivitat laboral com l'*output* per empleat, en lloc de per hora treballada, ja que, en molts països (en especial, als emergents), no hi ha dades per hora.

3. S'assumeix que la força laboral i la població es mantenen constants.

Això ens du al segon aspecte que cal destacar del canvi de tendència experimentat pel creixement de la productivitat: la sincronització, tant geogràfica com temporal. En concret, en els últims anys, l'alentiment del creixement de la PL s'ha produït de manera estesa, tant als països avançats com als emergents (vegeu el primer gràfic). Hi ha diferències notables entre països, però el canvi de signe és generalitzat. Així, per exemple, entre els avançats, destaca l'esmentat alentiment dels EUA i del Regne Unit, clarament superior al d'Alemanya o al de França. Entre els emergents, destaca el cas de la Xina enfront del de l'Índia o del de Mèxic.

No obstant això, és important destacar que hi ha una certa heterogeneïtat entre països en els factors que generen el menor ritme de creixement de la PL. Als EUA, per exemple, ha estat resultat d'un menor suport tant de la PTF com del capital físic. A la Xina, una gran part del descens del creixement de la PL és degut al canvi de tendència de la PTF, que ha registrat una taxa de creixement negativa en els últims anys després d'un període d'augment considerables, afavorits per l'obertura comercial del país i per la seva integració en les cadenes de valor globals. A Alemanya, en canvi, les taxes d'avanç de la PTF s'han mantingut més estables, tot i que a un ritme molt moderat.

Arribats a aquest punt, benvolgut lector, suposo que ja està convençut que el creixement de la PL no solament no s'ha accelerat, sinó que s'ha desaccelerat en els últims anys i, per tant, s'ha de preguntar per què. En els següents articles del Dossier aprofundirem en la matèria. A tall d'aperitiu, comentem breument el que ha succeït en les últimes dècades als EUA. En concret, després de créixer de forma moderada durant la dècada dels setanta, dels vuitanta i la primera meitat dels noranta, els avanços de la productivitat laboral nord-americana van augmentar de forma espectacular i es van mantenir en aquesta dinàmica durant el decenni següent. Aquest període és conegut com el del «miracle de la productivitat» i va tenir el suport d'un fort augment de la PTF i també, encara que en menor mesura, dels increments en el capital físic (vegeu el segon gràfic).

El *boom* de les TIC (tecnologies de la informació i la comunicació) va ser clau perquè succeís aquest miracle. Les empreses nord-americanes van ser capaces d'aprofitar millor que la resta de països desenvolupats (com els europeus) els avantatges d'aquestes noves tecnologies, gràcies, en bona part, a la flexibilitat del mercat laboral del país, al capital humà i físic i a l'entorn organitzatiu d'aquestes empreses. Així, doncs, no solament va ser la irrupció de les TIC, sinó la combinació d'aquestes tecnologies amb un entorn favorable el que va forjar el miracle.⁴

No obstant això, després d'aquests 10 anys d'expansió, els avanços en la PL van començar a disminuir, com s'ha comentat més amunt, per la menor embranzida de la PTF i de la inversió en capital. Aquesta desacceleració es va iniciar el 2005, abans de l'esclat de la gran crisi econòmica i financera del 2008, i ha prosseguit durant l'actual fase expansiva en què es troba l'economia nord-americana.

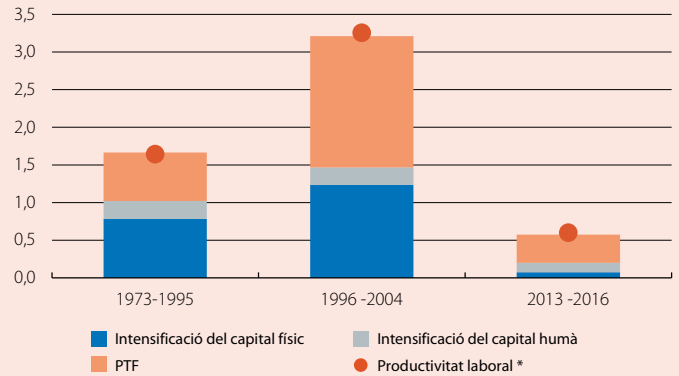
Com evidència el cas nord-americà, la resposta a l'aparent paradoxa entre el canvi tecnològic i la PL cal buscar-la en factors estructurals, de llarg recorregut, i, segurament, també en els efectes de la gran crisi. En els següents articles ho analitzem amb més detall, així que no ho dubti i continuï llegint!

Clàudia Canals

Departament de Macroeconomia, Àrea de Planificació Estratègica i Estudis, CaixaBank

EUA: descomposició del creixement de la productivitat laboral

Contribució al creixement anual mitjà (p. p.)



Nota: * Es tracta del creixement anual mitjà del valor afegit brut per hora treballada. S'exclouen de la mostra els anys de la crisi econòmica.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BLS.

4. Vegeu Bloom, N., Sadun, R. i Van Reenen, J., «Americans Do It Better: US Multinationals and the Productivity Miracle». American Economic Review 102, núm. 1 (2012): 167-201.

Per què creix menys la productivitat?

El menor creixement de la productivitat en els últims anys té conseqüències palpables. Per exemple, s'estima que, el 2015, el nord-americà mitjà hauria guanyat 8.400 dòlars més si, entre el 2005 i el 2015, la productivitat hagués crescut al mateix ritme que entre el 1995 i el 2004.¹ A més a més, com ho mostra l'article «Revolució tecnològica i desacceleració de la productivitat», en aquest mateix Dossier, si es manté la tendència actual, el 2027, el nord-americà mitjà podria deixar de guanyar 13.400 dòlars. Quins són els factors causants d'aquesta desacceleració? Vegem-ho a continuació.

