IM05

INFORME MENSUAL
NÚMERO 423 | MAIG 2018

ENTORN ECONÒMIC I FINANCER

MERCATS FINANCERS
Sobre la probabilitat d'una recessió als EUA

ECONOMIA INTERNACIONAL
EUA i Xina: escalada del conflicte comercial

UNIÓ EUROPEA
El llarg camí cap a un actiu segur europeu

ECONOMIA ESPANYOLA
Ens ha de preocupar la baixa taxa d'estalvi de les llars?

DOSSIER: ELS DINERS: PASSAT, PRESENT I FUTUR

Del bescanvi a la criptomoneda: una breu història de l'intercanvi

Què podem esperar de les criptomonedes?

Els diners digitals en l'economia del futur: noves possibilitats, nous reptes

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Maig 2018

CaixaBank, S.A.
Planificació Estratègica i Estudis

Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6
08028 BARCELONA
www.caixabankresearch.com
research@caixabank.com

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

Enric Fernández
Economista en cap

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 *Sobre la probabilitat d'una recessió als EUA*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

15 *EUA i Xina: escalada del conflicte comercial*

16 *Creixement als emergents i condicions financeres globals: una relació compromesa*

18 UNIÓ EUROPEA

21 *El llarg camí cap a un actiu segur europeu*

22 Made in Portugal: *el nou impuls exportador portuguès*

24 ECONOMIA ESPANYOLA

27 *L'ajust dels comptes públics, a mercè de la millora econòmica*

28 *El compte corrent espanyol segueix una trajectòria favorable*

29 *Ens ha de preocupar la baixa taxa d'estalvi de les llars?*

32 DOSSIER: ELS DINERS: PASSAT, PRESENT I FUTUR

32 *Del bescanvi a la criptomoneda: una breu història de l'intercanvi*
Cristina Farràs i Adrià Morron Salmeron

35 *Què podem esperar de les criptomonedes?*
Oriol Carreras Baquer

37 *Els diners digitals en l'economia del futur: noves possibilitats, nous reptes*
Javier García-Arenas i Marta Guasch

Diners a Suïssa

El proper 10 de juny, els ciutadans suïssos votaran en referèndum sobre una reforma radical del seu sistema monetari. La proposta implicaria que els ciutadans tinguessin els comptes corrents o dipòsits a la vista al banc central, no als bancs comercials. Per als promotors de la iniciativa, aquest canvi de paradigma posaria fi a les bombolles de crèdit, a les crisis bancàries i als rescats públics de la banca.

La idea no és nova i té com a antecedent, per exemple, l'anomenat Pla Chicago, una reforma monetària el principal proponent de la qual va ser Henry Simons, professor de la Universitat de Chicago durant la Gran Depressió del segle XX. Aquella reforma proposava l'establiment d'un requisit de reserves sobre els dipòsits dels bancs comercials del 100%, la qual cosa representava el final de l'anomenada banca de reserva fraccional i la separació de les dues funcions principals que du a terme la banca: gestionar el sistema de pagaments i atorgar crèdits.

En la mateixa línia, els impulsors del referèndum suís creuen que la seva reforma permetria tallar d'arrel la suposada proclivitat del sistema actual a generar bombolles de crèdit i un excés d'endeutament. Segons aquest corrent de pensament, el fet que la banca pugui utilitzar els dipòsits a la vista dels clients com a font de finançament per atorgar crèdit facilita i abarateix excessivament l'endeutament. També s'al·lega que els bancs atorguen préstecs massa arriscats, perquè confien que, si les coses van malament, el Govern els rescatarà (el que s'anomena risc moral).

Certament, la proposta suïssa complicaria l'accés al crèdit i l'encariria, però sembla una forma innecessàriament extrema d'assolir aquest objectiu. No en va, en el sistema monetari actual, els bancs centrals ja disposen de prou eines per influir, si ho estimen oportú, sobre la disponibilitat i el preu del crèdit (per exemple, mitjançant la fixació dels tipus d'interès de referència o els coeficients de reserves).

Pel que fa al problema del risc moral, cal recordar que l'objectiu principal de les reformes reguladores dels últims anys ha estat, precisament, impedir l'ús de recursos públics en la resolució de futures crisis bancàries (a més de minimitzar-ne la probabilitat). Per aquest motiu, per exemple, s'han augmentat de forma molt significativa els requisits mínims de capital i s'han introduït regles per a la resolució de bancs amb problemes que obliguen els accionistes i els creditors a absorbir les pèrdues potencials.

Els defensors d'un canvi de sistema també afirmen que posaria fi als pànics bancaris, perquè ningú dubtaria de la seguretat dels dipòsits al banc central. No obstant això, sembla que obvien que, amb aquest sistema, el crèdit bancari s'hauria de finançar amb dipòsits a termini no assegurats i amb emissions de deute, unes fonts que serien molt més volàtils que les actuals (en especial davant l'opció de moure fons a un compte al banc central en períodes d'incertesa). Lehman Brothers no tenia dipòsits assegurats, però es va quedar sense finançament majorista de la nit al dia –un veritable pànic bancari. Davant aquests riscos, els bancs, que serien més semblants a la banca d'inversió, es veurien obligats a mantenir uns nivells de liquiditat molt elevats –la qual cosa encara restringiria més l'oferta de crèdit– o a dependre molt més de la provisió de liquiditat per part del banc central –la qual cosa augmentaria de forma significativa el rol de l'autoritat monetària en l'assignació de recursos en l'economia.

El Pla Chicago o les seves rèpliques més recents potser podrien haver tingut sentit en l'època de la Gran Depressió. Avui dia, tal com ho ha declarat el mateix banc central de Suïssa davant el proper referèndum, es tractaria d'«un experiment innecessari, una reforma que portaria incertesa i nous riscos, a més d'un augment de costos per als clients bancaris».

Enric Fernández
Economista en cap
30 d'abril de 2018

CRONOLOGIA

ABRIL 2018

13 L'agència de qualificació Moody's millora la nota creditícia d'Espanya, de Baa2 a Baa1.

MARÇ 2018

8 El president Donald Trump imposa aranzels a les importacions d'acer i d'alumini.
21 La Fed apuja el tipus oficial en 25 p. b. i el situa en l'interval 1,50%-1,75%.

FEBRER 2018

5 Jerome Powell assumeix la presidència de la Reserva Federal dels EUA en substitució de Janet Yellen.

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%.
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.

AGENDA

MAIG 2018

1-2 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
2 PIB de la zona de l'euro (1T).
4 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (abril).
7 PIB del Japó (1T).
9 Índex de producció industrial (març).
18 Crèdits, dipòsits i taxa de morositat (març).
22 Comerç exterior (març).
29 Execució pressupostària de l'Estat (abril).
30 Avanç de l'IPC (maig).
Índex de sentiment econòmic de la zona de l'euro (maig).
31 Balança de pagaments (març).
Comptabilitat nacional trimestral (1T).

JUNY 2018

4 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (maig).
6 Índex de producció industrial (abril).
12-13 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
14 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
15 Enquesta trimestral del cost laboral (1T).
18 Crèdits, dipòsits i taxa de morositat (1T i abril).
21 Comerç exterior (abril).
25 Balança de pagaments (1T).
Posició d'inversió internacional neta (1T).
28 Taxa d'estalvi de les llars (1T).
Avanç de l'IPC (juny).
Execució pressupostària de l'Estat (maig).
Índex de sentiment econòmic de la zona de l'euro (juny).
Consell Europeu.
29 Balança de pagaments (abril).

Pols econòmic ferm, amb riscos guaitant a l'horitzó

Creixement global elevat. A mesura que es van coneixent els últims indicadors del 1T, incloses algunes xifres de PIB, es confirma que el *momentum* de l'activitat continua sent elevat. Així, el creixement mundial del 1T 2018 s'haurà tancat amb un ritme d'avanç robust, de l'ordre del 4% (el 2,6% als avançats i el 5% als emergents). Aquesta arrencada del 2018 dona suport a l'escenari de creixement de CaixaBank Research per al conjunt de l'any, del 3,9% (semblant al 3,7% del 2017), una previsió similar a la feta pública recentment per l'FMI. Pel que fa als factors de suport, poques novetats. Malgrat el procés de normalització iniciat per la Fed nord-americana, la política monetària encara acomodatícia als països avançats continua sent el principal element que impulsa el creixement. Pel que fa als grans països motors del creixement, tampoc hi ha gaires novetats. Als EUA, l'inici del 2018 ha estat positiu (creixement del 2,9% interanual). Tot i que el ritme d'avanç va ser lleugerament inferior al del trimestre anterior, ha acabat sosprenent de manera favorable, la qual cosa referma les bones perspectives per al conjunt del 2018, amb un creixement que continuarà rebent el suport d'una política monetària encara acomodatícia, de l'elevada inèrcia de la demanda interna i de l'expansió fiscal anunciada. La Xina, per la seva banda, va créixer el 6,8% en el 1T, lleugerament per damunt del que s'esperava. No obstant això, ja que aquesta fortalesa va ser propiciada, en part, per factors puntuals i ja que es mantenen els dubtes sobre la distància entre el creixement publicat oficialment i l'autèntic ritme de l'activitat, estimem que la tendència de fons continua sent de desacceleració gradual.

Els mercats financers pateixen els efectes de l'empitjorament dels riscos polítics i geopolítics. Malgrat que la dimensió macroeconòmica evoluciona de forma favorable, la trajectòria de les cotitzacions financeres a l'abril reforça la visió que el règim de molt baixa volatilitat dels últims anys està quedant enrere. En gran part, això és el resultat del canvi de to que, a poc a poc, va adquirint la política monetària dels principals bancs centrals. A aquest factor, a més a més, cal afegir-hi els temors a un gir proteccionista a nivell global i l'augment de les tensions geopolítiques. Així, les condicions financeres s'han endurit de forma moderada en els últims mesos (més als EUA que a Europa), mentre que la volatilitat se situa en nivells clarament superiors a la mitjana del 2017. D'aquesta manera, després d'anys de ser esperonades per un entorn de baixos tipus d'interès, les borses es ressenten de l'augment de la volatilitat i, a l'abril, van patir noves sessions de pèrdues (però menys marcades que en els mesos anteriors), mentre que els tipus d'interès sobirans van continuar repuntant, tot i que de forma més significativa als EUA que a la zona de l'euro.

Europa va bé, i Espanya i Portugal, millor. La zona de l'euro continua experimentant una etapa positiva, com ho evidencien el ritme de creixement (en el 1T es va mantenir al voltant del 2,5%) i l'elevada sincronització cíclica, que es reflecteix en el fet que els principals països creixen a ritmes superiors al 2% (amb la coneguda excepció d'Itàlia). A més a més, cal destacar que, malgrat el repunt de creixement el 2017 i el 2018, i a diferència de l'economia nord-americana, l'europea encara té un marge apreciable de recorregut cíclic. En aquest context favorable, les economies portuguesa i espanyola es mantenen en bona forma. Així, pel que fa a Portugal, la lleugera desacceleració que s'estima que es va produir en el 1T no entela unes perspectives favorables per al 2018 (creixement esperat del 2,4%). Així mateix, la positiva evolució de l'economia lusitana, que contribueix a una notable reconducció dels desequilibris macroeconòmics, s'ha vist ratificada per una nova revisió a l'alça del *rating* del país i pel manteniment de la prima de risc en nivells molt baixos. L'economia espanyola, per la seva banda, suma ja tres anys creixent al voltant del 3,0%, emparada en les seves fortaleses internes, en la recuperació de la competitivitat, en un quadre macro més sanejat i en uns vents de cua externs que, tot i que van perdent intensitat, ho fan d'una forma més gradual del que s'havia anticipat. Així ho posa de manifest, per exemple, la bona dada del PIB del 1T 2018, que, segons l'avanç de l'INE, es va mantenir en un sòlid 0,7% intertrimestral (el 2,9% interanual), un registre molt similar al del 4T 2017. El vigor de l'economia contribueix a la correcció dels desequilibris fiscals: el 2017, el dèficit públic va ser del 3,1% del PIB, 1,2 p. p. menys que el 2016, un bon punt de partida que possibilita el compliment de l'objectiu de dèficit el 2018, del 2,2% del PIB. Així mateix, aquest major equilibri de les finances públiques coincideix amb la reducció gradual del deute de les llars i de les empreses, una tendència important per apuntalar la capacitat de creixement de l'economia a mitjà termini, quan els vents de cua siguin un record i els de cara, potser més notoris.

PREVISIONS

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

Economia internacional

	2017	2018	2019	2020	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018
CREIXEMENT DEL PIB										
Mundial	3,8	3,9	3,9	3,7	3,9	3,9	4,0	4,0	3,9	3,8
Països desenvolupats	*2,3*	*2,4*	*2,1*	*1,8*	*2,5*	*2,6*	*2,6*	*2,5*	*2,4*	*2,3*
Estats Units	2,3	2,7	2,2	1,9	2,3	2,6	2,9	2,8	2,7	2,6
Zona de l'euro	2,5	2,5	2,0	1,7	2,7	2,7	2,7	2,5	2,4	2,3
Alemanya	2,5	2,5	2,1	1,8	2,7	2,9	2,7	2,6	2,4	2,3
França	2,0	2,1	2,0	1,6	2,3	2,6	2,1	2,1	2,2	2,0
Itàlia	1,5	1,5	1,2	1,1	1,7	1,6	1,6	1,5	1,5	1,5
Portugal	2,7	2,4	2,3	2,2	2,4	2,4	2,3	2,3	2,4	2,4
Espanya	3,1	2,8	2,4	2,3	3,1	3,1	2,9	2,8	2,7	2,6
Japó	1,7	1,5	1,0	0,9	1,9	2,1	1,9	1,6	1,3	1,2
Regne Unit	1,8	1,5	1,8	2,0	1,8	1,4	1,2	1,6	1,5	1,5
Països emergents	*4,8*	*4,9*	*5,1*	*5,0*	*4,9*	*4,8*	*5,0*	*5,0*	*4,9*	*4,9*
Xina	6,9	6,5	6,3	6,0	6,8	6,8	6,8	6,6	6,4	6,3
Índia	6,4	7,3	7,5	7,5	6,5	7,2	7,0	7,2	7,4	7,5
Indonèsia	5,1	5,5	5,6	5,9	5,1	5,2	5,5	5,5	5,5	5,6
Brasil	1,0	2,3	2,7	2,6	1,4	2,1	2,0	2,3	2,5	2,7
Mèxic	2,0	2,1	2,4	2,3	1,5	1,5	1,2	1,9	2,5	2,6
Xile	1,5	3,1	3,2	2,9	2,5	3,3	3,1	3,5	2,9	3,0
Rússia	1,5	2,0	2,3	2,0	2,2	0,9	1,8	1,8	2,1	2,1
Turquia	7,3	4,0	3,6	3,7	11,3	7,3	5,0	4,5	3,3	3,2
Polònia	4,6	3,9	3,2	2,9	5,2	4,3	4,2	4,2	3,7	3,5
Sud-àfrica	1,3	1,6	1,6	2,0	1,3	1,9	2,3	1,8	1,4	1,0
INFLACIÓ										
Mundial	3,1	3,2	3,2	3,1	3,0	3,2	3,1	3,2	3,3	3,1
Països desenvolupats	*1,7*	*1,9*	*1,8*	*1,8*	*1,6*	*1,7*	*1,8*	*2,0*	*2,0*	*1,8*
Estats Units	2,1	2,5	1,9	1,9	2,0	2,1	2,3	2,7	2,7	2,3
Zona de l'euro	1,5	1,4	1,8	1,8	1,5	1,4	1,3	1,5	1,5	1,4
Alemanya	1,7	1,5	1,9	1,9	1,7	1,6	1,4	1,6	1,6	1,5
França	1,2	1,5	1,8	1,8	0,9	1,2	1,5	1,7	1,6	1,4
Itàlia	1,3	1,1	1,6	1,6	1,3	1,1	0,9	1,1	1,3	1,2
Portugal	1,6	1,0	1,5	1,8	1,3	1,8	0,9	0,5	1,2	1,4
Espanya	2,0	1,6	2,0	2,1	1,7	1,4	1,0	1,5	2,0	1,8
Japó	0,5	1,2	0,9	1,2	0,6	0,6	1,4	1,2	1,4	0,9
Regne Unit	2,7	2,5	2,3	2,1	2,8	3,0	2,7	2,6	2,5	2,2
Països emergents	*4,0*	*4,4*	*4,3*	*4,1*	*3,9*	*4,2*	*4,3*	*4,4*	*4,4*	*4,3*
Xina	1,6	2,1	2,4	2,4	1,6	1,8	2,2	2,4	2,2	1,8
Índia	3,3	4,6	4,9	4,7	3,0	4,6	4,6	4,4	4,9	4,3
Indonèsia	3,8	3,7	4,5	4,6	3,8	3,5	3,3	3,5	4,0	4,2
Brasil	3,5	3,3	4,1	4,1	2,6	2,8	2,8	3,4	3,6	3,6
Mèxic	6,0	4,4	3,8	3,4	6,5	6,6	5,3	4,3	4,0	4,0
Xile	2,2	2,5	2,9	3,0	1,7	2,0	2,0	2,4	2,9	2,9
Rússia	3,7	2,9	3,9	4,0	3,4	2,6	2,3	2,4	3,1	3,7
Turquia	11,1	9,8	8,8	7,4	10,6	12,3	10,3	10,3	9,5	9,0
Polònia	1,6	1,3	2,7	2,5	1,5	1,8	1,0	1,0	1,4	1,9
Sud-àfrica	5,3	5,1	5,4	5,1	4,8	4,7	4,2	4,6	5,4	6,1

Previsions

Economia espanyola

	2017	2018	2019	2020	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018
Agregats macroeconòmics										
Consum de les llars	2,4	2,6	2,0	1,9	2,4	2,5	2,8	2,7	2,4	2,4
Consum de les AP	1,6	1,2	0,8	0,7	1,4	2,4	1,6	1,3	1,1	0,9
Formació bruta de capital fix	5,0	3,3	3,0	2,7	5,6	5,6	3,5	3,6	3,0	3,0
Béns d'equipament	6,1	3,8	2,6	2,4	6,6	7,7	4,5	5,2	2,9	2,7
Construcció	4,6	3,1	3,2	2,9	5,1	4,8	3,0	2,8	3,4	3,2
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	2,8	2,4	1,9	1,8	3,0	3,2	2,7	2,6	2,3	2,1
Exportació de béns i serveis	5,0	3,5	4,2	4,1	5,6	4,4	3,0	3,1	3,6	4,5
Importació de béns i serveis	4,7	2,8	3,2	2,9	5,9	5,2	2,4	2,8	2,6	3,4
Producte interior brut	**3,1**	**2,8**	**2,4**	**2,3**	**3,1**	**3,1**	**2,9**	**2,8**	**2,7**	**2,6**
Altres variables										
Ocupació	2,8	2,4	2,1	2,0	2,9	2,9	2,7	2,4	2,2	2,3
Taxa d'atur (% pobl. activa)	17,2	15,5	13,7	12,0	16,4	16,5	16,7	15,7	14,8	14,8
Índex de preus de consum	2,0	1,6	2,0	2,1	1,7	1,4	1,0	1,5	2,0	1,8
Costos laborals unitaris	–0,1	0,9	1,9	2,3	0,0	0,0	0,3	0,8	1,1	1,5
Saldo op. corrents (acum., % PIB) [1]	1,9	1,7	1,7	1,6	1,8	1,9	1,9	1,8	1,8	1,7
Cap. o nec. financ. resta món (acum., % PIB) [1]	2,1	1,9	1,9	1,8	2,0	2,1	2,1	2,0	2,0	1,9
Saldo públic (acum., % PIB) [2]	–3,1	–2,4	–1,7	–1,2						

Mercats financers

TIPUS D'INTERÈS										
Dòlar										
Fed funds	1,10	1,96	2,67	3,19	1,25	1,30	1,58	1,83	2,08	2,33
Líbor 3 mesos	1,26	2,37	2,94	3,28	1,32	1,47	1,93	2,39	2,52	2,66
Líbor 12 mesos	1,79	2,68	3,02	3,35	1,73	1,92	2,39	2,72	2,78	2,83
Deute públic a 2 anys	1,39	2,54	3,23	3,49	1,36	1,69	2,16	2,41	2,67	2,92
Deute públic a 10 anys	2,33	3,02	3,57	3,75	2,24	2,38	2,77	2,91	3,10	3,29
Euro										
Refi BCE	0,00	0,00	0,08	0,58	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Euríbor 3 mesos	–0,33	–0,33	–0,07	0,42	–0,33	–0,33	–0,33	–0,33	–0,33	–0,33
Euríbor 12 mesos	–0,15	–0,18	0,22	0,77	–0,16	–0,19	–0,19	–0,19	–0,18	–0,14
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	–0,75	–0,48	0,06	0,70	–0,72	–0,74	–0,57	–0,53	–0,45	–0,38
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	0,36	0,72	1,25	1,91	0,42	0,38	0,62	0,60	0,75	0,90
TIPUS DE CANVI										
$/€	1,13	1,22	1,22	1,24	1,17	1,18	1,23	1,23	1,22	1,21
¥/€	126,64	131,88	130,42	127,81	130,38	132,92	133,07	131,03	131,51	131,90
£/€	0,88	0,88	0,87	0,85	0,90	0,89	0,88	0,88	0,88	0,88
PETROLI										
Brent ($/barril)	54,83	68,56	66,92	66,00	52,18	61,54	67,18	70,00	68,83	68,21
Brent (€/barril)	48,62	56,17	54,89	53,46	44,84	51,95	55,46	56,90	56,27	56,07

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

Previsions

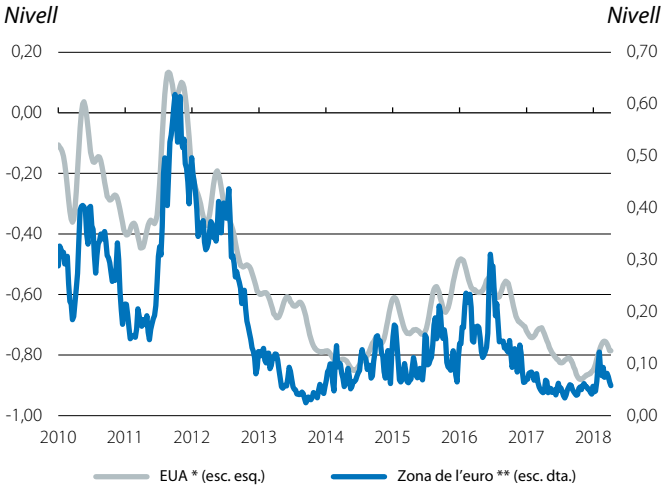
CONJUNTURA · Els mercats financers avancen en un entorn més volàtil

La volatilitat es consolida. L'evolució de les cotitzacions financeres a l'abril reforça la visió que el règim de molt baixa volatilitat dels últims anys queda enrere, a causa d'una política monetària menys acomodatícia, dels temors d'un gir proteccionista a nivell global i de l'augment de les tensions geopolítiques. Així, les condicions financeres s'han endurit de forma moderada en els últims mesos (més als EUA que a Europa), com ho mostren els índexs publicats per la Fed als EUA i pel Banc Central Europeu (BCE) a la zona de l'euro, mentre que l'índex VIX, un popular indicador de la volatilitat, va fluctuar, a l'abril, al voltant dels 19 punts, un nivell clarament superior a la mitjana del 2017. Aquest canvi en l'entorn financer es basa en un escenari macroeconòmic positiu en què, a velocitats diferents, la Fed i el BCE retiren de forma gradual l'estímul monetari. D'aquesta manera, després d'anys de ser esperonades per un entorn de baixos tipus d'interès, les borses pateixen l'augment de la volatilitat i, a l'abril, van encaixar noves sessions de pèrdues (però menys intenses que en els mesos anteriors), mentre que els tipus d'interès sobirans van continuar repuntant, tot i que de forma més significativa als EUA que a la zona de l'euro.

L'FMI emfatitza els riscos financers de l'escenari macroeconòmic. En el seu informe d'estabilitat financera de l'abril del 2018, el Fons Monetari Internacional (FMI) alerta que, malgrat que les condicions financeres acomodatícies donen suport al creixement global a curt termini, factors com les sorpreses a l'alça en la inflació (seguides d'un enduriment de la política monetària més ràpid del que s'esperava) o un repunt de la incertesa a causa de derives proteccionistes i de més tensions comercials són un risc per a l'estabilitat financera global. A més a més, l'FMI emfatitza tres vulnerabilitats que s'han acumulat en els últims anys i que representen un risc per al creixement a mitjà termini: les elevades valoracions d'un ampli univers d'actius, un significatiu endeutament de les economies emergents i l'existència de desequilibris en la liquiditat bancària en dòlars. Així, l'FMI avisa que els inversors han d'evitar la complaença amb l'actual entorn financer acomodatici i s'han de mantenir alerta davant els riscos associats als augments de tipus d'interès, a una major volatilitat financera i a una escalada de les tensions comercials.

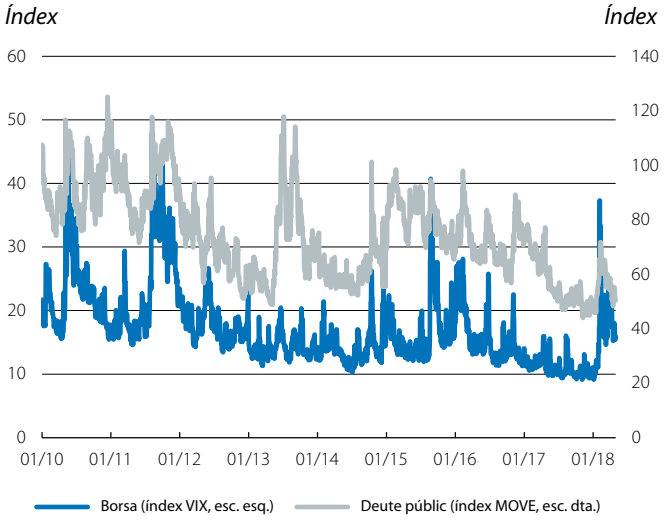
Les borses avançades compaginen els guanys amb una intensificació de la volatilitat. Els principals parquets de les economies avançades van començar el mes d'abril amb una dinàmica erràtica després de les pèrdues amb què havien acabat el mes de març (estretament vinculades a l'escalada de les tensions comercials entre els EUA i la Xina). Després d'aquesta indefinició inicial, els parquets van mantenir un to constructiu gairebé fins a l'última setmana d'abril, quan les pèrdues van tornar a irrompre a les borses avançades entre una barreja de més temors inflacionistes, de repunts dels tipus d'interès sobi-

Indicadors de les condicions financeres



Notes: ** Índex de condicions financeres de la Reserva Federal de Chicago.*
*** Indicador d'estrès sistèmic del BCE (mitjana mòbil de dues setmanes).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

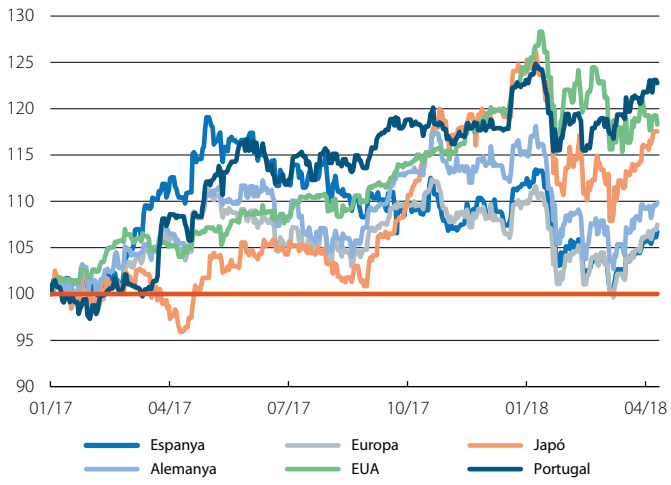
Volatilitat implícita als mercats financers



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

Principals borses avançades

Índex (100 = gener 2017)



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

rans i d'un mal funcionament borsari dels valors tecnològics. Així i tot, en el conjunt del mes, els principals índexs de les economies avançades van tancar en positiu, amb guanys moderats als EUA (S&P 500 +0,3%) i revaloracions més elevades a Europa (Eurostoxx 50, +5,2%; DAX Alemany, +4,3%; CAC francès, +6,8%; MIB italià, +7,0%; Ibex 35, +4,0%, i PSI portuguès, +2,9%).

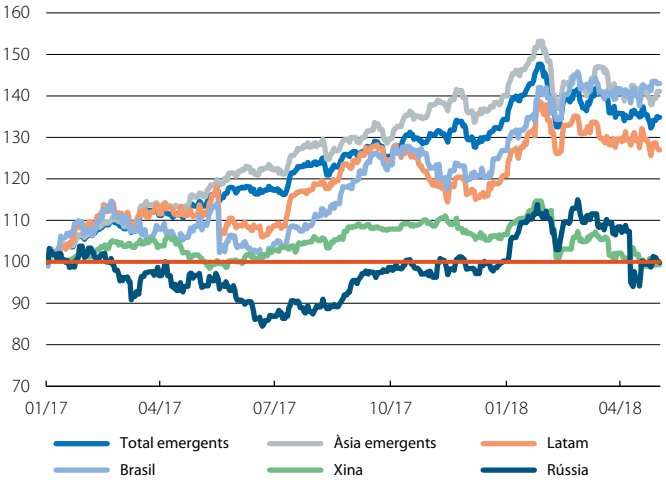
La volatilitat penalitza més les borses emergents. Igual que a les economies avançades, els índexs borsaris de les economies emergents van començar el mes d'abril amb una dinàmica erràtica i amb sessions en negatiu. No obstant això, a les borses emergents, la volatilitat i les pèrdues es van mantenir presents durant la resta del mes, i l'índex MSCI per al conjunt de la regió va acabar l'abril amb unes pèrdues acumulades del 0,6%. Tot i que les reculades van ser generalitzades entre els índexs llatinoamericans (índex MSCI per a l'Amèrica Llatina, –1,5%) i van afectar, també, els asiàtics (índex MSCI per a l'Àsia emergent, 0,0% i borsa de Xangai, –2,7%), els casos de la borsa russa i turca mereixen un esment especial. A Rússia, l'índex RTS es va enfonsar més del 15% entre el 9 i el 10 d'abril (arran d'un repunt de les tensions geopolítiques amb els EUA i de l'expectativa de noves sancions sobre l'economia russa) i va acabar el mes amb unes pèrdues del 7,6%, mentre que, a Turquia, la borsa d'Istanbul va acumular una reculada del 9,3% enmig d'un major focus inversor en el deteriorament dels desequilibris macroeconòmics de l'economia otomana i de la convocatòria d'eleccions anticipades per part del president Recep Tayyip Erdogan.

Repunt dels tipus sobirans nord-americans i més contenció a la zona de l'euro. A l'abril, els tipus sobirans nord-americans van repuntar de nou amb força arran d'una major confiança dels inversors en l'estratègia de la Fed d'endurir de forma gradual les condicions financeres. Així, el tipus d'interès sobirà a dos anys va augmentar en 22 p. b., mentre que el tipus a 10 anys va repuntar en 21 p. b. i va superar de forma temporal el llindar del 3,0% per primera vegada des del gener del 2014 (aquesta dinàmica de majors repunts en el tram curt ha començat a generar temors d'una propera recessió als EUA, situació que analitzem aquest mes en el Focus «Sobre la probabilitat d'una recessió als EUA»). Per la seva banda, a Europa, els tipus sobirans es troben més ancorats per l'expectativa que la retirada de l'estímul monetari del BCE sigui molt gradual, i això explica que el seu repunt hagi estat més moderat, amb increments del tipus sobirà d'Alemanya al voltant dels 6 p. b. i amb el manteniment de les primes de risc en nivells continguts.

El BCE ajorna fins a l'estiu les noves decisions de política monetària. En la reunió de l'abril, el BCE va mantenir inalterats els tipus d'interès de referència i va recordar que les compres netes d'actius prosseguiran a un ritme mensual de 30.000 milions d'euros, com a mínim, fins al setembre vinent. La reunió, que no va aportar novetats sobre el futur del programa de compres d'actius, es va centrar en la valoració de la recent desacceleració dels indicadors d'activitat a la zona de l'euro. En conjunt, el Consell de Govern (CG) del BCE considera que els indicadors continuen donant suport a un escenari de creixement sòlid i homo-

Borses emergents per geografia

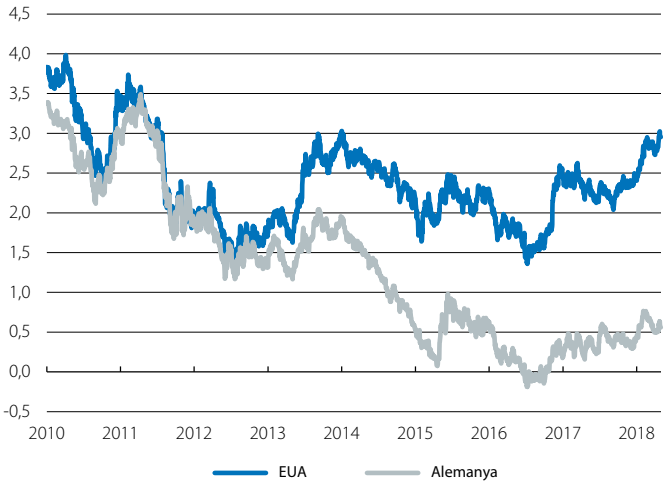
Índex (100 = gener 2017)



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

Rendibilitat del deute públic a 10 anys

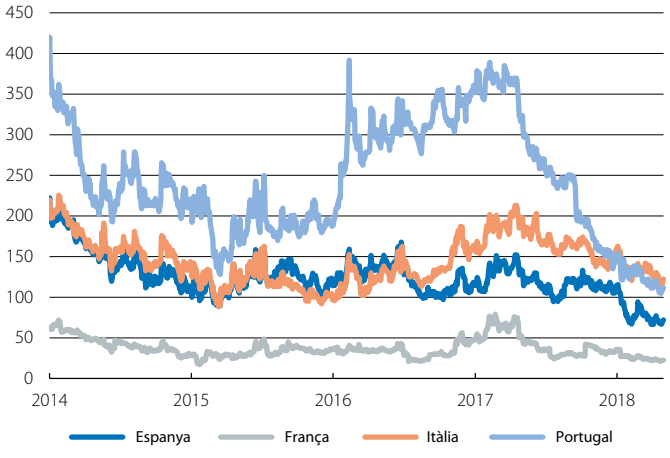
(%)



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

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

(p. b.)



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

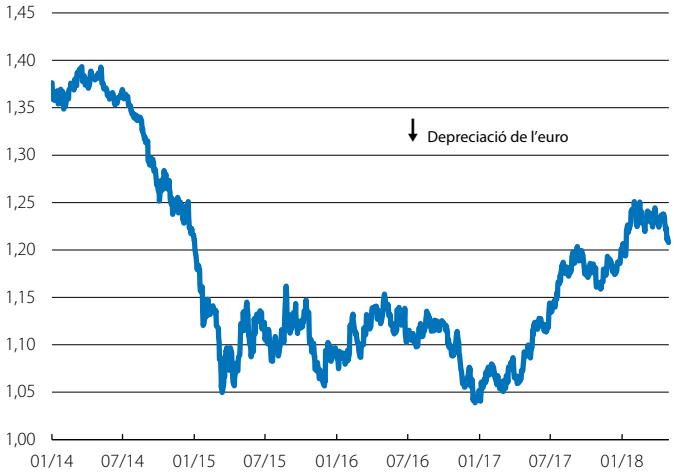
geni (una visió que compartim des de CaixaBank Research), i, per aquest motiu, el president Draghi va recalcar que la seva confiança en la recuperació de la inflació es manté sense canvis. No obstant això, Draghi també va assenyalar que, en els últims mesos, s'han intensificat els riscos negatius sobre el creixement global (en especial per factors de naturalesa geopolítica i comercial). D'aquesta manera, el BCE va ajornar fins al juny i juliol els anuncis sobre el futur del programa d'actius, el final orientatiu del qual està fixat per al setembre. En aquest sentit, des de CaixaBank Research, esperem que s'allargui fins al desembre del 2018 i que es posi fi a les compres netes de manera escalonada. Més enllà d'aquest horitzó, s'espera que el BCE implementi una retirada molt gradual de l'estímul monetari, i, en aquest sentit, a la reunió de l'abril, el CG també va reiterar la intenció de mantenir els tipus d'interès en els nivells actuals més enllà del final de les compres netes d'actius, i Draghi va defensar que la política monetària evolucionarà seguint una estratègia de paciència, de prudència i de perseverança.

El dòlar recupera una mica de terreny. Després de mantenir-se estable en la primera meitat d'abril, el dòlar va revertir una part de la feblesa mostrada en els últims mesos i es va apreciar el 2,1% enfront de les principals divises internacionals. Així, el dòlar es va apreciar el 2,0% enfront de l'euro (el canvi del qual va flexionar lleugerament a la baixa fins als 1,21 dòlars per euro), l'1,8% enfront de la lliura esterlina i el 2,9% enfront del ien japonès. El dòlar també va recuperar terreny en relació amb les divises emergents, moltes de les quals es van veure afectades per factors polítics idiosincràtics. Així, el canvi més negatiu enfront del dòlar el van exhibir el ruble rus (el 10,2%, amb el rerefons geopolític comentat més amunt), el real brasiler (el 6,1%, afeblit per l'augment de la incertesa sobre les properes eleccions presidencials, provocat per l'empresonament de l'expresident Lula da Silva), el peso mexicà (el 2,9%, amb Mèxic encarant les eleccions presidencials del proper juliol) i la lira turca (el 2,7%, amb els desequilibris macroeconòmics de fons comentats més amunt).

S'intensifica la fortalesa del preu del cru. El preu del barril de Brent va mantenir la tendència a l'alça del mes passat i es va apropar als 75 dòlars per barril, en nivells màxims no assolits des del final del 2014. Malgrat el potencial estabilitzador del preu procedent d'un repunt de la producció de *shale*, la fortalesa del petroli en els últims mesos s'ha basat tant en factors estructurals (fort creixement de la demanda global, retallades de la producció per part de l'OPEP i reducció sostinguda de les existències de cru als EUA) com temporals (incertesa geopolítica, en especial al voltant de la possibilitat que els EUA reintrodueixin les sancions a l'Iran).