Desacceleració? Quina desacceleració?

La desacceleració de la productivitat és especialment sorprenent a la llum dels importants avanços tecnològics que s'han produït en les últimes dècades.² Atès que aquests avanços s'han concentrat en les tecnologies de la informació i la comunicació (TIC), on la productivitat és particularment difícil de mesurar, una de les possibles explicacions és que les estadístiques oficials no reflecteixen la productivitat veritable.

En primer lloc, mesurar les millores de qualitat i l'evolució del preu d'un mateix producte al llarg del temps és més difícil del que sembla, entre altres raons perquè el producte evoluciona contínuament. Per exemple, si construïm un índex de preus de televisors a partir dels anys cinquanta, haurem de comparar un aparell en blanc i negre (que, el 1956, costava unes 30.000 pessetes o, corregint per l'evolució de la inflació, l'equivalent a uns 7.000 euros actuals) amb els primers televisors a color i amb els actuals televisors d'alta definició i amb connexió a internet (que podem comprar per menys de 300 euros). El pas d'un televisor de 7.000 euros a un de 300 euros és un reflex clar de guanys en productivitat, però la magnitud d'aquesta millora no és solament la diferència de preus, sinó que també cal tenir en compte la millora de la qualitat, quelcom que és difícil de quantificar en termes econòmics. En l'actualitat, en un entorn de ràpides millores tecnològiques relacionades amb les TIC, hi ha indicis que les estadístiques oficials subestimen les reduccions dels índexs de preus³ i la millora de la qualitat de les tecnologies digitals i que, per tant, subestimen el creixement de la seva productivitat. En el mateix sentit, hi ha indicis que les estadístiques oficials també subestimen les millores de productivitat procedents de l'augment del comerç internacional.⁴

En un estudi per als EUA, Byrne i Fernald, de la Reserva Federal dels EUA, i Reinsdorf, del Fons Monetari Internacional (FMI), construeixen índexs de preus que capturen amb més precisió l'evolució de la qualitat i dels preus de productes relacionats amb les TIC i estimen el seu impacte sobre la productivitat agregada. La conclusió de Byrne i els seus coautors és que els problemes de mesura existeixen i, un cop corregits, augmenten de forma significativa el «nivell» estimat de la productivitat. No obstant això, aquest augment es produeix de manera relativament homogènia tots els anys, de manera que no afecta de forma substancial la desacceleració del «creixement» de la productivitat. En concret, estimen que, després de corregir els problemes de mesura al voltant de les TIC, el creixement de la productivitat laboral dels EUA augmentaria en +0,21 p. p. anuals entre el 1978 i el 1995, en +0,38 p. p. entre el 1995 i el 2004, i en +0,19 p. p. entre el 2004 i el 2014.

En segon lloc, un altre element que dificulta la mesura de la productivitat és la reassignació del capital intangible i els beneficis de les multinacionals entre les empreses matrius i les filials, situades en jurisdiccions diferents. Aquest efecte pot ser quantitativament important perquè, com mostren Guvenen i coautors,⁵ les empreses multinacionals representen més del 25% del valor afegit agregat de l'economia dels EUA, són importants propietàries de capital intangible i han augmentat de forma substancial les operacions globals. Per il·lustrar el mecanisme, suposem que l'empresa imaginària Gafotas S. A. dissenya unes ulleres als EUA i les ven a 100 dòlars la unitat. L'empresa encarrega la manufactura a un productor asiàtic, amb un cost de 80 dòlars per ullera, i obté un benefici de 20 dòlars per unitat. Així, la seva contribució al PIB nord-americà, en concepte de valor afegit del disseny, és de 20 dòlars. No obstant això, si Gafotas S. A. assigna la propietat del disseny a una filial, situada en una jurisdicció fiscalment més favorable, i li paga 15 dòlars per ullera en concepte de drets de propietat intel·lectual, les estadístiques oficials registraran una aportació al PIB nord-americà de només 5 dòlars. Guvenen i coautors reassignen els beneficis de les empreses multinacionals perquè reflecteixin millor el valor realment afegit en cada jurisdicció i, després d'aquest ajust, estimen que el creixement de la productivitat dels EUA augmenta en «només» 0,25 p. p. anuals entre el 2002 i el 2008. De nou, el problema de mesura existeix, però no és prou rellevant.

1. Vegeu Syverson, C. (2016), «Challenges to Mismeasurement Explanations for the U.S. Productivity Slowdown», NBER Working Paper.

2. Per a més detalls sobre aquests avanços, vegeu l'article «Escrivint el futur: el canvi de paradigma tecnològic i la nova economia», en aquest mateix Dossier.

3. Vegeu Byrne, M., Fernald, J. G. i Reinsdorf, M. B. (2016), «Does the United States have a productivity slowdown or a measurement problem?», Brookings Papers on Economic Activity.

4. En concret, no capturen amb precisió la reducció de costos que es produeix quan un productor que compra els seus consums intermedis a un productor domèstic passa a comprar-los a un productor estranger més econòmic.

5. Vegeu Guvenen, R. J. et al. (2017), «Offshore Profit Shifting and Domestic Productivity Measurement», NBER Working Paper.