Cotització de l'euro enfront del dòlar

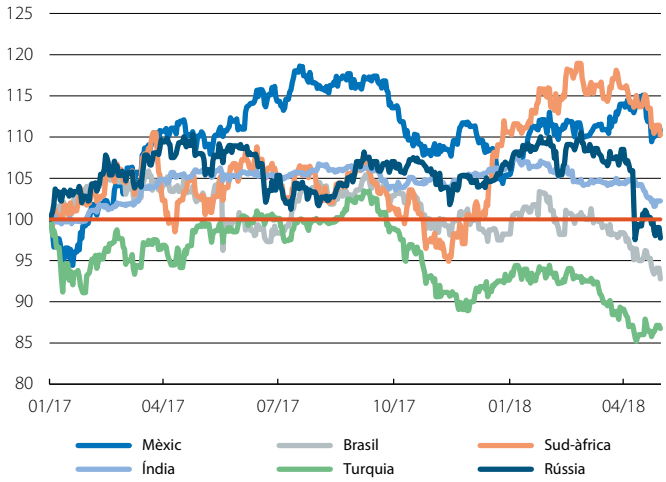
(Dòlar-euro)



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

Divises emergents enfront del dòlar

Índex (100 = gener 2017)



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 · Sobre la probabilitat d'una recessió als EUA

A l'abril del 2018, l'economia dels EUA va sumar 106 mesos en expansió en la segona fase de creixement més llarga dels 170 darrers anys i que, a més a més, se situa, només, a 14 mesos del rècord històric que ostenta el cicle 1991-2001. Les expansions no moren de velles, i, de fet, en els últims trimestres, les dades d'activitat continuen sent positives i apunten a un bon ritme de creixement. Malgrat tot, un indicador concret ha començat a suscitar rumors sobre el possible final de la fase expansiva. Es tracta del pendent de la corba de tipus d'interès, un indicador que ha predit de forma correcta totes les recessions nord-americanes dels 50 últims anys. D'on ve aquest poder predictiu? Quina és, avui dia, la probabilitat de recessió segons aquest indicador? Tot seguit, analitzem aquestes qüestions.

Un sorprenent historial predictiu

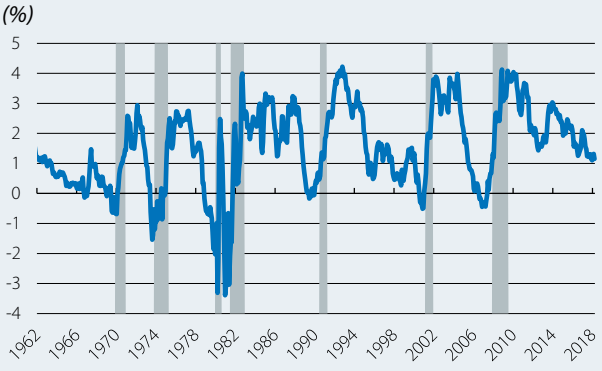
El primer gràfic mostra l'impressionant historial predictiu del pendent de la corba de tipus des del 1961. La línia blava representa el diferencial entre els tipus d'interès sobirans a 10 anys i a 3 mesos i les franges ombrejades assenyalen els períodes de recessió. Clarament, cada vegada que la corba s'ha invertit (pendent negatiu), l'economia ha entrat en recessió al cap d'uns 6 a 18 mesos (amb una única excepció, al final del 1966, quan només es va desaccelerar).

La teoria econòmica no ha desenvolupat una explicació causal satisfactòria per a aquesta relació, però sí que hi ha dues raons intuïtives que expliquen l'associació entre les dues variables. En primer lloc, tradicionalment, l'enduriment de la política monetària afecta més els tipus d'interès a curt termini que els tipus a llarg termini, de manera que redueix el pendent i, a la vegada, refreda l'economia a mitjà termini. En segon lloc, el pendent de la corba de tipus conté informació sobre les expectatives del funcionament econòmic futur. Considerem l'exemple següent: un estalviador disposa de dues alternatives per prestar a 10 anys vista: i) fixar directament un tipus d'interès a 10 anys o ii) fixar el tipus d'interès a 1 any vista i renovar-lo anualment. Atès que l'estalviador compara les dues alternatives, el tipus d'interès a 10 anys reflecteix la seva expectativa per al tipus d'interès a 1 any al llarg dels 10 propers anys (en equilibri, l'estalviador es mostra indiferent entre les dues alternatives). Per aquest motiu, quan el pendent entra en terreny negatiu, ens assenyala l'expectativa que els tipus d'interès futurs seran més baixos que els actuals: és a dir, en algun punt, la política monetària es tornarà més acomodatícia, perquè l'economia es desaccelera i/o entra en recessió.

La probabilitat de recessió el 2018

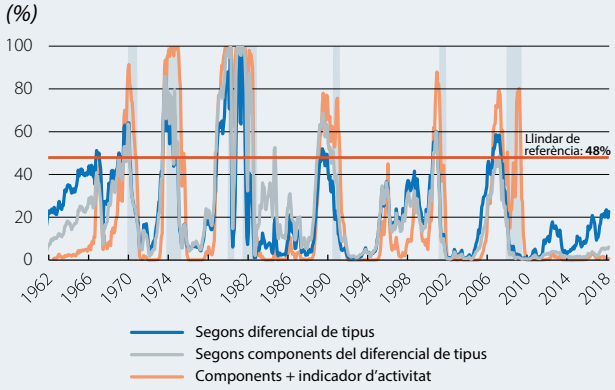
Atès que aquest indicador ha anticipat de forma correcta les set recessions viscudes des del 1961, el fet que el pendent hagi disminuït de manera sostinguda des dels 300 p. b. del 2013 als 110 p. b. actuals ha alimentat el debat sobre la possibilitat d'una nova recessió. Per quantificar aquesta possibilitat, al segon gràfic presentem la probabilitat de recessió que preveu el pendent de la corba de tipus segons un model estadístic.[1] Tal com ho mostra la línia blava (més endavant comentarem les línies gris i taronja), la corba de tipus assigna, en l'actualitat, una probabilitat del 23% que els EUA entrin en recessió en els 12 propers mesos. Una referència útil per contextualitzar aquesta xifra és la probabilitat de recessió que indica el model quan el pendent és perfectament pla: el 48%.[2] Així, doncs, tot i que segons la corba de tipus, el risc de recessió no és menyspreable, encara es troba lluny dels nivells que n'han constituït, històricament, un senyal clar.

EUA: recessions i el pendent de la corba de tipus d'interès *



Nota: ** Les àrees ombrejades denoten els períodes de recessió. El pendent de la corba de tipus d'interès es representa com la diferència entre els tipus d'interès sobirans a 10 anys i a 3 mesos.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg i d'NBER.*

EUA: probabilitat de recessió segons la corba de tipus *



Nota: ** Les àrees ombrejades denoten els períodes de recessió.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg, de la Reserva Federal de Nova York i d'NBER.*

1. Un model pròbit amb dades entre el juny del 1961 i el setembre del 2016. La variable dependent indica si es produeix (o no) una recessió a 3-12 mesos vista i la variable independent és el diferencial entre els tipus d'interès sobirans nord-americans a 10 anys i a 3 mesos.
2. Aquesta és la referència perquè, en invertir-se, l'historial predictiu és gairebé impecable.

Aquesta vegada és diferent?

Una de les principals crítiques que es fan a l'ús de la corba de tipus com a predictor de recessions és que les estructures econòmiques i financeres han evolucionat molt des dels anys seixanta i que, per tant, no s'hauria d'extrapolar el passat per predir l'evolució d'un entorn radicalment diferent. En aquest sentit, un dels elements que canvien al llarg del temps són els determinants del pendent de la corba. Més amunt, hem comentat que els tipus d'interès a llarg termini són un reflex de les expectatives dels tipus d'interès a curt termini que prevaldran en el futur. Així i tot, els tipus d'interès tenen un altre component: una prima de risc temporal que compensa l'estalviador pel risc addicional de comprometre's amb una inversió a llarg termini.[3]

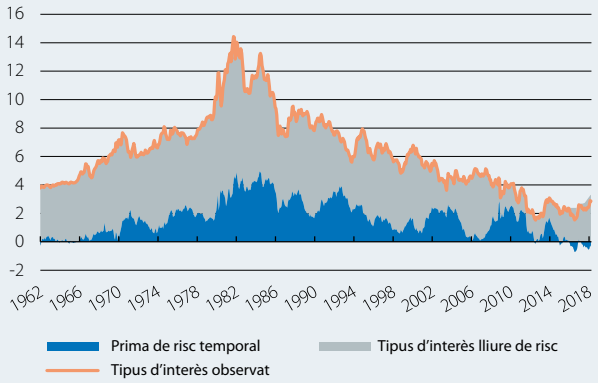
Tal com s'observa al tercer gràfic, la magnitud de la prima temporal és rellevant i, a més a més, fluctua al llarg del temps. I, encara més, l'aplanament de la corba de tipus dels darrers anys és deguda, majoritàriament, a l'evolució de la prima temporal (vegeu el quart gràfic). Tanmateix, més amunt hem argumentat que el poder predictiu de la corba de tipus prové del component d'expectatives. És possible, doncs, que el model predigui una menor probabilitat de recessió si eliminem la prima i fem servir una mesura més precisa de les expectatives? La resposta és sí. Això és precisament el que passa a la línia gris del segon gràfic, que correspon a un model en què descomponem el pendent en un termini d'expectatives i un altre de prima temporal: la probabilitat de recessió baixa fins al 6%. Amb aquest mateix esperit, la línia taronja mostra que si, a més a més, hi afegim informació sobre els indicadors d'activitat econòmica, la probabilitat de recessió es redueix fins a l'1%.

Tot i que és temptador emfatitzar l'efecte atenuant de la prima temporal i dels bons indicadors d'activitat, la història ens recomana cautela abans d'afirmar que «aquesta vegada és diferent». Per exemple, en una compareixença al Senat el 2007, quan la corba sobirana ja estava invertida i indicava una probabilitat de recessió del 60%, Ben Bernanke, aleshores president de la Fed, afirmava que «la inversió és deguda a la caiguda de la prima temporal (...) i això no necessàriament prediu una desacceleració de l'economia o una recessió». Malgrat això, ara sabem que, també aleshores, la predicció de la corba de tipus va ser correcta. De fet, la prima temporal és i ha estat un predictor significatiu de la probabilitat de recessió: cada inversió de la corba de tipus ha anat acompanyada d'una compressió del diferencial de primes temporals.

Finalment, si reajustem el model per predir un escenari menys extrem que el de la recessió, totes les especificacions considerades anteriorment assenyalen un augment de la probabilitat que el creixement es desaceleri en els propers trimestres. Aquesta és una conclusió natural, ja que, al capdavall, només reflecteix que, més enllà de l'impuls temporal que ofereixi l'estímul fiscal de l'Administració Trump, ja fa mesos que els EUA avancen en la fase madura del cicle, amb un mercat laboral en plena ocupació i un nivell de producció real que ja ha arribat al potencial.

EUA: components del tipus d'interès sobirà a 10 anys

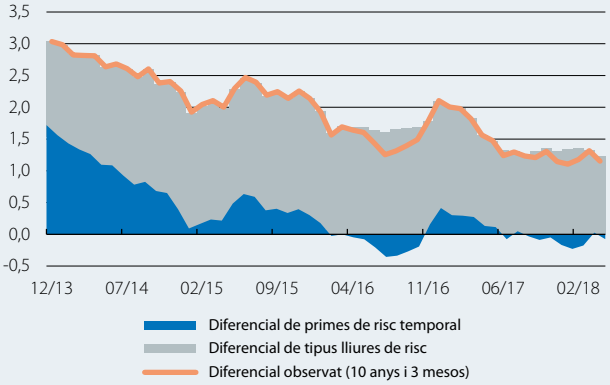
(%)



Nota: *Descomposició segons Adrian, T., Crump, R. K. i Moench, E. (2013), «Pricing the Term Structure with Linear Regressions», Journal of Financial Economics.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal de Nova York.*

EUA: evolució del pendent de la corba de tipus per components

(%)



Nota: *Descomposició segons Adrian, T., Crump, R. K. i Moench, E. (2013), «Pricing the Term Structure with Linear Regressions», Journal of Financial Economics.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal de Nova York.*

3. Per a més informació sobre la prima temporal, vegeu els Focus «La prima de risc temporal dels *treasuries* nord-americans: no hi és, però se l'espera», de l'IM12/2014, i «El biaix en les previsions de tipus d'interès dels mercats», de l'IM10/2016.

PRINCIPALS INDICADORS

Tipus d'interès (%)

	30-abr	31-mar	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	0,0	0,0
Euríbor 12 mesos	–0,19	–0,19	0	–0,4	–6,9
Deute públic a 1 any (Alemanya)	–0,63	–0,65	2	0,8	9,7
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	–0,59	–0,54	–5	3,7	14,3
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	0,56	0,66	–10	13,3	24,3
Deute públic a 10 anys (Espanya)	1,28	1,54	–26	–28,7	–36,8
Diferencial de deute públic a 10 anys (p. b.) [1]	72	88	–16	–42,0	–61,1
EUA					
Fed funds (límit superior)	1,75	1,50	25	25,0	75,0
Líbor 3 mesos	2,36	2,02	34	66,6	118,8
Líbor 12 mesos	2,77	2,50	27	66,3	99,6
Deute públic a 1 any	2,23	2,06	17	49,8	117,2
Deute públic a 2 anys	2,49	2,25	24	60,7	122,8
Deute públic a 10 anys	2,95	2,86	9	54,5	67,0

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

	30-abr	31-mar	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2018 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	54	52	2	9,6	–12,1
Itraxx Financer Sènior	57	53	4	13,4	–16,9
Itraxx Financer Subordinat	116	114	2	11,1	–51,8

Tipus de canvi

	30-abr	31-mar	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2018 (%)	Variació interanual (%)
$/€	1,208	1,219	–1,0	0,6	10,9
¥/€	132,050	130,080	1,5	–2,4	8,7
£/€	0,878	0,886	–1,0	–1,2	4,3
¥/$	109,340	106,680	2,5	–3,0	–1,9

Primeres matèries

	30-abr	31-mar	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2018 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	445,1	443,9	0,3	3,0	4,8
Brent ($/barril)	75,2	65,8	14,3	12,4	45,3
Or ($/unça)	1.315,4	1.318,4	–0,2	0,9	3,7

Renda variable

	30-abr	31-mar	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2018 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	2.648,1	2.713,8	–2,4	–1,0	11,1
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	3.536,5	3.439,0	2,8	0,9	–0,6
Ibex 35 (Espanya)	9.980,6	9.840,3	1,4	–0,6	–6,9
Nikkei 225 (Japó)	22.467,9	22.068,2	1,8	–1,3	17,0
MSCI emergents	1.164,4	1.195,2	–2,6	0,5	19,1
Nasdaq (EUA)	7.066,3	7.273,0	–2,8	2,4	16,8

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

CONJUNTURA · Creixement global dinàmic, però amb riscos a l'alça

Perspectiva global: es manté el *momentum*. Amb el 1T finalitzat, els indicadors disponibles suggereixen que aquest període s'haurà tancat amb un creixement elevat, de l'ordre del 4%, una mica per damunt, per tant, dels registres del segon semestre del 2017. Com s'ha destacat amb anterioritat en aquestes mateixes pàgines, un tret distintiu de la fase cíclica actual és l'elevat grau de sincronització, de manera que s'acceleren tant els avançats com els emergents. Aquests últims, com era d'esperar, circulen a ritmes d'activitat superiors. Així, en el 1T, es mouran a la zona de creixement del 5%. Malgrat que, en el tram final del trimestre, alguns indicadors qualitatius van bascular a la baixa (possible reflex de l'agreujament del balanç de riscos, sobre el qual tornarem de seguida), s'espera que l'economia mundial acabi registrant, el 2018, xifres de creixement similars a les del 2017, ja que els factors de suport globals es mantenen ferms. Es tracta d'un diagnòstic similar al que recentment ha fet públic l'FMI.

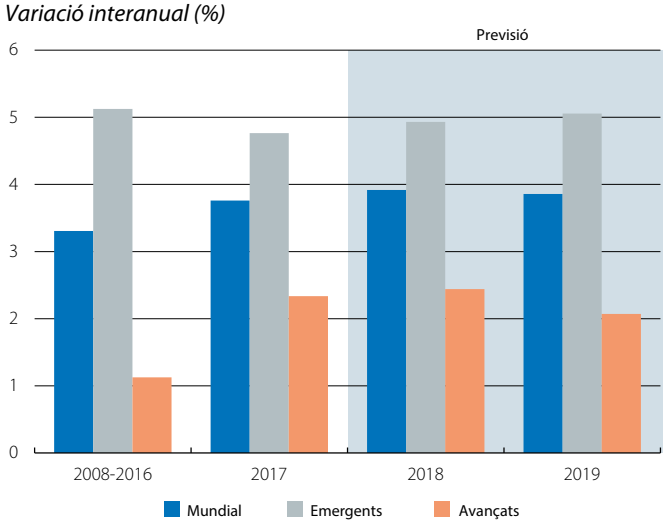
I, no obstant això, el balanç de riscos continua esbiaixat cap a un eventual menor creixement. Malgrat el bon inici d'any, les perspectives no estan lliures de riscos. En l'àmbit macrofinancer, cal destacar-ne dos: el nivell creixent de deute global i la sensibilitat dels mercats financers (i de certs emergents) a un enduriment de les condicions financeres internacionals més intens de l'esperat. Així mateix, es mantenen oberts els focus d'incertesa de naturalesa política (el proteccionisme, el populisme i els riscos geopolítics). En aquesta categoria, potser el més notori és el primer, el d'un possible gir proteccionista. Com és conegut, les decisions dels EUA d'aplicar aranzels a diversos productes importats i la probable resposta de la Xina han augmentat els temors a una escalada de les tensions comercials. No obstant això, cal no oblidar que, en última instància, les queixes nord-americanes tenen una base, ja que les pràctiques comercials de la Xina no s'adeqüen als estàndards de lliure comerç que apliquen la major part de països. Per aquest motiu, malgrat que sigui amb mitjans disruptius i que, per tant, generen inestabilitat a curt termini, aquesta via d'actuació podria acabar comportant un millor funcionament del sistema de comerç internacional a mitjà termini.

ESTATS UNITS

El PIB va créixer un sòlid 0,6% intertrimestral en el 1T 2018. Tot i tractar-se d'un avanç lleugerament inferior al del trimestre anterior (un 0,6% intertrimestral enfront del 0,7% en el 4T 2017), ha sorprès positivament. En termes interanuals, l'augment va ser del 2,9%. Per components de demanda, la lleugera desacceleració del ritme de creixement va ser deguda, en bona part, a l'alentiment de l'avanç del consum privat, del consum públic i de la inversió residencial. Això, però, va ser parcialment compensat per la contribució positiva del component d'existències, pel menor avanç de les importacions i per la solidesa de la inversió no residencial. Aquest lleuger alenti-

PIB mundial

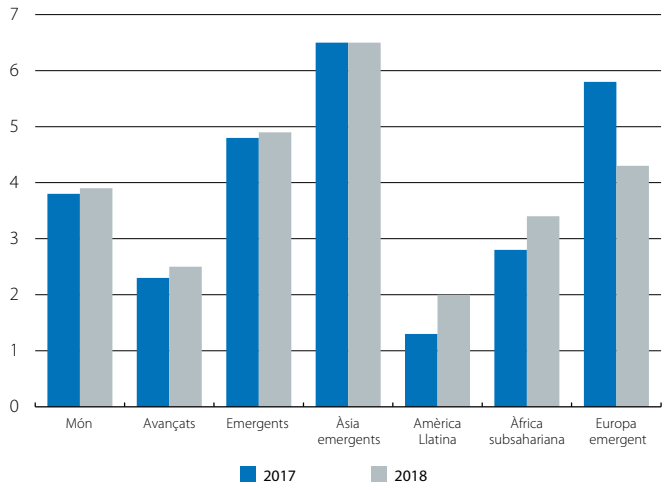
Variació interanual (%)



Font: *CaixaBank Research.*

FMI: previsions del PIB per al 2017 i el 2018

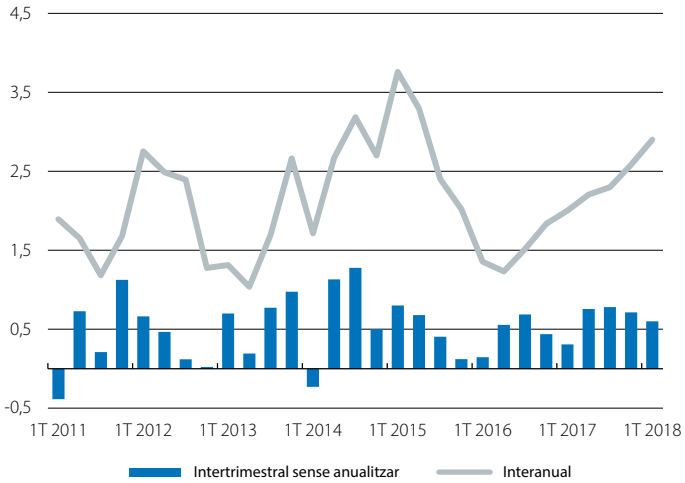
Variació interanual (%)



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

EUA: PIB

Variació (%)



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

ment de l'economia no és una sorpresa, ja que alguns indicadors d'activitat, com també ha succeït a nivell global, havien cedit una part de l'impuls en el tram final del trimestre. A aquest fet, s'afegeix un factor idiosincràtic de la comptabilitat nacional nord-americana. Segons reconeix l'institut estadístic del país (BEA, per les sigles en anglès), hi ha un problema de desestacionalització de la sèrie del PIB, que provoca que el seu nivell sigui, de forma reiterada, més baix en el 1T i més elevat en els dos següents trimestres.

La lleu desacceleració en el 1T no canvia la dinàmica de fons. Malgrat la desacceleració del creixement registrada en el 1T, cal esperar que els efectes atípics esmentats més amunt deixin d'operar en els següents trimestres. En particular, CaixaBank Research preveu que el creixement s'accelerarà en el que queda d'any, gràcies a la combinació de l'expansió fiscal, unes condicions monetàries que, malgrat el progressiu augment del tipus de referència per part de la Fed, encara són acomodatícies i la solidesa de la demanda interna, que continuarà tenint el suport d'un mercat de treball favorable.

Un mercat laboral propi de fases madures. En aquest sentit, cal recordar que, malgrat que, al març, es van crear només 103.000 llocs de treball, una xifra inferior a la prevista, es tracta d'una dada lògica tenint en compte l'elevadíssim registre del mes anterior (326.000 llocs de treball). En el conjunt del 1T, apareix un còmput que suavitza l'elevada volatilitat de les xifres mensuals: es van crear més de 600.000 llocs de treball, una mica per sota de la generació d'ocupació del 4T 2017 (660.000). Així mateix, la taxa d'atur es va mantenir en un molt reduït 4,1% al març, mentre que els salaris van avançar el 2,7% interanual. Finalment, cal esmentar que la taxa d'activitat es va mantenir sense gaires canvis en el 1T (el 60,3%, xifra similar a la del conjunt del 2017).

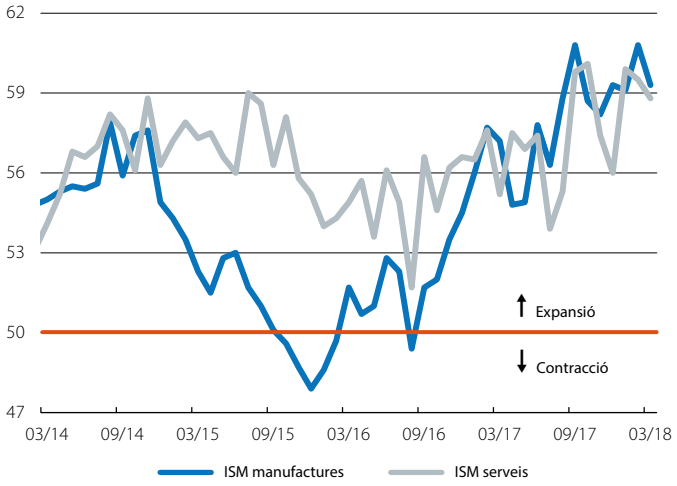
Els preus de consum, a punt d'entrar en una fase més alcista. La inflació va augmentar 2 dècimes al març, fins al 2,4% interanual. En la mateixa línia, la inflació subjacent (que no inclou els preus de l'energia ni els aliments, subjectes, habitualment, a una major volatilitat), es va situar en el 2,1%, 3 dècimes per damunt del registre del febrer. Malgrat la desacceleració en termes intermensuals de l'IPC general, per la intensa caiguda del component energètic, tant la inflació general com la subjacent es van situar per damunt dels registres dels últims mesos. Una tendència que tindrà una certa continuïtat, atès que es va a produir un rellevant efecte de base a l'alça, ja que la forta caiguda en els preus de la telefonia sense fil experimentada l'any anterior en aquests mateixos mesos no es repetirà enguany. En aquest context, les minutes de la Fed van mostrar una major confiança en les perspectives de creixement i d'inflació, la qual cosa consolida les quatre pujades de tipus d'interès previstes per CaixaBank Research per al 2018.

EMERGENTS

Les entrades de capitals es moderen, però continuen en cotes elevades. La tendència de fons de les entrades de capi-

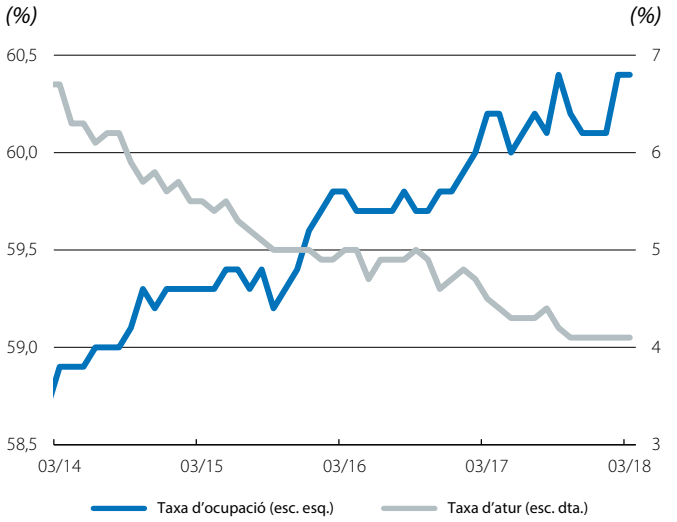
EUA: indicadors d'activitat

Nivell



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

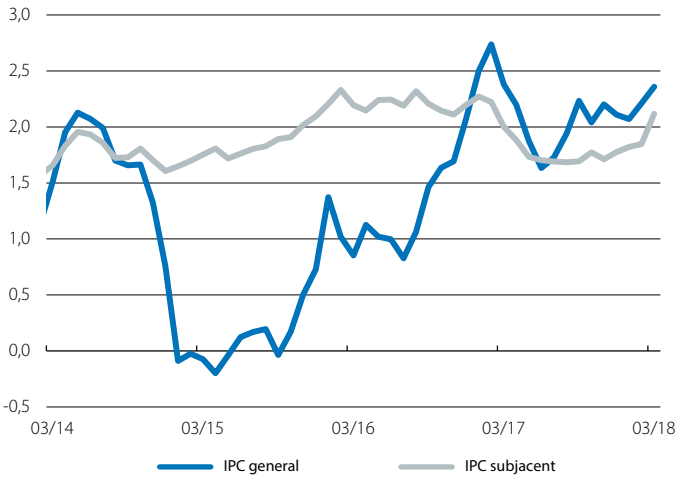
EUA: mercat laboral



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

EUA: IPC

Variació interanual (%)



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

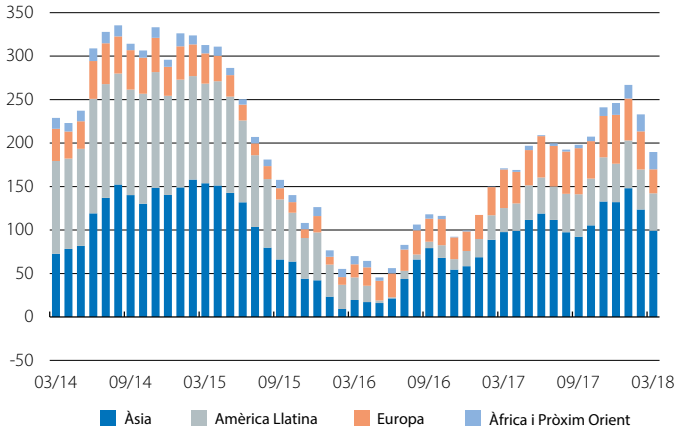
tals (renda variable i deute) cap a les economies emergents és a un cert alentiment. Així i tot, el ritme actual d'entrades no és baix, en especial si es té en compte que aquestes economies són especialment sensibles al context actual, amb les condicions financeres globals en enduriment gradual (vegeu el Focus «Creixement als emergents i condicions financeres globals: una relació compromesa», en aquest mateix *Informe Mensual*) i els fronts d'incertesa de caràcter geopolític i polític actius. D'acord amb el seu elevat creixement, l'Àsia emergent continua sent la gran receptora de capitals financers.

La Xina, en curs de desacceleració (suau). A la Xina, la dada de creixement del 1T es va situar en cotes relativament elevades: el PIB va créixer un notable 6,8% interanual, el mateix avanç que en els dos últims trimestres. L'avanç es va basar en factors temporals, com un major dinamisme de l'activitat industrial (les baixes temperatures del gener i del febrer van estimular la demanda energètica i van reduir els nivells de contaminació; això últim va disminuir, momentàniament, la pressió reguladora del Govern en la seva campanya anticontaminació), i en un repunt de la inversió residencial. Les dades d'activitat del març, que s'han publicat al mateix temps que el PIB del 1T, van mostrar un to positiu, coherent amb la dada de creixement. Així, la producció industrial va avançar un significatiu 6,0% interanual i les vendes al detall van créixer un notable 10,1%. Així i tot, aquesta dinàmica a curt termini no esmena el diagnòstic que la Xina transitarà cap a zones de menor creixement el 2018, a causa de la progressiva retirada dels estímuls econòmics.

Bon creixement a molts emergents. Els altres principals emergents registren xifres de creixement raonablement positives. Encara que cada economia està sotmesa a factors de suport, i de llast, idiosincràtics, la major part d'elles es beneficien de la combinació d'un finançament global encara barat i ampli, de l'acceleració sincronitzada del creixement mundial i del cicle a l'alça de les primeres matèries. En aquest context, són potser els grans emergents asiàtics els que aprofiten millor aquests factors positius, ja que es mouen amb folgança en zones d'alt dinamisme (creixements interanuals propers al 6%). En altres casos, en canvi, el creixement està llastat per la persistència d'alguns focus d'incertesa, majoritàriament d'origen polític i geopolític, com succeeix en països com Rússia o Mèxic. Així, pel que fa a Rússia, en el 4T 2017, el PIB va créixer el 0,9% interanual, per sota del previst i de l'avanç del 2,2% del trimestre anterior, de manera que, per al conjunt del 2017, el creixement va quedar en l'1,5%. Aquest feble final d'any, juntament amb la imposició de noves sancions internacionals, confirma la previsió d'un any 2018 de creixement moderat (el 2,0% previst). Per la seva banda, Mèxic, segons el primer avanç, va créixer l'1,2% (enfront de l'1,5% del 4T 2017), xifres clarament inferiors al potencial de creixement que reflecteixen que l'economia pateix la incertesa política (NAFTA i eleccions presidencials).

Emergents: entrades de capitals de cartera *

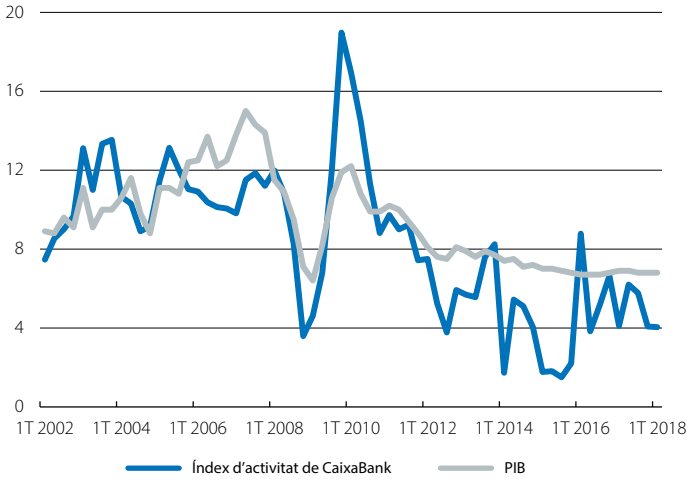
Acumulat de 12 mesos (milers de milions de dòlars nord-americans)



Nota: ** Fluxos de renda variable i de deute.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'IIF.*

Xina: PIB vs. índex d'activitat econòmica

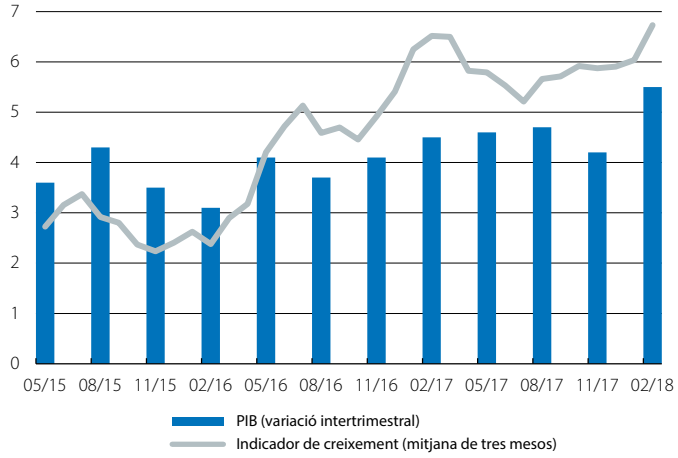
Variació interanual (%)



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

Emergents: PIB i indicador de creixement de l'IIF

Variació (%)



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

FOCUS · EUA i Xina: escalada del conflicte comercial

Després de la retirada dels EUA del tractat comercial transpacífic (el TPP, per les sigles en anglès) el 2017, i immers de ple en les dures renegociacions del NAFTA, Trump va iniciar el 2018 amb més càrregues al comerç internacional, centrades, en aquesta ocasió, contra la Xina. Sens dubte, això ha augmentat els temors a una involució proteccionista a escala mundial.

Sota el lema «Amèrica primer», Trump ja ha notificat la pujada aranzelària a la importació de panells solars, de rentadores, d'alumini i d'acer. Així mateix, ha anunciat una altra possible pujada aranzelària del 25% sobre més de 1.300 productes xinesos per un valor proper als 50.000 milions de dòlars. La resposta de la Xina no s'ha fet esperar: si es produeix l'amenaça nord-americana, s'aplicarà una pujada aranzelària d'una dimensió similar.

Malgrat que, ara com ara, les accions entre els dos països afecten un percentatge molt petit dels fluxos comercials mundials (menys de l'1%), el clima de major incertesa podria acabar afectant el bon ritme de creixement de l'economia global.

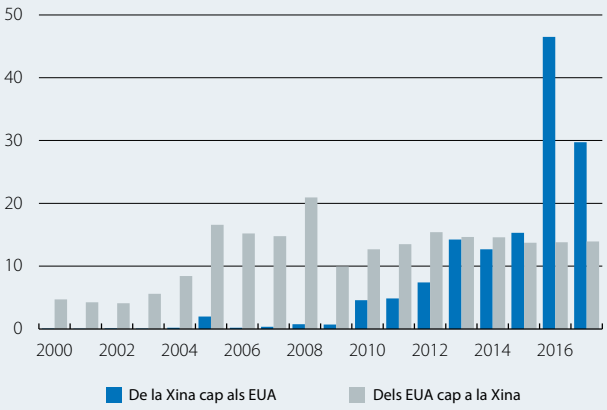
Diferents factors són utilitzats per justificar els anuncis nord-americans. Les pràctiques de *dumping*[1] de la Xina, en especial des de l'entrada a l'Organització Mundial del Comerç (OMC) el 2001, han estat un element de fricció constant amb el gegant asiàtic. No en va, la Xina ha donat suport de manera poc ortodoxa a les seves exportacions mantenint un tipus de canvi infravalorat durant anys i oferint uns preus subsidiats de l'electricitat, de l'aigua i d'altres serveis per a les empreses manufactureres exportadores, entre altres mesures. A tall d'exemple, els subsidis de la Xina a la indústria de construcció naval van reduir els costos de producció del sector entre el 13% i el 20% entre el 2006 i el 2012. Això ha permès que, en molts pocs anys, grans empreses xineses del sector hagin passat a situar-se entre els 10 majors productors a nivell global.

Les crítiques dels EUA a les pràctiques xineses van més enllà dels habituals temes comercials de *dumping*. En concret, actualment, les queixes s'han centrat en tres aspectes. En primer lloc, en les pressions que reben les empreses nord-americanes que operen en sòl xinès per transferir tecnologia i propietat intel·lectual a les empreses xineses amb les quals col·laboren.

En segon lloc, en l'ajuda governamental que reben les grans empreses xineses per a l'adquisició d'empreses nord-americanes, sobretot en sectors de tecnologia avançada. Aquest element, a més a més, es contraposa amb les traves que imposen a les empreses nord-americanes que volen adquirir empreses xineses (falta de reciprocitat). Així, per exemple, el 2015, la inversió estrangera directa de la Xina als EUA va superar per primera vegada la dels EUA en sòl xinès. Un canvi de tendència en els fluxos d'inversió que, probablement, anirà a més, tal com ho indiquen les dades més recents per al 2016 i el 2017 (vegeu el gràfic adjunt).

Inversió estrangera directa

(Milers de milions de dòlars)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de «The US-China FDI Project».*

El tercer àmbit en què s'han centrat les protestes actuals dels EUA contra la Xina ha estat el robatori d'informació sensible de les empreses nord-americanes mitjançant l'accés a la seva xarxa informàtica.

Arribats a aquest punt, és necessari esmentar que, tot i que moltes de les disputes relacionades amb la propietat intel·lectual i de marca poden ser tractades dins el marc jurisdiccional de l'OMC, moltes altres queden fora d'aquest marc. Per exemple, les relacionades amb la transmissió obligatòria de tecnologia entre empreses. En aquest sentit, potser es pot criticar l'OMC per no haver fet més a l'hora d'ampliar el consens sobre les regles del comerç i de les relacions internacionals. De fet, el major perill de l'actual escalada de tensions comercials entre els EUA i la Xina prové, precisament, del possible afebliment de l'OMC com a pilar en l'establiment d'aquestes regles i com a àrbitre en les disputes entre països.