Finalment, la tercera pota de la teoria de l'error de mesura és la importància creixent dels béns i dels serveis gratuïts. Efectivament, la majoria de les noves tecnologies que han irromput al mercat des del 2004 (per exemple, telèfons intel·ligents i xarxes socials) comporten el consum de productes intensius en temps (la qual cosa suggereix que aporten valor als seus usuaris), però no imposen un elevat cost monetari als consumidors. De fet, la majoria d'aquests productes només generen ingressos indirectament a través de la publicitat. Així, la comptabilitat nacional els tracta com una entrada intermèdia en el procés productiu (no com un producte final) i no es comptabilitzen directament en el càlcul del PIB. Per exemple, en termes de comptabilitat nacional, la pel·lícula emesa en obert per un canal de televisió un dissabte a la tarda és un cost de producció de les empreses que s'anuncien en aquest mateix canal. De la mateixa manera, els ingressos de Facebook, Google i altres empreses que ofereixen béns i serveis gratuïts i es financen a través de la publicitat es comptabilitzen com a costos intermedis i queden exclosos del càlcul directe del PIB (atès que el PIB només comptabilitza els productes finals).⁶

EUA: creixement de la productivitat total dels factors

Mitjana mòbil de 5 anys (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Fernald, J. (2012), «A Quarterly, Utilization-Adjusted Series on Total Factor Productivity», FRBSF Working Paper.

És possible que la desacceleració observada de la productivitat senzillament reflecteixi la menor capacitat de mesurar l'activitat econòmica generada per les noves tecnologies? Considerem de nou l'exemple de la pel·lícula televisiva i imaginem-lo com una transacció: la família paga amb la seva disposició a veure anuncis el dret a gaudir de la pel·lícula. Per valorar monetàriament aquesta transacció, una possibilitat és utilitzar els ingressos publicitaris rebuts per la cadena de televisió, que passarien a ser considerats un consum final de les llars (en lloc d'un consum intermedi dels anunciants) i entrarien directament en el PIB. Aquesta és la metodologia proposada per Nakamura i Soloveichik (2015),⁷ que estimen que, en agregat, el «nivell» del PIB dels EUA augmentaria el 0,5%. No obstant això, aquesta xifra és molt estable al llarg dels anys i, per tant, no afecta quantitativament el «creixement» de la productivitat. Una altra possibilitat és utilitzar una estimació del valor monetari de l'oci, atès que és en el temps lliure quan es consumeixen els béns gratuïts. Syverson (2016) realitza aquest exercici i troba que, sota els supò-

sits més favorables a la teoria de l'error de mesura,⁸ els béns digitals gratuïts podrien explicar una mica menys d'una tercera part de la desacceleració de la productivitat, una xifra molt significativa, però insuficient.⁹

En definitiva, malgrat que les noves tecnologies han comportat una major dificultat per mesurar l'activitat econòmica, no sembla que els problemes de mesura expliquin la desacceleració de la productivitat.¹⁰

Factors de fons

Alguns economistes han argumentat que la desacceleració de la productivitat reflecteix un retorn a la normalitat.¹¹ Com ho mostra el primer gràfic, entre el 1995 i el 2004, els EUA van transcórrer per una acceleració puntual de la productivitat, que s'atribueix a la difusió dels ordinadors i d'internet. Així, si ens abstraiem d'aquest episodi, ens trobem davant una desacceleració que es remunta a la dècada de 1970 i que reflectiria el final de la difusió de les idees de la primera i de la segona revolució industrial. De fet, algunes de les innovacions que van desencadenar aquestes revolucions, com el ferrocarril, el motor de combustió interna o l'electricitat, van ser la base de nous desenvolupaments tecnològics, com l'expansió i la sofisticació de la xarxa de transport, la climatització o els electrodomèstics, que van continuar estimulant el creixement econòmic fins més enllà de la primera meitat del segle xx. No obstant això, segons aquests economistes, la desacceleració que observem des del 1970 suggereix que les TIC tindrien un impacte més transitori i no alterarien ni la productivitat ni el benestar d'una manera tan fonamental.

6. Vegeu l'article «El preu de la gratuïtat», del Dossier «Comptabilitat nacional en l'era digital», en l'IM11/2014.

7. Vegeu Nakamura, L. i Soloveichik, R. (2015), «Valuing "Free" Media Across Countries in GDP», Federal Reserve Bank of Philadelphia Working Paper.

8. Supòsits en termes del temps d'oci dedicat al consum de productes digitals i del valor monetari que se li assigna.

9. Vegeu Byrne *et al.* (2016), combinen diferents metodologies i descobreixen també que els béns digitals gratuïts no són, quantitativament, prou rellevants per explicar la desacceleració de la productivitat.

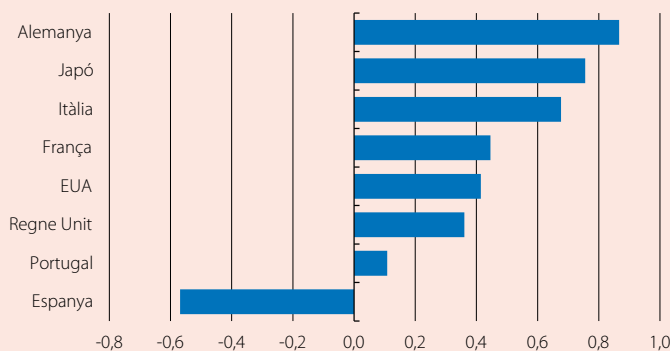
10. Hi ha altres dos indicis contra la hipòtesi de l'error de mesura. D'una banda, la desacceleració s'observa també en sectors on la productivitat es mesura d'una manera raonablement precisa, com el comerç i les manufactures. De l'altra, en una comparativa internacional de països, no s'observa una associació entre la magnitud de la desacceleració i la importància relativa de les TIC en cada economia.