Més enllà de la lògica econòmica, les accions de Trump poden ser interpretades com una mera estratègia política, ja que les acusacions de *dumping*, de robatori tecnològic i de poca reciprocitat en les inversions no són noves en les relacions econòmiques amb la Xina. Una estratègia, però, que no és clar que acabi afavorint el Partit Republicà en les eleccions midterm del novembre. Les represàlies de la Xina, si es produeixen, afectarien sectors que són molt rellevants en estats molt disputats entre els partits demòcrata i republicà (els anomenats *swing states*). En aquest cas, si l'electorat indefinit i perjudicat pels aranzels xinesos culpa Trump del seu deteriorament econòmic, la balança es podria decantar cap a candidats demòcrates. Però si alguna cosa hem après aquests últims anys és que, quan el debat es polaritza, la reacció dels votants no sempre respon a la lògica econòmica. Si no, que l'hi diguin al *brexit*.

1. Les pràctiques de *dumping* consisteixen en l'aplicació d'un preu de venda dels productes exportats per sota del preu de mercat.

FOCUS · Creixement als emergents i condicions financeres globals: una relació compromesa

Les economies emergents experimenten una etapa dolça en matèria de creixement: des de la Gran Recessió del 2009, i fins al 2017, van créixer una mica més del 5% anual i, si es compleixen les previsions dels analistes, es mantindran en aquestes cotes en els cinc propers anys. Com ja es va comentar al Focus «Cicle expansiu als emergents: quelcom nou, quelcom vell i quelcom prestat»,[1] sembla indubtable que una part de l'estímul al creixement prové de l'extraordinari relaxament de les condicions financeres globals que es va iniciar després de la Gran Recessió. Però ara que la política monetària dels països avançats transita, cadascuna al seu ritme, cap a una lenta, però continuada, senda de normalització, la pregunta clau és fins a quin punt el futur enduriment de les condicions financeres globals pot afectar-ne el creixement i convertir les previsions anteriors en poc més que un brindis al sol.

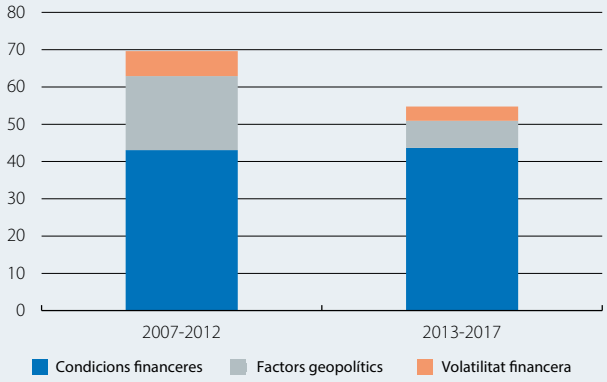
Històricament, la relació entre el creixement dels emergents i els índexs de condicions financeres globals ha estat molt estreta.[2] Certament, correlació no implica causalitat, però, si utilitzem tècniques economètriques més sofisticades, la relació entre les dues variables continua sent molt elevada. En concret, analitzem la capacitat d'explicar el creixement del PIB dels països emergents en funció de tres indicadors de referència: les condicions financeres,[3] els factors geopolítics[4] i la volatilitat financera (VIX). La variància del creixement explicada per aquests factors globals és molt elevada, del 70% durant el període comprès entre el 2007 i el 2012, el més afectat per la Gran Recessió i per l'inici de la política monetària no convencional, i del 55% entre el 2013 i el 2017. Del total de la variància explicada, les condicions financeres són el factor amb més pes durant els dos períodes i, a més a més, guanyen importància a mesura que ens allunyem de la crisi (vegeu el primer gràfic).

Per afinar una mica més la valoració de l'impacte que podria tenir l'enduriment de les condicions financeres sobre el creixement dels emergents, analitzem les funcions d'impuls-resposta d'un model VAR (vegeu el segon gràfic). El *shock* al qual sotmetem les economies emergents correspon a un enduriment d'1,5 punts de l'índex de condicions financeres utilitzat. Aquesta magnitud sembla raonable si analitzem l'evolució històrica de les condicions financeres en èpoques d'augment de tipus d'interès als EUA i l'escenari previst per als propers anys.[5] Doncs bé, un enduriment de les condicions financeres d'aquest calibre, si es produís de forma sobtada, tindria un impacte sobre el creixement dels emergents proper a 1 p. p. al cap de dos trimestres. Una magnitud gens menyspreable.

Naturalment, esperem que l'enduriment de les condicions financeres es produeixi de forma molt més gradual, la qual cosa hauria de permetre que les economies emergents continuïn mantenint un ritme de creixement elevat. Però si, per exemple, la Fed ha d'accelerar el ritme de pujades de tipus, perquè les pressions salarials i/o inflacionistes acaben augmentant més del que s'esperava, l'impacte sobre els països emergents podria no ser menor.

Factors globals que expliquen el creixement dels emergents

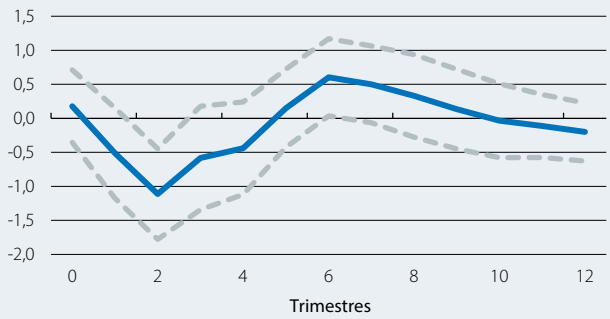
Contribució de cada factor a la variància explicada (%)



Font: *CaixaBank Research.*

Resposta del creixement dels emergents a un shock financer global

(p. p.)



Nota: *S'estima un vector autoregresssiu de quart ordre que inclou dades trimestrals del creixement dels emergents, l'índex de condicions financeres globals i el VIX. Les línies discontínues representen un interval de confiança del 95%.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI, de Goldman Sachs i de Thomson Reuters Datastream.*

1. Vegeu l'IM02/2018.
2. La disponibilitat d'índexs de condicions financeres globals és escassa. En aquesta anàlisi de regressió, s'utilitzarà l'índex de condicions financeres globals (ICF) de Goldman Sachs. Aquest índex sintetitza les condicions financeres mitjançant la integració de la informació que ofereixen diferents actius financers (tipus d'interès, *spreads*, cotitzacions borsàries i tipus de canvi) sobre un conjunt de països, avançats i emergents.
3. Incloem l'ICF de Goldman Sachs, l'ICF de la Reserva Federal de Chicago, l'S&P 500, l'índex MSCI dels mercats emergents i l'índex de les borses emergents de Bloomberg.
4. S'utilitza l'índex de riscos de Iacoviello i Caldara, l'índex de conflictes de CaixaBank Research i l'índex d'incertesa política global de Baker, Bloom i Davis.
5. Serveixi també de referència que, a l'abril del 2013, en l'episodi conegut com *taper tantrum*, aquest índex va augmentar 1 p. p. en només dos mesos.

PRINCIPALS INDICADORS

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

ESTATS UNITS

	2016	2017	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18	03/18
Activitat									
PIB real	1,5	2,3	2,0	2,2	2,3	2,6	–	2,9	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	3,7	4,1	4,1	3,0	2,8	2,2	3,7	4,1	3,9
Confiança del consumidor *(valor)*	99,8	120,5	117,5	118,1	120,3	126,0	124,3	130,0	127,0
Producció industrial	–1,9	1,6	0,2	1,9	1,3	3,0	2,9	4,4	4,3
Índex activitat manufacturera (ISM) *(valor)*	51,4	57,4	56,6	55,8	58,7	58,7	59,1	60,8	59,3
Habitatges iniciats *(milers)*	1.177	1.208	1.238	1.167	1.172	1.256	1.329	1.295	1.319
Case-Shiller preu habitatge 2a mà *(valor)*	189	200	197	198	200	204	207,4	209,3	...
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	4,9	4,4	4,7	4,3	4,3	4,1	4,1	4,1	4,1
Taxa d'ocupació *(% pobl. > 16 anys)*	59,7	60,1	60,0	60,1	60,2	60,1	60,1	60,4	60,4
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–2,7	–2,9	–2,7	–2,8	–2,9	–2,9	–3,0	–3,0	...
Preus									
Preus de consum	1,3	2,1	2,5	1,9	2,0	2,1	2,1	2,2	2,4
Preus de consum subjacent	2,2	1,8	2,2	1,8	1,7	1,8	1,8	1,8	2,1

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

	2016	2017	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18	03/18
Activitat									
PIB real	0,9	1,7	1,3	1,6	1,9	2,1	–	...	–
Confiança del consumidor *(valor)*	41,7	43,8	43,4	43,4	43,7	44,5	44,7	44,3	44,3
Producció industrial	–0,2	4,5	3,9	5,8	4,6	4,1	0,8	2,2	3,9
Índex activitat empresarial (Tankan) *(valor)*	7,0	19,0	12,0	17,0	22,0	25,0	–	24,0	–
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	3,1	2,8	2,9	2,9	2,8	2,7	2,4	2,5	2,5
Balança comercial [1] *(% PIB)*	0,7	0,5	0,7	0,6	0,6	0,5	0,8	0,5	0,5
Preus									
Preus de consum	–0,1	0,5	0,3	0,4	0,6	0,6	1,3	1,5	1,1
Preus de consum subjacent	0,6	0,1	0,1	0,0	0,2	0,3	0,4	0,5	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

	2016	2017	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18	03/18
Activitat									
PIB real	6,7	6,9	6,9	6,9	6,8	6,8	–	6,8	–
Vendes al detall	10,4	10,2	10,0	10,8	10,3	9,9	9,7	9,7	10,1
Producció industrial	6,1	6,6	6,8	6,9	6,3	6,2	7,2	7,2	6,0
PMI manufactures (oficial) *(valor)*	50,3	51,6	51,6	51,4	51,8	51,7	51,3	50,3	51,5
Sector exterior									
Balança comercial [1] *(valor)*	512	435	466	458	435	435	405	449	420
Exportacions	–8,4	8,5	7,8	9,0	6,9	10,1	10,3	43,7	–3,2
Importacions	–5,7	16,1	23,9	14,3	14,7	13,2	36,9	6,7	14,6
Preus									
Preus de consum	2,0	1,6	1,4	1,4	1,6	1,8	1,5	2,9	2,1
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)*	6,6	6,8	6,9	6,9	6,7	6,6	6,4	6,3	6,3

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 · Bones perspectives malgrat la lleugera desacceleració del creixement

Un moment cíclic sòlid per a l'economia de la zona de l'euro. En els últims trimestres, l'escenari macroeconòmic de la zona de l'euro ha millorat de forma substancial i presenta, en aquests moments, un creixement més ferm i homogeni, ja que els principals països creixen a ritmes superiors al 2% (llevat d'Itàlia). La demanda interna es manté dinàmica, amb el suport d'una política monetària acomodatícia del BCE i de les millores al mercat laboral, i les exportacions es beneficien del major creixement global. Persisteix, doncs, el recorregut cíclic en el creixement de la zona de l'euro, sense que hagin sorgit encara restriccions d'oferta substancials que dificultin el creixement (com dificultats per ampliar la producció o per contractar treballadors). Atès aquest panorama, l'FMI ha revisat a l'alça les previsions de creixement de la zona de l'euro per al 2018 fins al 2,4%, 2 dècimes per damunt de les estimacions de tres mesos enrere. Per països, la millora ha estat generalitzada. En aquest sentit, destaquen les revisions positives d'Alemanya (+0,2 p. p., fins al 2,5%), de França (+0,2 p. p., fins al 2,1%), d'Espanya (+0,4 p. p., fins al 2,8%) i de Portugal (+0,4 p. p., fins al 2,4%). Així mateix, els riscos a curt termini estan equilibrats, tot i que, a mitjà termini, ha aparegut l'alarma d'una guerra comercial amb els EUA, que s'afegeix als riscos geopolítics existents i al risc d'un major enduriment de les condicions financeres. En tot cas, preveiem que la taxa de creixement de la zona de l'euro, llastada pel baix creixement de la productivitat i per l'envelliment de la població, es moderarà només de forma progressiva fins a nivells inferiors al 2% el 2020.

Desacceleració temporal del creixement en el 1T. La majoria d'indicadors d'activitat (com els índexs PMI i ESI) disponibles per als tres primers mesos de l'any apunten a un menor ritme de creixement en el 1T 2018. A tall d'exemple, la producció industrial va avançar a un ritme menor en els mesos de gener i de febrer (el 3,5% interanual enfront del 4,0% en el 4T 2017). A França, país del qual ja disposem de les dades del PIB del 1T, l'avanç va ser del 0,3% intertrimestral, inferior al 0,7% del 4T. En aquest sentit, els factors temporals, com les condicions meteorològiques adverses i la incertesa sobre una possible guerra comercial amb els EUA, i, a Alemanya, la incertesa política en relació amb la formació de Govern van llastar les expectatives dels agents econòmics. No obstant això, diversos indicadors econòmics disponibles per al mes d'abril palesen que la desacceleració dels primers mesos de l'any s'ha frenat en el 2T. En concret, l'índex PMI compost per al conjunt de la zona de l'euro es va mantenir en els 55,2 punts, la mateixa dada que al març i en zona clarament expansiva (per damunt dels 50 punts). A més a més, l'índex PMI compost va registrar nivells una mica superiors als de l'últim mes, tant a Alemanya com a França (55,3 i 56,9 punts, respectivament). Així mateix, l'índex de sentiment econòmic (ESI) elaborat per la Comissió Europea es va estabilit-

Previsions de PIB de l'FMI

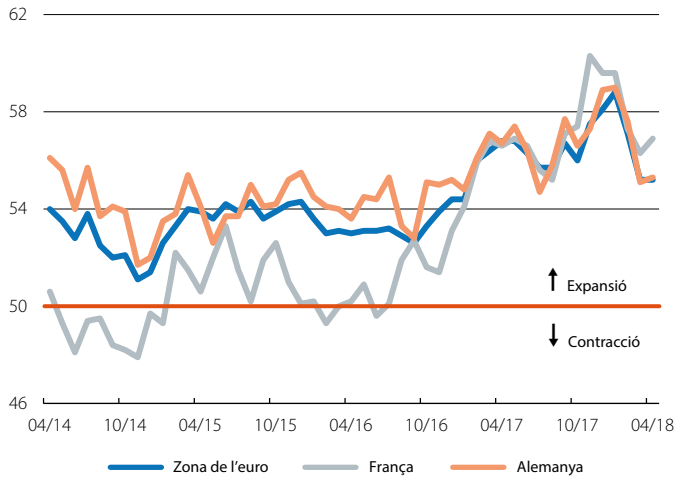
Variació anual (%)

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

Nota: ** La previsió anterior de Portugal correspon a l'article IV (octubre del 2017).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI (WEO, abril del 2018).*

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

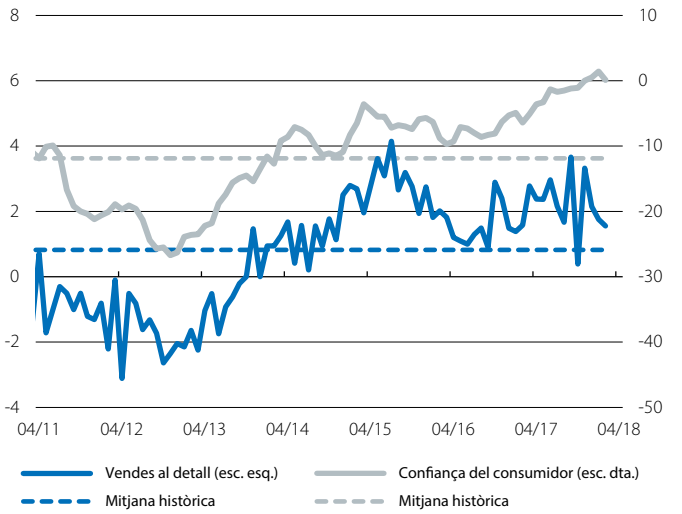
Nivell



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

Zona de l'euro: indicadors de consum

Variació interanual (%) *Nivell*



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

zar en els 112,7 punts a l'abril, el mateix nivell que en el mes anterior.

El consum privat de la zona de l'euro manté una evolució positiva. En particular, les vendes al detall van augmentar l'1,8% interanual al febrer, un ritme una mica superior al del gener (l'1,5% interanual). Així mateix, la confiança del consumidor continua en nivells elevats. En concret, l'índex de confiança del consumidor elaborat per la Comissió Europea es va situar en els 0,4 punts a l'abril, un registre superior al dels dos mesos anteriors (0,1) i a la mitjana del 2017 (–2,5). Aquesta dada suggereix que, de cara al 2T 2018, el consum privat es mantindrà com un dels suports principals del creixement de la zona de l'euro.

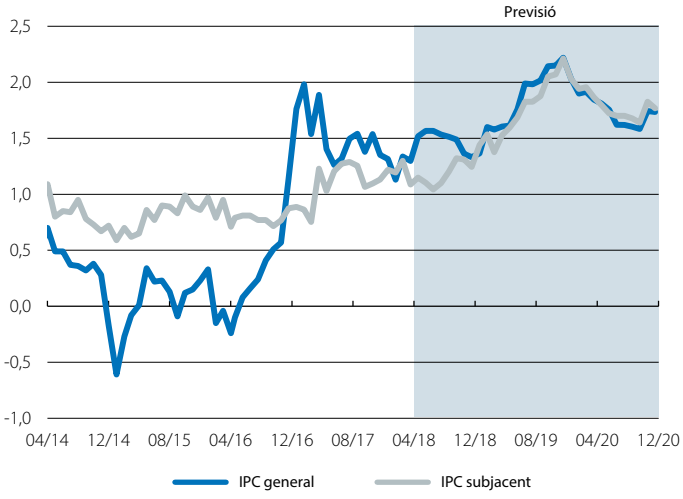
L'augment gradual de la inflació continua al març. En particular, l'índex de preus al consum harmonitzat (IPCH) de la zona de l'euro va augmentar fins a l'1,3% interanual al març, 2 dècimes per damunt del registre del mes anterior. L'augment va ser degut, principalment, a la major contribució dels preus dels aliments, tant elaborats com no elaborats. D'altra banda, la inflació subjacent també es va situar en l'1,3%, 1 dècima per damunt del registre del febrer. Des de CaixaBank Research, preveiem que la inflació mantindrà una tendència a l'alça en els propers trimestres, amb el suport del bon moment de l'activitat i del repunt dels preus del petroli, i que s'aproparà de forma gradual a l'objectiu d'inflació proper, tot i que per sota del 2%, el 2019.

El dinamisme en l'activitat creditícia dona suport al creixement. L'enquesta de préstecs bancaris del BCE mostra que, en el 1T 2018, la demanda creditícia va augmentar en tots els segments. Al seu torn, segons l'enquesta, van millorar de manera significativa les condicions d'accés al crèdit i, en particular, al crèdit a les empreses i per a la compra d'habitatges. En aquest context, tant les empreses com les llars es beneficien de més facilitats d'accés al crèdit, en part a causa de la intensificació de les pressions competitives i d'una disminució de la percepció del risc per part de les entitats bancàries. Així mateix, els resultats de l'enquesta suggereixen que els factors d'oferta no restringiran el creixement del crèdit a curt termini.

L'ajust fiscal de la zona de l'euro va prosseguir el 2017, amb el suport del fort dinamisme de l'economia i de la menor despesa en interessos. En concret, el dèficit públic de la zona de l'euro es va reduir fins al 0,9% del PIB el 2017, 0,6 p. p. per sota del nivell registrat el 2016 (l'1,5%) i proper al nivell del 2007 (el 0,6%). Així mateix, els comptes públics de diversos països de la zona de l'euro ja tenen superàvit, i els països que van experimentar uns dèficits més elevats durant la crisi els han reduït de forma considerable. En aquest sentit, destaca França, que, el 2017, ha assolit el dèficit més baix de l'última dècada (el 2,6% del PIB) i que preveu reduir-lo fins al 2% el 2018 i el 2019, una rectitud fiscal no vista des de feia anys, amb el suport d'un major creixement de l'economia gal·la. Per la seva banda, al conjunt de la zona de l'euro, el deute públic es va situar en el 86,7% del PIB el 2017, percentatge que representa una reducció de 2,3 p. p. en relació amb el registre del 2016 (el 89,0% del

Zona de l'euro: IPC harmonitzat

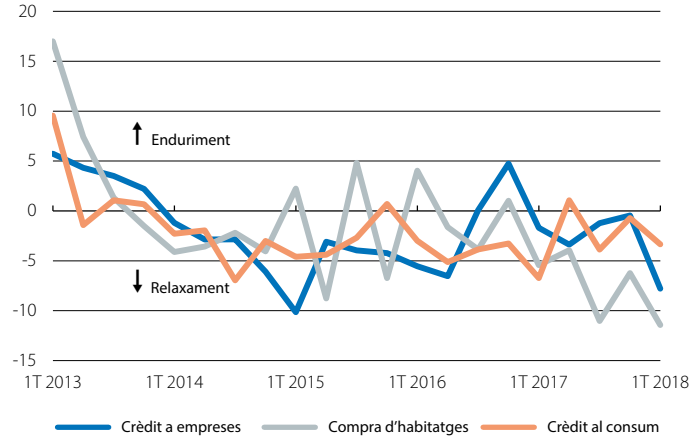
Variació interanual (%)



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

Zona de l'euro: enquesta sobre préstecs bancaris

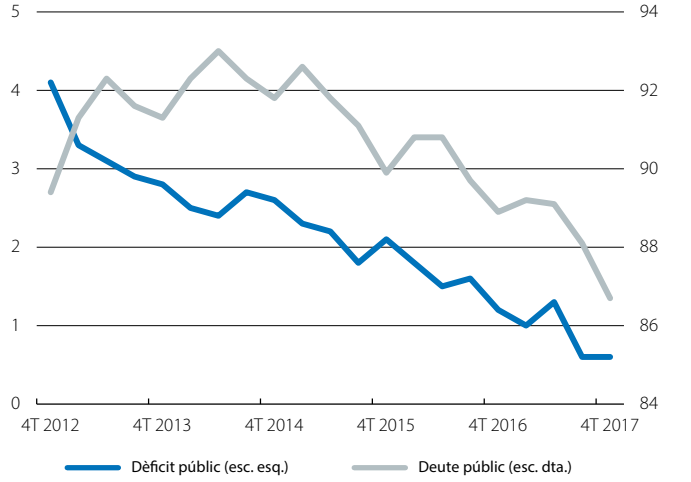
Entitats que endureixen (+) o relaxen (–) els criteris d'aprovació dels préstecs (% net)



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

Zona de l'euro: dèficit i deute públic

(% del PIB) *(% del PIB)*



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

PIB). No obstant això, mentre el dèficit s'ha reduït fins a nivells propers als registrats abans de la crisi, el nivell del deute es manté 21,7 p. p. per damunt del nivell del 2007. En aquest sentit, és important que els països amb uns nivells de deute públic més elevats aconsegueixin reduir-lo de manera més apreciable per dur-lo fins a nivells més sostenibles abans de la propera crisi econòmica.

PORTUGAL

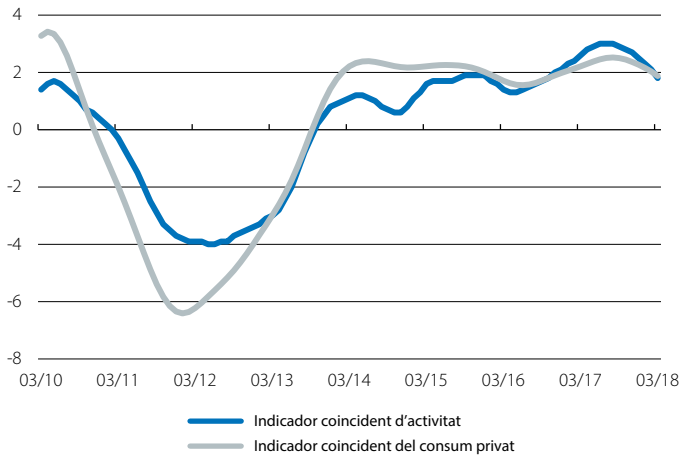
Moderació del ritme de creixement en el 1T. Sense disposar encara de les dades del PIB del primer trimestre de l'any, els indicadors d'activitat apunten a una lleugera desacceleració en el ritme d'avanç. En concret, els indicadors coincidents d'activitat i de consum privat per al març van avançar l'1,8% i l'1,9% interanual, respectivament, un ritme inferior al dels mesos precedents. Malgrat aquesta moderació en el ritme d'avanç, els indicadors es mantenen en nivells alts, la qual cosa suggereix que el creixement s'hauria de mantenir en cotes elevades el 2018. Així mateix, la positiva evolució de l'economia lusitana, que contribueix a una notable reconducció dels desequilibris macroeconòmics, s'ha vist ratificada per una nova revisió a l'alça del *rating* del país (en aquest cas, per part de l'agència canadenca DBRS).

El mercat de treball manté la millora gradual. No hi ha millor mostra de la positiva evolució de l'economia portuguesa en els últims anys que la progressió del seu mercat laboral. En concret, l'ocupació ha augmentat en mig milió de persones des del 2013 i ha arribat als 4,7 milions d'ocupats el 2017. Així mateix, el ritme de creació d'ocupació es manté elevat i, al febrer, va augmentar el 3,0% interanual. D'altra banda, la taxa d'atur va disminuir fins al 7,4% al març i se situa en el nivell més baix des del 2004. De cara als propers trimestres, preveiem que la bona evolució del mercat laboral continuarà i que la taxa d'atur se situarà per sota del 7% el 2019.

El superàvit per compte corrent es redueix lleugerament, reflex del deteriorament de la balança de béns i de rendes. En concret, al febrer, el dèficit de la balança comercial de béns va arribar als 12.500 milions d'euros en l'acumulat de 12 mesos (el 23,4% per damunt del dèficit registrat en el mateix període de l'any passat). Aquest increment del dèficit és degut, en bona part, al fort augment de les importacions d'equipaments de transport i de béns de capital, resultat del dinamisme creixent de l'economia portuguesa. No obstant això, el superàvit de la balança de serveis continua augmentant. En particular, va créixer fins als 15.900 milions d'euros al febrer, xifra que representa una millora del 17,5% en relació amb l'any anterior. La millora reflecteix l'enfortiment del sector turístic lusità, tot i que no va ser suficient per contrarestar el deteriorament d'altres balances. D'altra banda, la balança de rendes primàries i secundàries va registrar un dèficit de 2.900 milions d'euros, resultat dels menors beneficis rebuts per la inversió portuguesa a l'exterior.

Portugal: indicadors coincidents d'activitat i de consum privat

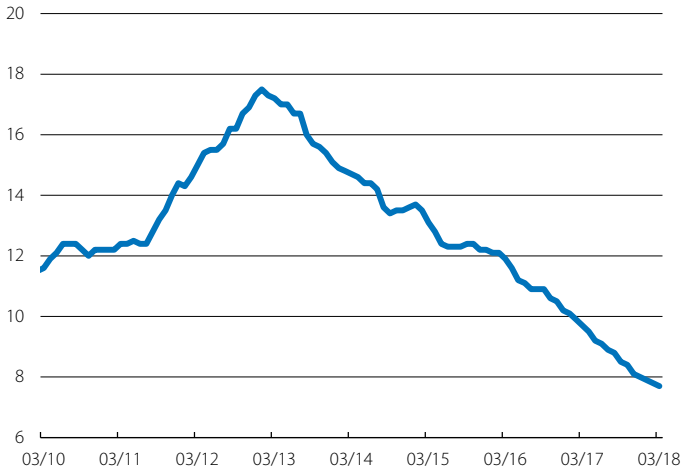
Variació interanual (%)



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

Portugal: taxa d'atur

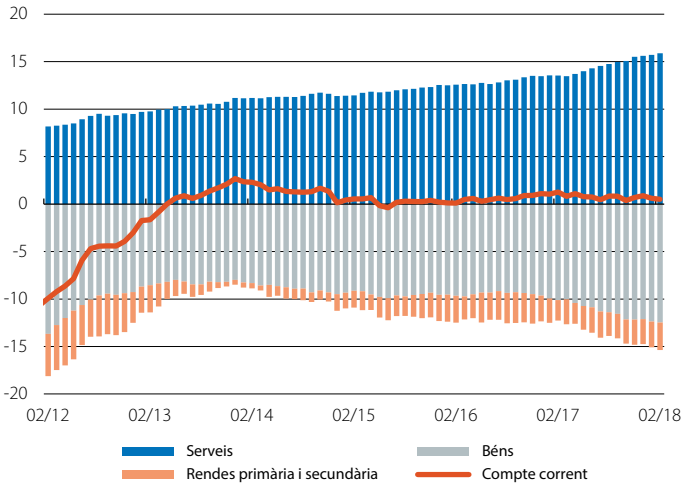
(% de la població activa)



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

Portugal: compte corrent

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



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

FOCUS · El llarg camí cap a un actiu segur europeu

La recuperació econòmica es comença a consolidar a Europa, i, després de diversos anys d'intens debat i d'algunes reformes importants, com els avanços en la unió bancària, correm el risc de pensar que la zona de l'euro disposa d'un entramat institucional prou robust per afrontar amb garanties els reptes del futur. No obstant això, algunes de les febleses que la crisi va posar de manifest encara no han estat corregides. Un d'aquests àmbits és l'anomenat *doom loop* (cercle diabòlic) o la relació negativa que es pot produir entre el sector públic d'un país i el sector bancari durant una recessió.

En concret, un dels motius que contribueixen al *doom loop* és que les carteres de bons sobirans dels bancs de cada país presenten un biaix a favor del deute públic del seu país. D'aquesta manera, en un context de crisi, si es produeix un augment de la prima de risc dels bons sobirans, això repercuteix sobre la prima de risc dels bancs, la qual cosa en limita la capacitat creditícia i, en última instància, acaba afectant negativament l'economia del país. Es pot generar, en definitiva, un cercle pervers entre el sector públic i el sector bancari d'un país.[1]

Per trencar aquest vincle, la Comissió Europea analitza com promoure que els bancs mantinguin una cartera de bons de deute públic més diversificada. Naturalment, el més assenyat seria reduir les barreres que encara dificulten la creació de bancs paneuropeus[2] i avançar cap a una unió fiscal en tota regla, que contempli, entre altres coses, l'emissió de deute públic europeu amb el suport d'un pressupost europeu.

No obstant això, sembla que els avanços en aquests dos fronts són molt difícils, com a mínim a curt termini, de manera que la Comissió estudia com obtenir un actiu segur europeu sense que sigui necessari establir una unió fiscal per donar suport a l'emissió d'aquest actiu.[3] En concret, la proposta que s'estudia contempla que un ens (públic o privat) compri, utilitzant un esquema de ponderació transparent i predictible, una cartera diversificada de bons sobirans de la zona de l'euro al mercat secundari i que emeti títols recolzats per aquests mateixos bons (SBBS, per les sigles en anglès de *sovereign bond-backed securities*). En concret, aquest ens emetria dos tipus de títols: uns sènior i uns altres subordinats. Malgrat que la cartera subjacent als dos títols seria la mateixa, el tram subordinat seria el primer a absorbir les eventuals pèrdues que es produïssin i, d'acord amb aquest major risc, oferiria un retorn més elevat. Així, a la pràctica, si els títols subordinats representessin un total del 30% de la cartera, per exemple, el tram sènior només patiria pèrdues en cas que els impagaments de la cartera superessin el 30% del seu valor.

El tram sènior dels SBBS, per tant, estaria format per actius extremadament segurs gràcies als principis de diversificació i de subordinació. D'una banda, en estar recolzat per una cartera de bons sobirans diversificats, l'exposició del tenidor de l'actiu al risc d'impagament de qualsevol bo sobirà en particular seria molt limitada. A més a més, el tram subordinat protegiria el tram sènior de potencials pèrdues de la cartera.[4]

Aquest actiu podria contribuir a disminuir el nexe entre risc bancari i risc sobirà, perquè facilitaria que els bancs diversifiquessin la cartera de bons sobirans. No obstant això, perquè els bancs estiguessin disposats a comprar aquest actiu, seria necessari equiparar el tracte que el regulador atorga als SBBS al que atorga als bons sobirans.[5]

A més a més, els SBBS presenten altres característiques desitjables. En primer lloc, naturalment, permetrien un augment de l'oferta d'actius lliures de risc.[6] Així mateix, un actiu segur a nivell europeu podria atreure una major demanda a nivell global, la qual cosa, en última instància, disminuiria els costos de finançament dels països membres de la zona de l'euro. Finalment, un altre aspecte positiu dels SBBS és que la seva implementació no distorsionaria el mecanisme de disciplina fiscal imposada pels mercats sobre els governs, ja que l'ens emissor dels títols només compraria una fracció dels bons en circulació d'un país (al preu de mercat) i els governs continuarien sent els responsables últims de finançar-se al mercat.

No obstant això, la proposta també presenta alguns problemes. Un dels més destacables és que no és clar que els SBBS funcionin de la manera esperada durant un període de crisi, just quan serien més necessaris. En concret, en episodis d'incertesa elevada, és probable que la demanda pel tram subordinat es reduís de forma notable, la qual cosa limitaria els títols segurs que es poden emetre. De fet, les veus més crítiques temen que, en aquest context, augmentaria molt la pressió política perquè els estats garantissin en certa mesura l'emissió dels actius subordinats, per poder continuar emetent títols sènior. S'esquitllaria per la porta posterior una mutualització del risc fiscal sense cap dels beneficis associats als mecanismes de rescat sobirà tradicionals,[7] com el fet de poder condicionar els préstecs d'ajuda a la implementació de reformes estructurals i a mesures d'ajust fiscal.

1. El *doom loop* pot operar també des dels bancs febles cap al sobirà per l'expectativa de recapitalització amb fons públics, una qüestió que s'intenta resoldre amb el nou marc de resolució d'entitas bancàries.
2. Els bancs paneuropeus mantindrien una cartera de bons diversificada, a més dels guanys d'eficiència que es produirien en operar en un mercat més gran i més integrat.
3. Vegeu ESRB (2018), «Sovereign bond-backed securities: a feasibility study».
4. Segons l'ESRB (2018), si el tram subordinat representés el 30% de la cartera i la pèrdua esperada per impagament fos del 100%, faria falta, per exemple, l'impagament dels bons grecs, portuguesos i italians perquè el tram sènior comencés a patir pèrdues.
5. Cal recordar que, en l'actual marc regulador, els bons sobirans no impliquen cap cost en termes de capital, mentre que els SBBS, en ser un producte financer complex, sí.
6. Suposant que el tram subordinat representés al voltant del 30% de la cartera, el tram sènior representaria un volum d'actius superior al del conjunt dels bons de la cartera que, de manera independent, reben la millor qualificació creditícia.
7. Com el Mecanisme Europeu d'Estabilitat (MEDE).

FOCUS · *Made in Portugal*: el nou impuls exportador portuguès

En els últims anys, el sector exterior portuguès ha guanyat protagonisme. En concret, entre el 2005 i el 2017, les exportacions han augmentat el pes sobre el PIB en 16 p. p. en termes nominals, fins a situar-se per damunt del 40% del PIB. Així mateix, les exportacions han jugat un paper clau en la recuperació de l'economia lusitana. Des del 2010, han estat el component de demanda més dinàmic, amb un ritme d'avanç del 6,2% anual de mitjana. Per aquest motiu, és important analitzar fins a quin punt les exportacions poden continuar sent un motor de creixement en els propers anys. En aquest sentit, l'anàlisi de les destinacions en què s'ha basat aquesta major obertura comercial ens ofereix una primera resposta.

Les dades de comerç de béns per país d'origen i per destinació[1] mostren, en primer lloc, que el bon funcionament del sector exportador portuguès entre el 2005 i el 2017 ha estat generalitzat i, en segon lloc, que les destinacions a les quals s'exporta s'han diversificat. En particular, les exportacions portugueses de béns a països de la UE –el seu principal mercat– han augmentat des del 2005 el 46% en termes nominals, i, a més a més, això ha anat acompanyat d'una major diversificació de les destinacions europees a les quals s'exporta. Així, Portugal ha reduït la fracció de les exportacions als seus principals mercats (Espanya, Alemanya, França i el Regne Unit)[2] i ha aprofitat l'ampliació de la UE cap a l'est per exportar cada vegada més a països amb un potencial elevat de creixement, com Polònia i Romania.

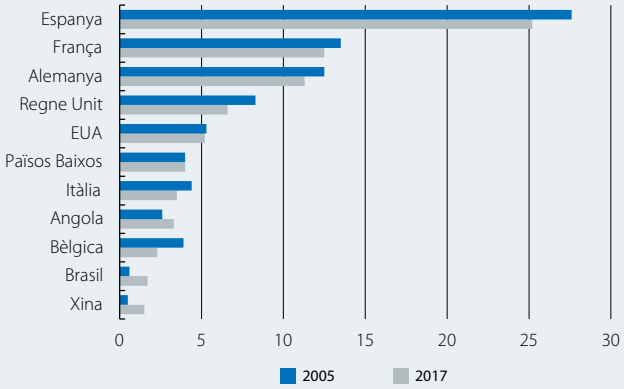
Així mateix, la dependència de les exportacions portugueses del conjunt de països europeus ha disminuït de forma notable,[3] mentre que els mercats de fora de la UE han guanyat una importància considerable, ja que han passat de representar el 19,7% del total de les exportacions el 2005 al 26,8% el 2017. De fet, les exportacions a països extracomunitaris s'han doblat des del 2005 i expliquen una bona part (gairebé el 40%) del creixement de les exportacions. Entre aquests mercats, destaquen els EUA, que es mantenen com el soci comercial no europeu més important i on les exportacions han augmentat el 57% des del 2005. També destaquen Angola i Brasil, on les exportacions portugueses s'han duplicat i quintuplicat, respectivament, en els 12 últims anys. En els dos casos, el fet que els llaços entre Portugal i aquestes excolònies siguin molt estrets facilita la consolidació d'empreses portugueses en aquests mercats. Una altra nota positiva és la Xina, que, en el marc d'una major cooperació bilateral amb Portugal en diferents àrees (com inversió i cultura), s'ha convertit en un dels seus socis comercials més importants i on les empreses portugueses han quadruplicat els ingressos per exportacions de béns.