11. Vegeu Gordon, R. (2012), «Is US economic growth over? Faltering innovation confronts six headwinds», NBER Working Paper.

Com encaixem aquesta visió, relativament pessimista, amb la multitud d'avanços tecnològics que es generen al voltant de la intel·ligència artificial i de l'ús del *big data*? Una possibilitat és que ens trobem en una fase de transició en què les empreses i els consumidors encara estan aprenent a utilitzar efectivament la nova tecnologia. Al capdavant, la llarga difusió de les dues primeres revolucions industrials mostra que les innovacions triguen temps a filtrar-se plenament per l'economia. De fet, si anem més enllà de les xifres agregades, hi ha indicis que la productivitat empresarial continua creixent a bon ritme. En concret, en un estudi de l'OCDE, Andrews, Criscuolo i Gal analitzen l'evolució de la productivitat d'un gran grup d'empreses de 24 països entre el 1997 i el 2014.¹² Els autors construeixen una «frontera de productivitat» que només inclou el 5% d'empreses més productives de cada any i de cada branca d'activitat i analitzen l'evolució d'aquesta frontera al llarg del temps. Els seus resultats mostren que la feblesa de la productivitat agregada amaga una dualitat entre les empreses més productives i la resta. En particular, al sector manufacturer, la productivitat de les empreses de la frontera va avançar el 2,8% anual entre el 2001 i el 2013, mentre que, per a la resta, el creixement va ser del 0,6%. Les diferències són encara més clares al sector serveis: mentre que la productivitat de les empreses de la frontera va créixer a un ritme anual del 3,6%, l'avanç de la resta va ser, només, del 0,4%.

Comportament cíclic de la productivitat del treball

Correlació del component cíclic * del PIB i productivitat



Nota: * El component cíclic s'obté mitjançant el filtre de Hodrick-Prescott. Dades anuals: França 1975-2016; Alemanya 1992-2016; Itàlia 1995-2016; Japó, Espanya i Portugal 1980-2016; Regne Unit 1970-2016; i EUA 1950-2016.

Font: CaixaBank Research a partir de dades d'Eurostat i de l'OCDE.

Què explica aquesta divergència? L'anàlisi d'Andrews i els seus coautors indica que les diferències no procedeixen de la inversió en capital físic. En canvi, troben indicis a favor de l'aparició de «superempreses», així com d'una menor difusió tecnològica. En altres paraules, d'una banda, observen que les empreses de la frontera guanyen molta quota de mercat, en especial en sectors relacionats amb les TIC, mentre que, amb el pas del temps, disminueix el flux d'entrades i de sortides de la frontera: per exemple, al sector serveis, el 50% de les empreses de la frontera, entre el 2001 i el 2003, també havien format part del 10% d'empreses més productives dos anys abans, mentre que, entre el 2011 i el 2013, aquesta xifra assoliria el 63%.

En definitiva, els resultats d'Andrews i els seus coautors ens ajuden a reconciliar la desacceleració de la productivitat agregada amb l'emergència de noves innovacions tecnològiques. La clau és que les innovacions digitals són intensives en capital intangible i permeten reproduir els productes i la

informació a un cost marginal proper a zero, de manera que faciliten que un productor acumuli la majoria del mercat i que ens moguem cap a una economia a dues velocitats, amb empreses capdavanteres en productivitat i amb elevada inversió en capital intangible i empreses amb baixa productivitat i amb poca inversió en capital intangible.

Productivitat i cicle macroeconòmic

A més dels factors de fons esmentats, la forta recessió experimentada per la majoria de països desenvolupats en els últims anys també es pot haver sumat a la menor fermesa de la productivitat.¹³ En general, el creixement de la productivitat sol tenir un comportament procíclic: augmenta en les fases expansives i es redueix en les recessions. *A priori*, aquest comportament pot resultar poc intuïtiu. De fet, al començament del segle passat, quan les dades eren molt escasses, es pensava que la productivitat era contracíclica. Wesley Mitchell, per exemple, suposava que, durant una recessió, la productivitat augmentava perquè els treballadors menys productius eren els primers que eren acomiadats.¹⁴ En canvi, durant un *boom* econòmic, suposava que la productivitat queia a causa de l'escassetat de mà d'obra, que obligava les empreses a contractar treballadors menys productius per afrontar la demanda. Tot i que aquest argument és suggestiu, tal com es mostra al segon gràfic, les dades no li donen suport, llevat del cas d'Espanya (la discussió del qual diferim de moment).¹⁵

La reticència per part de les empreses a acomiadar els treballadors durant una recessió és la raó principal que explica el comportament procíclic de la productivitat.¹⁶ L'evidència empírica disponible mostra que els costos de buscar un treballador i formar-lo

12. Vegeu Andrews *et al.* (2016), «The global productivity slowdown, technology divergence and public policy: a firm level perspective», Hutchins Center Working Paper.

13. Tret que es digui el contrari, sempre que, a continuació, esmentem la productivitat, serà definida com productivitat del treball: PIB per hora treballada.

14. Mitchell va col·laborar en la fundació del National Bureau of Economic Research (NBER) i va ser-ne el director.

15. El 1913, l'evidència empírica disponible sobre productivitat era escassa. No va ser fins al voltant de 1950 que es va disposar de dades fiables sobre productivitat que permetessin una avaluació del seu comportament cíclic.

16. Vegeu Biddle, J. E. (2014), «Retrospectives: The Cyclical Behavior of Labor Productivity and the Emergence of the Labor Hoarding Concept», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 28, núm. 2, p. 212.

(i també d'acomodar-lo) són suficients perquè moltes empreses prefereixin mantenir una part de la plantilla durant una recessió malgrat que estigui parcialment ociosa. En la mesura del possible, intenten evitar els costos esmentats anteriorment i disposar així del millor capital humà a la seva disposició quan els vents tornin a bufar a favor.¹⁷

Si, com s'ha comentat, els motius pels quals la productivitat és procíclica a la majoria dels països desenvolupats són positius, que a Espanya sigui contracíclica no és una bona notícia. Efectivament, el que explica aquest fenomen és l'elevada dualitat del mercat laboral espanyol, que afavoreix que els ajustos de capacitat de les empreses durant les recessions es concentrin en el factor treball.

L'impacte de la crisi financera

Més enllà de l'evolució procíclica de la productivitat, hi ha el temor que la naturalesa i la profunditat de la crisi viscuda per la majoria de països desenvolupats hagi tingut efectes que encara persisteixin. El tercer gràfic il·lustra aquest temor: el creixement mitjà de la productivitat de les economies desenvolupades més grans en l'actual fase expansiva és clarament inferior a l'observat en l'última fase expansiva.

Malgrat que, com hem apuntat més amunt, hi ha factors a llarg termini que justifiquen aquest alentiment, també hi ha dinàmiques que pesen sobre el creixement de la productivitat i que tenen el seu origen en la crisi financera. Un factor rellevant és l'alentiment de la inversió. La inversió pública ha estat llastada pels elevats nivells de deute que acumulen molts països. Pel que fa a la inversió privada, es va desplomar durant la crisi, sobretot per la caiguda de la demanda, però també es va veure afectada per l'elevat grau d'incertesa que va persistir durant la crisi i durant els primers anys de la recuperació econòmica. Un exemple val més que mil paraules: en relació amb el període 1970-2000, entre el 2012 i el 2016, el percentatge del PIB destinat a la formació bruta de capital fix va caure, de mitjana, 2,6 p. p. als EUA, 5,6 p. p. al Regne Unit, 4,5 p. p. a Alemanya, 5,2 p. p. a Itàlia i 4,2 p. p. a Espanya. Així, l'FMI estima que la menor inversió explica una caiguda propera als 0,2 p. p. del creixement de la productivitat total dels factors (PTF) en el període 2008-2014.

Com s'ha comentat, la caiguda de la inversió va ser especialment intensa, en part a causa de l'elevada incertesa que va envoltar l'episodi recessiu i la fase inicial del procés de recuperació. A això cal afegir la crisi financera i la consegüent caiguda del crèdit, que també va reduir la capacitat inversora de moltes empreses. En aquest sentit, un estudi recent de Duval, Hong i Timmer mostra que les empreses que van tenir més dificultats per accedir al crèdit durant la crisi als EUA van experimentar caigudes més intenses de la PTF.^{18,19} Els autors, a més a més, observen que, en aquest mateix grup d'empreses, la inversió en actius intangibles es va veure especialment afectada. Els dos fets podrien estar vinculats si es té en compte que els actius intangibles, a diferència d'una màquina o d'un immoble, són difícils d'utilitzar com a garantia de crèdit.

El futur de la productivitat

Tot i que seria natural concloure amb una previsió de futur, el bagatge de les prediccions sobre la tecnologia i la productivitat no és gaire prometedora. Per exemple, el 1927, un dels màxims mandataris de Warner Brothers es preguntava, retòricament, si existia algú que realment volgués escoltar les veus dels actors. En la mateixa línia, el 1987, el Nobel d'Economia Robert Solow afirmava que «es pot veure l'era dels ordinadors a tots els llocs menys a les estadístiques de productivitat» (i, no obstant això, vegeu el repunt entre el 1995 i el 2004 en el primer gràfic). En lloc de fer prediccions, els diagnòstics d'aquest article apunten a una agenda clara de polítiques públiques per estimular el creixement de la productivitat (vegeu l'editorial d'aquest mateix *Informe Mensual*). A ell referim el lector.

Oriol Carreras Baquer i Adrià Morron Salmeron

Departament de Macroeconomia i Mercats Financers, Àrea de Planificació Estratègica i Estudis, CaixaBank

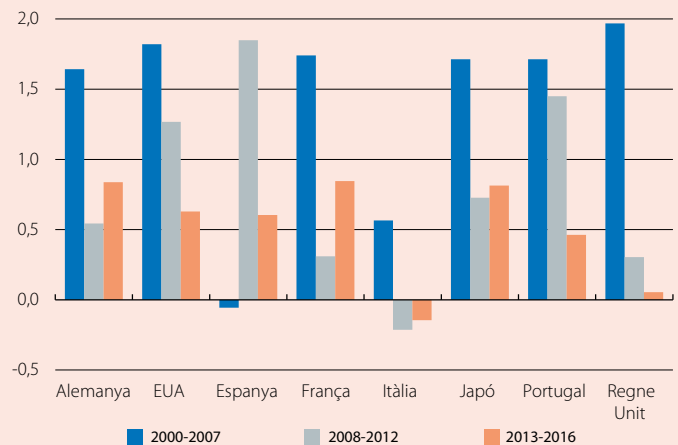
17. El grau de retenció del treballador depèn també de les perspectives per part de l'empresa del temps que durarà la recessió.

18. Vegeu Duval, R., Hong, G. H. i Timmer, Y. (2017), «Financial Frictions and the Great Productivity Slowdown», IMF Working Paper.