1. Dades de l'FMI. Les exportacions de béns representen el 65% del total de les exportacions.
2. Aquests països concentren el 56% de les exportacions de béns, 6,1 p. p. menys que el 2005.
3. Del 80,3% del total de les exportacions portugueses de béns el 2005 al 73% el 2017.

Una part de l'augment del volum de comerç de Portugal d'aquests últims anys s'explica per una major participació en les cadenes de producció globals. Aquesta major integració en l'economia global implica que una part dels productes portuguesos que es venen a l'exterior són un *input* de productes que s'acaben consumint en tercers països. En vista d'això, ens podem fixar en l'evolució de la demanda final estrangera de Portugal.[4] En aquest sentit, les dades més recents de l'OCDE, corresponents al 2011, mostren que la diversificació geogràfica de les exportacions portugueses des del 2005 és fins i tot superior. En particular, la demanda final de països extracomunitaris ha passat de representar el 32% del total al 41%, gràcies, en part, a la bona feina portuguesa als països del bloc de l'ASEAN,[5] a la Xina i a l'Índia.

Portugal: pes de les exportacions de béns en funció de la destinació

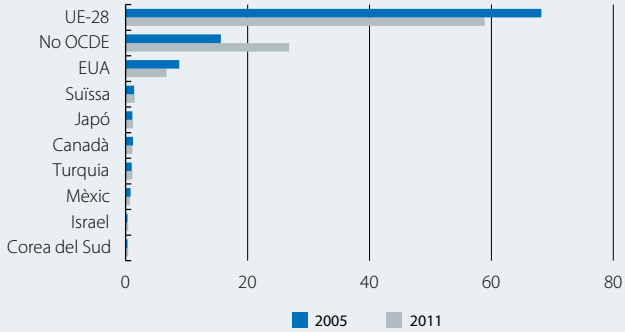
(% del total d'exportacions de béns)



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

*Portugal: valor afegit domèstic incorporat a la demanda final estrangera **

(% del total)



Nota: ** Captura el valor afegit que Portugal exporta directament, a través d'exportacions de productes finals, i indirectament, a través d'exportacions de productes intermedis que arriben al consumidor final a través d'altres països.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE.*

4. Mesura en termes de valor afegit domèstic.
5. Indonèsia, Tailàndia, Brunei, Cambodja, Laos, Malàisia, Myanmar, Filipines, Singapur i Vietnam.

PRINCIPALS INDICADORS

Indicadors d'activitat i ocupació

Valors, llevat que s'indiqui el contrari

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18	03/18	04/18
Vendes al detall *(variació interanual)*	1,6	2,3	2,6	2,5	2,0	1,5	1,8	...	...
Producció industrial *(variació interanual)*	1,7	3,0	2,5	4,0	4,2	3,7	2,9	...	...
Confiança del consumidor	–7,8	–2,5	–2,7	–1,5	–0,2	1,4	0,1	0,1	0,4
Sentiment econòmic	104,1	110,7	109,5	111,8	114,4	115,1	114,4	112,7	112,7
PMI manufactures	52,5	57,4	57,0	57,4	59,7	59,6	58,6	56,6	56,0
PMI serveis	53,1	55,6	56,0	55,3	55,9	58,0	56,2	54,9	55,0
Mercat de treball									
Ocupació (persones) *(variació interanual)*	1,3	1,6	1,6	1,7	1,6	–	...	–	–
Taxa d'atur: zona de l'euro *(% pobl. activa)*	10,0	9,1	9,1	9,0	8,7	8,6	8,5	...	...
Alemanya *(% pobl. activa)*	4,2	3,8	3,8	3,7	3,6	3,5	3,5	...	...
França *(% pobl. activa)*	10,1	9,4	9,5	9,5	9,1	9,0	8,9	...	...
Itàlia *(% pobl. activa)*	11,7	11,3	11,2	11,2	11,0	11,1	10,9	...	...
Espanya *(% pobl. activa)*	19,6	17,2	17,3	16,8	16,6	16,2	16,1	...	...

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

Sector exterior

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

	2016	2017	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18	03/18
Saldo corrent: zona de l'euro	**3,8**	**3,7**	**3,7**	**3,4**	**3,7**	**3,7**	**3,9**	3,9	...
Alemanya	8,6	8,0	8,5	8,0	8,0	8,0	8,3	8,2	...
França	–0,9	–0,8	–1,1	–1,2	–0,7	–0,8	–0,6	–0,6	...
Itàlia	2,6	2,8	2,7	2,6	2,7	2,8	2,7	2,7	...
Espanya	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8	1,9	1,9	1,9	...
Tipus de canvi efectiu nominal [1] *(valor)*	**94,3**	**96,5**	**93,7**	**95,2**	**98,5**	**98,6**	**99,4**	**99,6**	**99,7**

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

	2016	2017	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18	03/18
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres [1]	**1,8**	**2,5**	**2,2**	**2,3**	**2,4**	**3,0**	**3,4**	**3,2**	**3,3**
Crèdit a les llars [1, 2]	1,7	2,6	2,3	2,6	2,7	2,8	2,9	2,9	3,0
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres [3] *(%)*	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2	...
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge [4] *(%)*	1,8	1,7	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7	1,6	...
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	10,0	10,1	9,5	10,3	10,6	10,1	9,8	9,4	8,4
Altres dipòsits a curt termini	–1,9	–2,7	–2,3	–2,9	–3,0	–2,4	–1,9	–2,3	–2,0
Instruments negociables	2,7	0,9	5,7	0,6	–0,6	–2,2	–6,3	–6,0	–7,8
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars *(%)*	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4	...

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 · Sembla que el bon inici del 2018 continuarà

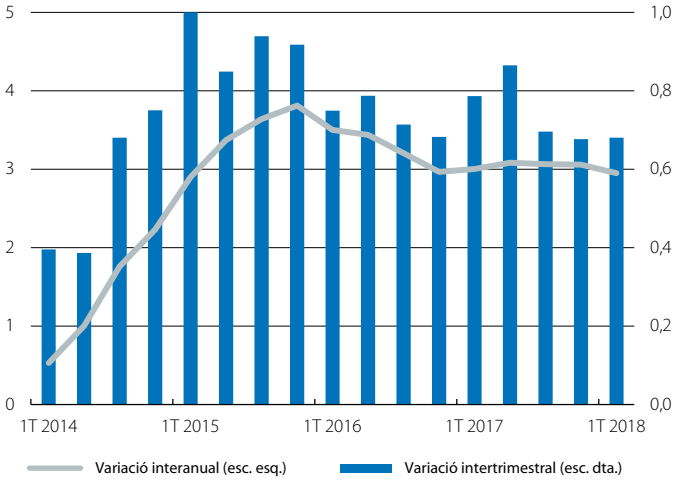
La marxa de l'economia espanyola continua per la senda de la robustesa. Segons l'avanç de l'INE, el creixement del PIB del 1T 2018 es va mantenir en un sòlid 0,7% intertrimestral (el 2,9% interanual). L'economia espanyola suma ja tres anys creixent al voltant del 3,0%, emparada per les fortaleses internes, per la recuperació de la competitivitat, per un quadre macro més sanejat i per uns vents de cua externs que, tot i que van perdent intensitat, ho fan d'una forma més gradual del que s'anticipava. Així, mentre el creixement de la zona de l'euro continua amb una bona velocitat de creuer i beneficia el sector exterior espanyol, els efectes negatius de l'encariment del petroli són mitigats per l'apreciació de l'euro. Així mateix, les condicions financeres continuen sent molt acomodatícies, i el BCE adopta una actitud d'extrema cautela en la retirada dels estímuls monetaris. A això s'afegeix la millora de la qualificació creditícia del deute sobirà espanyol, la qual cosa dona suport a la reducció de la prima de risc en relació amb el bund alemany, que, a l'abril, es va situar per sota dels 70 p. b., el mínim des del 2009. Així, el passat 13 d'abril, l'agència Moody's va millorar la nota d'Espanya (de Baa2 a Baa1) i es va sumar als moviments que Fitch i S&P ja havien fet al març. Tots aquests factors van propiciar que l'FMI revisés a l'alça les previsions de creixement per a l'economia espanyola, del 2,4% al 2,8% el 2018 i del 2,0% al 2,2% el 2019, percentatges coherents amb les previsions de CaixaBank Research, que es mantenen sense canvis en el 2,8% i en el 2,4%, respectivament.

La inversió manté el to i el consum privat es mostra molt dinàmic. Pel que fa a l'oferta, la confiança empresarial és elevada, amb uns indicadors d'activitat del 1T 2018 que mantenen el repunt del final de l'any, on va haver-hi una forta despesa en inversió productiva. Al març, els índexs PMI, de manufactures i de serveis, van cedir una mica més d'un punt, però no canvia el panorama, ja que es mantenen en nivells similars als d'anys anteriors i coincidents amb fases expansives de l'activitat econòmica. Pel que fa a la demanda, l'indicador sintètic del consum privat mostra una clara tendència a l'alça. Així mateix, la robustesa de les vendes al detall, que van avançar l'1,9% interanual al març, per damunt de la mitjana del 2017, i la millora de la confiança dels consumidors a l'abril s'afegeixen als factors que reforcen la nostra convicció que el consum privat, que té un pes del 57% en el PIB, té una evolució vigorosa en aquesta primera meitat de l'any.

Malgrat la lleugera desacceleració, el mercat laboral manté una tendència de fons favorable. L'EPA del 1T 2018 evidencia que es continua creant ocupació a bon ritme, el 0,5% intertrimestral en termes desestacionalitzats, un registre similar al del 4T 2017, però una mica inferior a la mitjana dels tres primers trimestres del 2017 (el 0,7%). Les dades d'afiliació a la Seguretat Social del març també apunten una lleugera desacceleració, amb un augment del 3,3% interanual, una mica per sota del

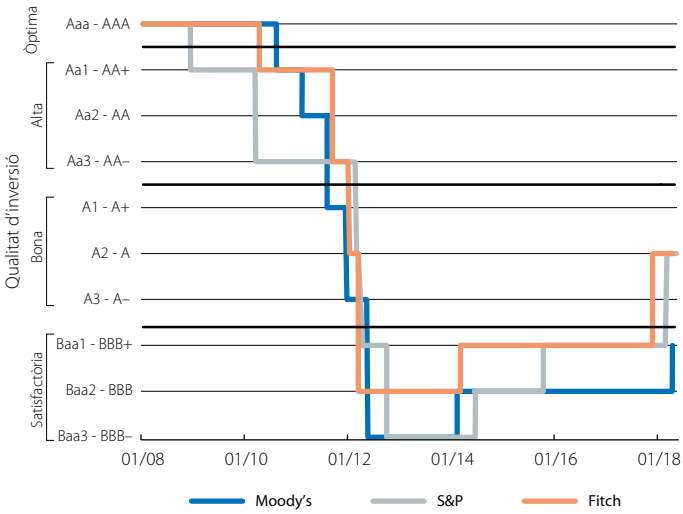
Espanya: PIB

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



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

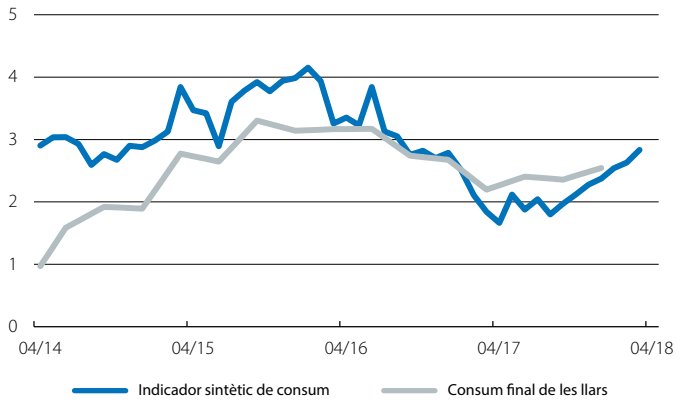
Espanya: rating *sobirà*



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

Espanya: indicador sintètic de consum

Variació interanual (%)



Nota: *L'indicador sintètic del consum està compost pels següents indicadors: vendes en grans empreses de consum, matriculacions d'automòbils de turisme, disponibilitats interiors de manufactures de consum, índex de comerç al detall deflactat, remuneració dels assalariats deflactada i indicador de confiança dels consumidors.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri d'Economia i Competitivitat.*

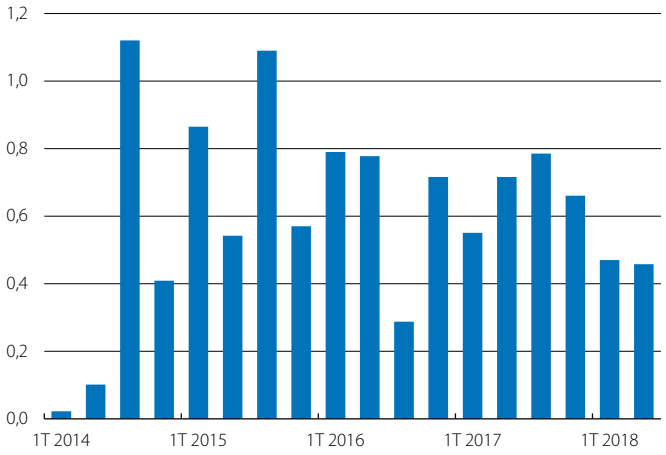
3,6% corresponent a la mitjana del 2017. Aquesta continuïtat en la creació de nous llocs de treball permetrà continuar reduint la taxa d'atur, que, malgrat haver baixat 2 p. p. en l'últim any, se situa encara en un elevat 16,7%. Per la seva banda, l'increment de salaris pactat en els convenis col·lectius al març va ser de l'1,5%, lleugerament per damunt de l'1,3% corresponent al mateix període del 2017.

La solidesa de l'activitat es dona en un entorn de pressions inflacionistes molt moderades. La inflació general de l'abril va ser de l'1,1%, malgrat l'encariment del preu del petroli, que va superar el nivell dels 70 dòlars per barril, el 35,1% per damunt del nivell del mateix període del 2017. Els efectes inflacionistes d'un petroli més car ens empenyen a revisar a l'alça la previsió d'inflació mitjana per al 2018, de l'1,5% a l'1,6%. La quantia d'aquesta revisió és moderada, en comparació amb la magnitud de l'increment del cru, a causa de tres efectes compensadors. El primer d'aquests efectes és el tipus de canvi, ja que un euro més fort enfront del dòlar fa que, en termes d'euros, l'apreciació del petroli es quedi en el 14,6%. En segon lloc, aquesta moderació de la inflació s'explica, també, pels últims descensos en el preu de l'electricitat, que, al març, es va situar l'1,4% per sota del nivell del mateix període de l'any anterior. La tercera compensació és el component subjacent de l'IPC (l'IPC general sense energia ni aliments no elaborats, que pesa el 81,2% de l'índex), que s'ha mostrat molt moderat en els últims mesos. Així, malgrat que l'efecte calendari de la Setmana Santa, que va caure al març, mentre que, el 2017, va fer-ho a l'abril, va comportar els lògics increments en el preu dels paquets turístics i dels serveis de transport privat per carretera, la seva repercussió va ser menor, ja que la inflació subjacent va tenir una pujada mínima, de l'1,1% del febrer a l'1,2% del març, la qual cosa indica que les tensions inflacionistes, incloses les que es podrien derivar de les pujades de salaris, semblen, de moment, controlades.

La balança per compte corrent acabarà el 2018 en positiu, malgrat un petroli més car. L'augment recent del preu del petroli també va fer que la previsió de CaixaBank Research de superàvit corrent el 2018 es rebaixés en 1 dècima més i quedés en l'1,7% del PIB, 0,2 p. p. per sota del registre del 2017. La revisió és continguda, ja que l'increment de la factura energètica és compensat per la fortalesa de les exportacions de béns i de serveis i per la bona evolució prevista de la balança de rendes, que es continua beneficiant dels baixos tipus d'interès del deute espanyol (per a més detalls sobre aquest tema, vegeu el Focus «El compte corrent espanyol segueix una trajectòria favorable», en aquest mateix *Informe Mensual*). Les dades de duanes del febrer reforcen la tesi que es mantindrà el superàvit corrent, ja que les exportacions de béns van créixer el 7,1% interanual (en l'acumulat de 12 mesos) i les exportacions no energètiques, més coherents amb les tendències de fons, van avançar el 6,1%, una xifra una mica inferior als màxims del 4T 2017, però superior a la mitjana del 4,3% del període comprès entre el gener del 2013 i el febrer del 2018. Aquesta bonança exportadora compensa l'auge de les importacions, arran de l'encariment de

Espanya: ocupació

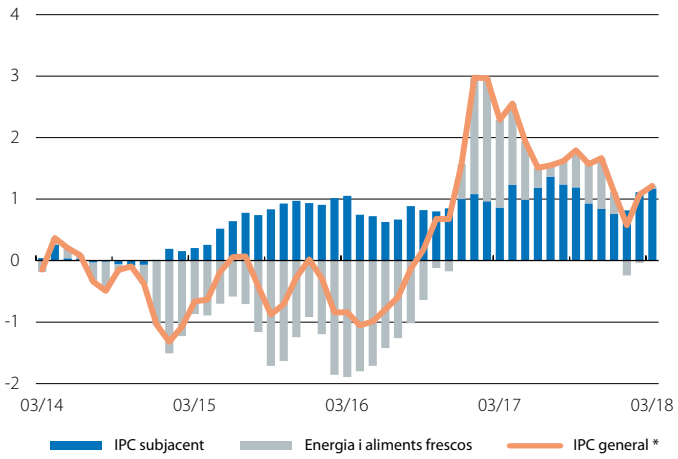
Variació intertrimestral (%)



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

Espanya: IPC

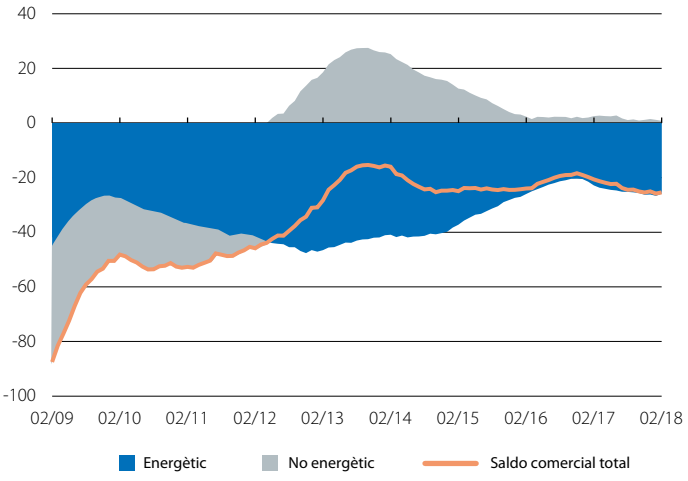
Contribució al creixement interanual (p. p.)