19. Els autors classifiquen les empreses en funció del seu grau de palanquejament i del volum de deute que havia de ser refinançat en menys d'un any a partir del 2007. Les empreses amb un grau elevat de palanquejament o de risc elevat de refinançament són classificades com empreses amb dificultats d'accés al crèdit. Per alleujar els dubtes que la caiguda observada de la productivitat de les empreses amb dificultats d'accés al crèdit fos deguda al fet que eren empreses poc productives, els autors mostren que el creixement de la PTF entre els dos tipus d'empreses va ser similar abans de la crisi financera.

Productivitat del treball

Variació interanual (%)



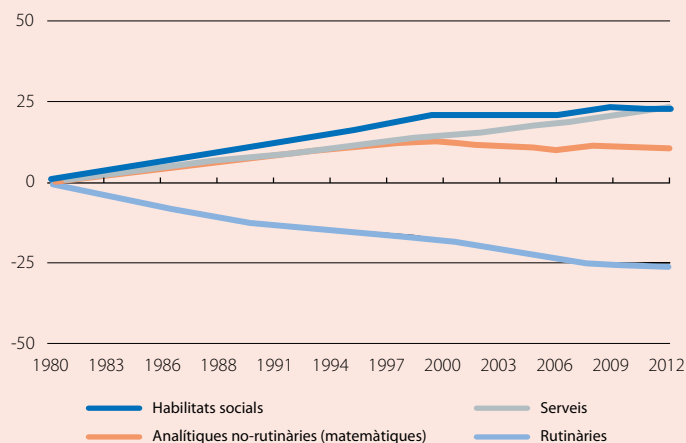
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i de l'OCDE.

Escrivint el futur: el canvi de paradigma tecnològic i la nova economia

Cotxes que condueixen sols, robots que cuinen (gairebé) amb la mateixa perícia que alguns xefs, *softwares* que diagnostiquen malalties, màquines capaces de guanyar els éssers humans en concursos de televisió i d'escacs... Totes aquestes invencions ja estan aquí... i les que ens queden per veure. En paraules dels economistes Brynjolfsson i McAfee, aquestes tecnologies no solament són una mera anècdota, sinó que som a les portes de la segona fase de la segona era de la màquina.^{1,2} La primera fase d'aquesta segona era va arrencar a meitat dels noranta, quan les tecnologies digitals van canviar el funcionament de les empreses en assumir moltes tasques rutinàries. Aquesta segona fase o nou paradigma és molt diferent, ja que, per primera vegada, la tecnologia demostra que és capaç de realitzar tasques no rutinàries i que pot aprendre a resoldre problemes de forma autònoma. Es tracta d'un procés de canvi irreversible, veloç, d'abast global i que afectarà tots els sectors econòmics. En aquest article, desgranarem l'impacte potencial d'aquest canvi tecnològic sobre el mercat laboral, sobre l'estructura sectorial de l'economia i sobre el funcionament de les empreses.

Evolució de les tasques demandades als llocs de treball als EUA

Variació en relació amb el 1980 (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Innosight i de David Deming.

realitzar prediccions precises) poden millorar la qualitat del servei que ofereixen les empreses o fer el procés de producció més eficient. Tal com ja va succeir en els anteriors processos de canvi tecnològic, esperem que l'efecte de complementaritat acabi sent superior al de substitució. Així, per exemple, al segle XIX, la industrialització va perjudicar algunes feines a l'agricultura i a l'artesania, però això va ser compensat amb escreix per les feines que van sorgir al sector manufacturer.

L'impacte de les noves tipologies al mercat laboral no s'acaba aquí. Al seu torn, cal esperar que el canvi que, probablement, es produirà en els tipus de feines, propiciarà un canvi en les habilitats requerides al mercat laboral. En concret, és possible que guanyin pes les feines que requereixin habilitats socials, com saber comunicar, mostrar empatia i lideratge o treballar en equip. I és que, a mesura que les noves tecnologies realitzin més tasques, com l'aprenentatge automàtic o l'assumpció de tasques més abstractes, moltes feines s'hauran d'especialitzar en les habilitats complementàries que aquestes tecnologies no sabran desenvolupar, com la capacitat per entendre els sentiments humans o el que solem anomenar sentit comú. Aquests canvis ja s'albiren en un suggeridor estudi que documenta que, des del 1980, als EUA, han augmentat de manera substancial els treballs que requereixen habilitats socials.³

Finalment, és probable que els canvis en les feines augmentin la productivitat del treball i també la seva dispersió. En concret, cal esperar que l'augment de la productivitat sigui molt diferent en funció de l'ocupació: és raonable pensar que la productivitat

Comencem pel mercat laboral: una de les principals característiques del nou paradigma és la major presència que s'espera que tinguin les màquines (principalment robots, nous sistemes operatius i algorismes) en el procés productiu. L'impacte que, probablement, això tindrà és múltiple. En primer lloc, esperem que, en els propers anys, es produeixi un canvi notable en els tipus de feines. D'una banda, a mesura que les noves tecnologies es vagin integrant en el procés productiu, és probable que algunes tasques es puguin realitzar amb menys treballadors o que, fins i tot, algunes feines desapareguin (el que podríem anomenar «efecte substitució»). Aquest fenomen ja s'ha començat a observar: per exemple, Amazon va inaugurar, al gener, una botiga a Seattle sense dependents ni caixers automàtics. No obstant això, també observem que guanyen pes les feines en què hi ha una complementaritat entre el treball de les màquines i el que aporta el treballador. Un exemple clar són les professions (màngers, *data scientists*, estadístics...) en què les noves eines digitals (tècniques de *machine learning*, *big data* o *software* capaç de

1. La primera era es va produir amb la invenció de la màquina de vapor el 1765.

2. Vegeu Brynjolfsson, E. i McAfee, A. (2017), «Machine, Platform, Crowd», Norton.

3. Vegeu Deming, D. (2015), «The Growing Importance of Social Skills in the Labor Market», Journal of Economics.

augmentarà de forma molt significativa en les ocupacions que es beneficiïn més de les complementarietats que brindaran les noves tecnologies, mentre que les que no ho facin es quedaran ressagades. Aquest fenomen ja s'ha començat a produir i és un dels factors que expliquen l'augment de la desigualtat salarial a molts països desenvolupats.⁴

També s'espera que els canvis a nivell sectorial siguin notables. En aquest cas, un dels fenòmens potencialment més disruptius és la transformació de les plataformes digitals i l'anomenat O2O, *online-to-offline*. En concret, s'espera que les plataformes digitals, a més d'oferir productes digitals, com música o *software*, incorporin cada vegada més béns físics i serveis al seu catàleg de productes. Avui dia, les plataformes digitals ja participen en el procés de distribució de molts béns i serveis. Però, en els propers anys, a més de l'extensió d'aquesta pràctica, s'espera, també, que tinguin un paper destacat en el procés de producció del bé o del servei en qüestió, tant en les etapes de preproducció (R+D, disseny, enginyeria) com de postproducció (estratègia de vendes, màrqueting, logística). De fet, la classificació de les empreses per sectors tal com els coneixem avui dia serà cada vegada més difícil. De nou, Amazon ofereix un exemple pioner: la companyia, creada el 1994 com una senzilla llibreria *online*, ofereix actualment un ampli ventall de productes propis i de tercers, a més de serveis d'emmagatzematge i de processament de dades per a empreses.

A mesura que s'avanci en aquest camí, esperem que, als sectors en què les plataformes s'encarreguin de la cadena de distribució, aquestes plataformes teixeixin sinèrgies amb altres plataformes o amb empreses que ofereixin béns complementaris. Un exemple d'això és Spotify. Aquesta plataforma no solament permet escoltar cançons, sinó que també informa, en funció dels gustos musicals de cada usuari, sobre concerts que poden resultar d'interès en localitats properes i ofereix l'oportunitat de comprar les entrades des de la seva aplicació.

En canvi, als sectors on les plataformes també assumeixin la producció del bé, les mateixes plataformes es convertiran en un competidor temible per a les empreses tradicionals, ja que podran treure partit d'una estructura digital potent, amb una gran quantitat de dades que permetran oferir una atenció més personalitzada als seus clients i estratègies de fidelització més eficaces. Aquestes noves dinàmiques sectorials originaran, possiblement, que, en molts sectors, es produeixi una transferència de poder de l'empresa a la plataforma. Aquest patró s'observa ja al sector dels mòbils: el 2015, Apple va copar el 91% dels beneficis globals al mercat d'*smartphones*. En aquest context, cal esperar que les empreses tradicionals intentin diferenciar al màxim els seus productes per singularitzar-se de les plataformes.

Finalment, és important tenir present que el canvi de paradigma tecnològic no solament afecta l'estructura sectorial de l'economia, sinó també el funcionament i la dimensió de les empreses. Les noves tecnologies permeten que l'estructura productiva de les empreses pugui estar cada vegada més disseminada pel món, amb una major descentralització de la producció i dels centres de decisió. Aquesta tendència, que s'espera que es consolidi en els propers anys, farà que continuïn augmentant la proporció de treballadors autònoms,⁵ les deslocalitzacions i l'*offshoring* i que les empreses funcionin de forma menys jeràrquica i siguin més dinàmiques i flexibles.

Pel que fa a la dimensió empresarial, alguns autors⁶ afirmen que el nou paradigma generarà una nova estructura dual: d'una banda, els avanços digitals facilitaran l'expansió de la producció i la provisió de més mercats a les empreses que ofereixin un producte de més qualitat, la qual cosa donarà continuïtat a dinàmiques de *winner-takes-all*. De l'altra, hi haurà més oportunitats perquè sorgeixin petites empreses especialitzades en varietats molt específiques i sofisticades d'un determinat producte, gràcies al fet que els avanços tecnològics permeten a les empreses produir béns a un cost molt menor i faciliten que els consumidors coneguin de forma ràpida si es comercialitzen varietats de productes que encaixin plenament amb els seus gustos i interessos.

En suma, la societat està immersa en un canvi de paradigma tecnològic que tot fa pensar que afectarà profundament el mercat laboral, l'estructura sectorial de l'economia i la manera d'operar de les empreses. Prendre les decisions adequades i preparar-se per a aquests canvis serà imprescindible per aprofitar totes les seves oportunitats. I és que no hem de perdre de vista que la tecnologia és una eina, però que les decisions les continuarem prenent nosaltres: la clau no és preguntar-se què ens farà la tecnologia en el futur, sinó què podem fer nosaltres amb la tecnologia.

Javier Garcia-Arenas

Departament de Macroeconomia, Àrea de Planificació Estratègica i Estudis, CaixaBank

4. Per a més detalls, vegeu el Dossier «Les noves tecnologies i el mercat de treball», l'IM02/2016.

5. El 36% dels treballadors nord-americans practiquen actualment el *freelancing*.

6. Vegeu Brynjolfsson, E. i McAfee, A. (2014), «The Second Machine Age», Norton.

CaixaBank Research

PUBLICACIONS

Totes les publicacions estan disponibles a internet: www.caixabankresearch.com

Correu electrònic: research@caixabank.com

DOCUMENTS DE TREBALL

¿Qué hay detrás de la desaceleración del comercio internacional ocurrida tras la crisis financiera?

Clàudia Canals, 11/2017

La calidad del empleo en España

Judit Montoriol-Garriga, 11/2017

Nota Metodológica del Índice CaixaBank para la Internacionalización Empresarial (ICIE 2017)

Clàudia Canals i Josep Mestres, 10/2017

¿Un sistema europeo de garantía de depósitos?

Enric Fernández, Gerard Arqué i Cristina Plata, 02/2017

El proceso de desapalancamiento externo de la economía española: un largo camino por recorrer

Judit Montoriol-Garriga, 12/2016

From missing disinflation to missing inflation: Understanding the recent path of inflation in the US

Nadim Elayan Balagué i Ayman El Dahrawy Sánchez-Albornoz, 03/2016

La posición externa de la economía española: claves para reducirla

Jorge Meliveo i Judit Montoriol, 02/2016

Radiografía de la productividad del trabajo en España

Maria Gutiérrez-Domènech, 01/2016

Termómetro inmobiliario de "la Caixa" Research

Ariadna Vidal Martínez, 01/2015

La internacionalización del renminbi: un largo camino por recorrer

Clàudia Canals, 03/2013

Vulnerabilitat de les economies emergents

Àlex Ruiz, 02/2013

Sareb: claus estratègiques

Sandra Jódar-Rosell, 01/2013

Ajust de capacitat en el sistema financer espanyol

Inmaculada Martínez, 09/2012

L'estalvi i l'eficiència energètics: un impuls per a la competitivitat de l'economia espanyola

Pere Miret, 08/2012

Matèries primeres: què va canviar en l'última dècada?

Eduardo Pedreira i Miguel A. Canela, 06/2012

DOCUMENTS D'ECONOMIA CAIXABANK

L'eficiència del sector públic, clau per a la consolidació fiscal

Oriol Aspachs, Anna Campos, Jordi Gual i Judit Montoriol

Per què Europa genera poc creixement i ocupació?

Jordi Gual

La prociclicitat del sistema financer després de les reformes

Sandra Jódar-Rosell i Jordi Gual

Unió bancària: de formigó o de palla?

Jordi Gual

Ensenyaments llatinoamericans per a una crisi europea

Àlex Ruiz

Els requisits de capital de Basilea III i el seu impacte en el sector bancari

Jordi Gual

Perspectives de despallejament a Espanya

Oriol Aspachs-Bracons, Sandra Jódar-Rosell i Jordi Gual

Diferencial d'inflació amb l'eurozona: millora sostenible?

Pere Miret

La recuperació del comerç mundial. Allò que la crisi s'endugué

Marta Noguer

Immigració i mercat laboral: abans i després de la recessió

Joan Elias

CAIXABANK ECONOMIC PAPERS

Banking Union: made of concrete or straw?

Jordi Gual

European Integration at the Crossroads

Jordi Gual

Capital Requirements Under Basel III and Their Impact on the Banking Industry

Jordi Gual

Should the ECB Target Employment?

Pau Rabanal

Integrating Regulated Network Markets in Europe

Jordi Gual

IM INFORME MENSUAL

Informe sobre la situació econòmica (disponible també en anglès)

POLS ECONÒMIC

ACTUALITAT DEL SISTEMA FINANCER

COL·LECCIÓ COMUNITATS AUTÒNOMES

CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

El tiempo que llega. Once miradas desde España

José Luis García Delgado (editor)

ESTUDIS ECONÒMICS

Europa, com Amèrica. Els reptes de construir una federació continental

Josep M. Colomer

El canvi climàtic: anàlisi i política econòmica. Una introducció

Josep M. Vegara (director), Isabel Busom, Montserrat Colldeforns, Ana Isabel Guerra i Ferran Sancho

GRUP CAIXABANK: DADES MÉS RELLEVANTS

31 de desembre de 2017

	MILIONS €
Recursos de clients	349.458
Crèdit a la clientela, brut	223.951
Resultat atribuït al Grup, acumulat en l'any	1.684
Capitalització borsària	23.248
Clients a Espanya (milions)	13,8
Empleats	36.972
Oficines	5.379
Oficines <i>retail</i> a Espanya	4.681
Nombre de caixers a Espanya	9.427

**OBRA SOCIAL DE LA FUNDACIÓ BANCÀRIA "la Caixa":
PRESSUPOST 2018**

	MILIONS €
Social	307,5
Investigació i formació d'excel·lència	91,1
Divulgació, cultura i coneixement	121,4
TOTAL PRESSUPOST	520

CaixaBank Research a Twitter

@CABK_Research

Segueix-nos al Twitter per estar al dia de les últimes novetats de CaixaBank Research.

Totes les nostres publicacions estan disponibles a www.caixabankresearch.com

El nostre objectiu és la creació i difusió de coneixement en els àmbits econòmic i social per contribuir al desenvolupament de la societat espanyola i europea.

L'Informe Mensual és una publicació de CaixaBank Research, que conté informacions i opinions procedents de fonts que considerem fiables. Aquest document té un propòsit merament informatiu, per la qual cosa CaixaBank no es responsabilitza en cap cas de l'ús que se'n pugui fer. Les opinions i les estimacions són pròpies de CaixaBank Research i poden estar subjectes a canvis sense notificació prèvia.

© CaixaBank, S.A., 2018

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.

Disseny i producció: www.cegeglobal.com

Dipòsit Legal: B. 610-1980 ISSN: 1134-1955