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

Espanya: saldo comercial

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



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

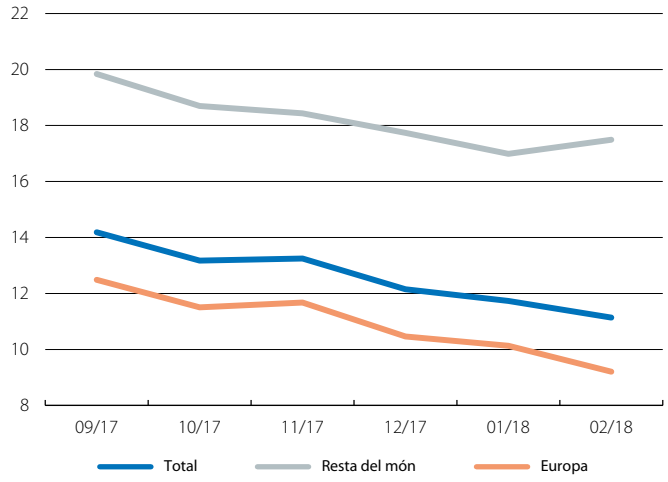
la factura energètica i d'una major demanda interna de la resta de béns (les importacions de béns no energètics van créixer el 6,8% interanual en l'acumulat de 12 mesos, una xifra que també supera la mitjana de 5,3% dels últims anys, però que evidencia una certa desacceleració). Pel que fa a la balança de serveis, les exportacions de serveis no turístics creixen per damunt de les importacions, mentre que el sector turístic manté els valors del seu millor any. El repte del sector turístic per al 2018 serà mantenir o superar els registres del 2017, que va ser un any excepcionalment bo. Així, al febrer, van arribar 4,2 milions de turistes internacionals, el 2,6% més que el 2017, que van efectuar una despesa el 4,7% superior a la del febrer del 2017. Aquest increment de la despesa s'explica per la major afluència de turistes de fora d'Europa, que, per persona i per dia, gasten més que els turistes europeus.

El vigor de l'economia afavoreix la correcció dels desequilibris fiscals. El 2017, el dèficit públic va ser del 3,1% del PIB, 1,2 p. p. menys que el 2016. Aquesta bona dada fa factible complir l'objectiu de dèficit del 2018, del 2,2% del PIB (per a més detalls, vegeu el Focus «L'ajust dels comptes públics, a mercè de la millora econòmica», en aquest mateix *Informe Mensual*). Les dades d'execució pressupostària mostren que, en els dos primers mesos del 2018, el dèficit del conjunt de les Administracions públiques es va ajustar en 1 dècima en relació amb el mateix període del 2017, de les 9 necessàries per assolir l'objectiu al final de l'any. Així mateix, el dèficit de l'Estat, del qual ja s'han publicat dades fins al març, es va reduir 1 dècima, fins al 0,4% del PIB. Aquest major equilibri de les finances públiques coincideix amb la millora gradual de la situació financera de les llars i de les societats no financeres, que continuen reduint el deute, que acumula una reducció en relació amb els màxims de 23,8 i de 36,9 p. p. de PIB, respectivament, de manera que, en el 4T 2017, es va situar en el 61,3% i en el 96,8%. Unes finances públiques i privades més sanejades són un suport per apuntalar la capacitat de creixement de l'economia a mitjà termini.

El mercat immobiliari continua en la senda alcista, amb unes compravendes d'habitatge que, al gener, van créixer el 17,4% interanual (acumulat de 12 mesos) i van superar les 480.000, un nivell que no s'assolia des del 1T 2009. Coincidint amb aquest increment de l'activitat, l'índex de preus de l'habitatge que publica l'INE, basat en transaccions, va pujar el 7,2% interanual i perfila una tendència d'acceleració. Els increments més importants es van donar a la Comunitat de Madrid, a Catalunya i a les Balears, amb taxes interanuals del 12,3%, del 10,0% i del 9,1%, respectivament. Pel costat de l'oferta, cal esperar que la construcció mantingui la recuperació i contribueixi de forma positiva al creixement econòmic més enllà del 2018. Una mostra d'això són els visats d'obra nova, que malgrat que, al gener, es van incrementar el 24,4% interanual (acumulat de 12 mesos), encara tenen camí per recórrer, ja que els nivells actuals se situen en el 30,2% del nivell corresponent al període comprès entre els anys 1993 i 1997, els dos inclosos, previ a la bombolla immobiliària.

Espanya: despesa dels turistes internacionals

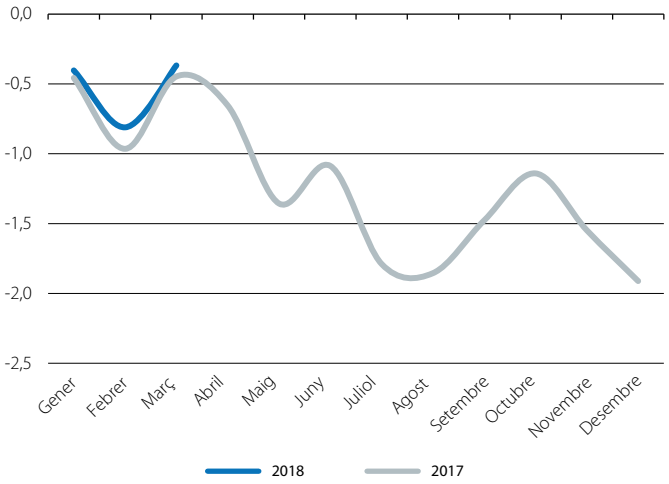
Variació interanual de les dades acumulades de 12 mesos (%)



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

Espanya: saldo de l'Estat

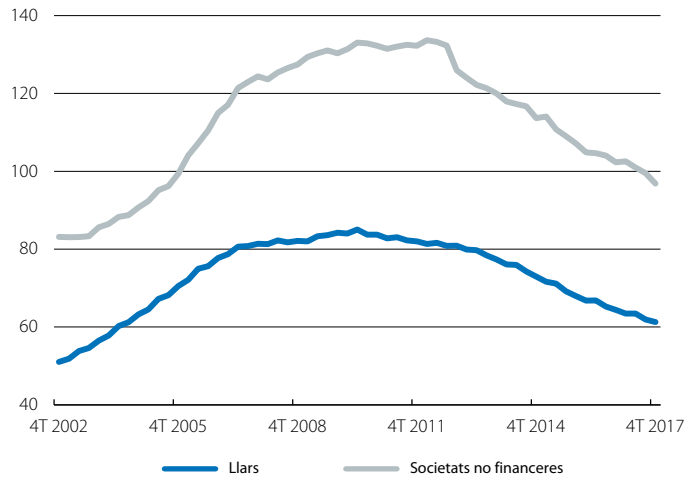
(% del PIB)



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

Espanya: deute del sector privat

(% del PIB)



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

FOCUS · L'ajust dels comptes públics, a mercè de la millora econòmica

Els comptes públics a Espanya milloren any rere any. El dèficit públic es va situar el 2017 en el 3,1% del PIB, la qual cosa representa una reducció d'1,2 p. p. en relació amb el dèficit registrat el 2016 i permet complir l'objectiu d'estabilitat pactat amb la Comissió Europea. Aquesta notable disminució ha estat possible, sobretot, gràcies a l'ajust en les despeses, que es van reduir en 1 p. p. del PIB. En concret, les rúbriques que van liderar l'ajust (en percentatge del PIB) van ser les de la despesa en interessos del deute, la remuneració dels assalariats i les prestacions socials. D'altra banda, la millora dels ingressos, en particular dels ingressos tributaris i de les cotitzacions socials, que van augmentar el 6,4% i el 4,9%, respectivament, va contribuir a l'ajust en 0,2 p. p. del PIB.

Tot i que la reducció del dèficit públic és, en si mateixa, positiva, la manera com s'està assolint també és molt rellevant. Si ens fixem en les partides en què es va concentrar el gros de l'ajust, la bona evolució de l'economia va ser la principal responsable de la millora, o, dit d'una altra manera, una gran part de l'ajust va ser cíclic i no estructural.

Malgrat tot, mesurar l'ajust estructural del dèficit públic d'un país no és trivial, ja que no és una variable que es pugui observar directament.

Com s'avalua, doncs, quina part de l'ajust del dèficit públic és estructural?

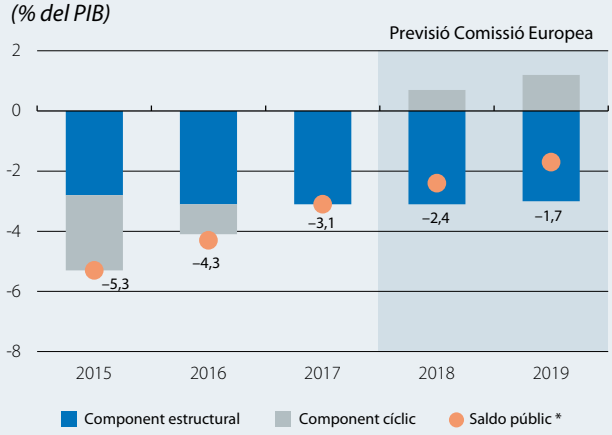
Normalment, la mesura de referència és l'evolució del saldo estructural, que és el saldo públic que observaríem quan l'economia funciona a ple rendiment, és a dir, quan el PIB observat és igual al PIB potencial. Aquesta mesura, és ben cert, no la podem observar directament i s'ha d'estimar mitjançant tècniques estadístiques relativament sofisticades. Això és el que fa la Comissió Europea, per després tenir-ne en compte l'evolució a l'hora d'avaluar el compliment dels objectius emmarcats en el procediment de dèficit excessiu. Així, segons aquest procediment, el 2017, i després del deteriorament del saldo estructural experimentat el 2016, Espanya havia de millorar el dèficit estructural en 0,5 p. p. sobre el PIB,[1] quelcom que no s'ha produït (vegeu el gràfic adjunt).

De cara al 2018, les bones perspectives econòmiques suggereixen que els comptes públics a Espanya mantindran la millora gradual i que el dèficit públic s'acostarà a l'objectiu del 2,2% del PIB. Aquesta millora serà possible gràcies a la contenció de la despesa no financera, l'augment de la qual queda limitat a l'1,3%, d'acord amb el límit de despesa aprovat el juliol del 2017 i amb el dinamisme dels ingressos tributaris, que està previst que creixin gairebé el 6%. Així i tot, l'absència de mesures d'ajust estructural per a enguany suggereix que, igual que el 2017, l'ajust dels comptes públics es produirà gràcies a la millora del saldo cíclic i que l'ajust del saldo estructural pactat amb la Comissió Europea, de 0,5 p. p. sobre el PIB, tampoc es realitzarà. En un context expansiu com l'actual, i amb un nivell de deute públic que voreja el 100% del PIB, podria ser aconsellable acompanyar la reducció cíclica del dèficit amb mesures que ajudin a reduir el dèficit estructural.

Finalment, cal esmentar els problemes associats a l'estimació del saldo estructural. Aquests problemes emanen del fet que el càlcul del saldo estructural es basa en l'estimació del PIB potencial, i aquesta estimació està subjecta a importants problemes de mesura. Conscients d'aquesta limitació, molts governs complementen les estimacions d'ajust del saldo estructural amb anàlisis *bottom up*, basades en l'estimació de l'impacte fiscal de les principals mesures pressupostàries. De fet, el projecte de pressupostos generals de l'Estat del 2018 estima l'impacte d'algunes mesures expansives, com la rebaixa fiscal per a les rendes més baixes i per a les famílies nombroses, en 2.000 milions d'euros. Tot i que aquestes anàlisis també presenten dificultats de càlcul, són un bon complement per a les estimacions del saldo estructural.

Espanya: saldo públic

(% del PIB)



Nota: ** Exclou les pèrdues per ajudes a institucions financeres.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea (11/2017).*

1. Council of the European Comission (2016), «Council Decision: giving notice to Spain to take measures for the deficit reduction judged necessary in order to remedy the situation of excessive deficit», Ecofin 742, UEM 282.

FOCUS · El compte corrent espanyol segueix una trajectòria favorable

El compte corrent espanyol va acabar el 2017 amb un saldo de l'1,9% del PIB i va sumar el cinquè any consecutiu en superàvit. A més a més, cal destacar que el superàvit per compte corrent del 2017 va igualar el del 2016, en termes de percentatge del PIB, malgrat que alguns vents van bufar de cara: el 2017, el petroli es va encarir; la demanda interna va créixer de forma molt robusta, la qual cosa alimenta les importacions, i els tipus d'interès van aturar la senda decreixent iniciada el 2012, la qual cosa limita la reducció dels pagaments per interessos de l'elevat deute extern espanyol.

Quins factors van ajudar a trampejar aquesta situació el 2017?

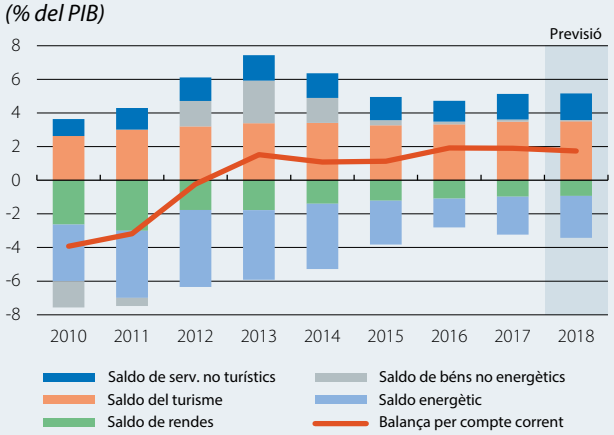
A grans trets, destaquen la fortalesa de les exportacions, tant de béns com de serveis, i la menor posició deutora neta en relació amb la resta del món. Pel que fa a la balança comercial de béns, destaca el fort dinamisme que van mantenir les exportacions, amb un creixement del 8,1% en el conjunt de l'any. Això va permetre compensar de forma parcial l'encariment de la factura energètica (del 0,8% del PIB) i l'augment de les importacions de béns no energètics. Així, en el conjunt de l'any, la balança de béns «només» es va acabar deteriorant en 0,6 p. p. del PIB.

Pel que fa a la balança de serveis, destaquen tant l'evolució dels serveis turístics com la dels no turístics. En concret, el 2017 va ser un any molt bo per al turisme, amb un avanç de les exportacions del 10,1%, que va compensar amb escreix la forta embranzida que també es va registrar en les importacions turístiques (espanyols que viatgen a l'exterior). Les exportacions de serveis no turístics mereixen un esment especial, ja que van anotar taxes de creixement del 10,5% en aquest cas. Destaca la bona evolució de les exportacions de sectors d'alt valor afegit, com telecomunicacions i informàtica i, en especial, serveis empresarials de consultoria i tècnics relacionats amb el comerç. Tot plegat va permetre que el saldo de la balança de serveis millorés en 0,4 p. p. del PIB el 2017.

Finalment, el tercer factor que va ajudar a mantenir el superàvit corrent en l'1,9% del PIB va ser la bona evolució de la balança de rendes, que va experimentar una millora de 0,1 p. p. del PIB en relació amb el registre del 2016. El menor dèficit de rendes s'explica tant per la menor rendibilitat que va oferir el deute espanyol, la qual cosa va reduir els pagaments als tenidors de deute estrangers, com per la reducció del volum de deute en mans estrangeres. Això va compensar amb escreix la lleugera baixada en el rendiment dels actius que els espanyols tenen a l'exterior.

Espanya: la composició del saldo per compte corrent

(% del PIB)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya i del Ministeri d'Economia, Indústria i Competitivitat.*

Què podem esperar de cara al 2018?

D'una banda, cal esperar que la solidesa de les exportacions de béns i de serveis no turístics es mantingui, gràcies als guanys de competitivitat dels últims anys i al bon to de l'economia mundial i, en especial, de la zona de l'euro, el nostre principal soci comercial. Així mateix, les últimes dades de turisme apunten a una continuïtat de la salut del sector. En efecte, les últimes dades d'arribades de turistes corresponents al mes de febrer mostren un augment del 2,6% interanual, una xifra notable si tenim en compte que ja es parteix de nivells elevats després d'anys d'augments continuats i significatius. En aquest sentit, és especialment destacable que la despesa turística creix encara més que les entrades de turistes (el 4,7% interanual al febrer).

No obstant això, els vents de cara continuaran sent notables. En aquest sentit, destaca l'augment del preu del petroli, que cal esperar que tanqui l'any en cotes superiors a les del 2017, la qual cosa generarà un nou deteriorament del saldo de béns energètics. També esperem que les importacions de béns i de serveis mantinguin un dinamisme elevat, fruit de la recuperació de l'activitat econòmica a nivell domèstic. Pel que fa als tipus d'interès, malgrat que no s'esperen nous descensos, tot fa pensar que, enguany, es mantindran relativament estables, de manera que no s'esperen grans variacions en la balança de rendes. En conjunt, per tant, és probable que el 2018 tanqui amb un superàvit corrent lleugerament inferior al del 2017, però encara elevat, la qual cosa permetrà que es continuï reduint el deute extern.

FOCUS · Ens ha de preocupar la baixa taxa d'estalvi de les llars?

La taxa d'estalvi de les llars es va situar per sota del 6% de la renda bruta disponible el 2017,[1] un registre similar al de l'any 2007, just abans de l'esclat de la bombolla immobiliària, i molt inferior al màxim assolit el 2009, del 13,4%. Quins factors expliquen l'intens descens que s'ha produït en els últims anys? Hauria de ser motiu de preocupació?

En gran part, la caiguda de l'estalvi és deguda al fort creixement del consum, que, en els últims anys, ha augmentat a un ritme superior al de la renda bruta disponible (RBD). Aquesta dinàmica se circumscriu en un entorn econòmic molt positiu, en què s'ha reduït la incertesa sobre la capacitat de creixement de l'economia i en què les expectatives d'ocupació de les llars han millorat de forma notable (vegeu el primer gràfic).[2] Això ha propiciat que les llars materialitzin les decisions de consum de béns duradors que s'havien ajornat durant la crisi.[3] No obstant això, cal esperar que l'embranzida que proporciona la demanda embassada al consum vagi perdent intensitat, la qual cosa hauria de propiciar una desacceleració gradual del consum de les llars.

D'altra banda, cal esperar que el creixement de la RBD de les llars es mantingui en cotes relativament elevades en els propers anys. Tot i que és cert que s'espera una certa moderació en el ritme de creació d'ocupació, que ha estat extraordinàriament dinàmica en els últims anys, això és probable que sigui parcialment compensat per un creixement dels salaris que vagi guanyant una certa intensitat a mesura que l'economia s'endinsi en una fase més madura del cicle. Això hauria de permetre que la taxa d'estalvi deixi de baixar o que, fins i tot, iniciï una gradual tendència alcista.

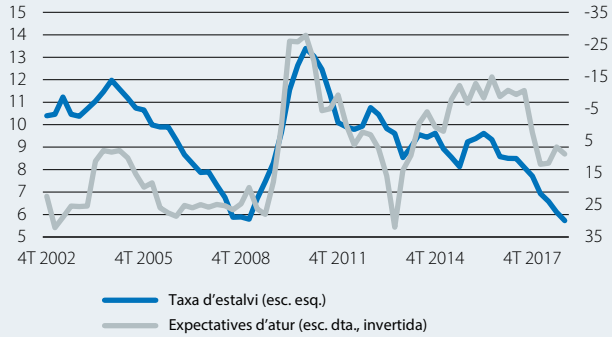
Hi ha dos aspectes addicionals que paga la pena destacar i que fan que la valoració del nivell en què es troba avui dia la taxa d'estalvi sigui molt diferent a la de l'any 2007. En primer lloc, la reducció de l'estalvi no ha anat acompanyada d'un augment dels passius financers de les llars, com va succeir en els anys anteriors a la crisi (vegeu el segon gràfic). Al contrari: les llars es van continuar desendeutant el 2017, malgrat que de forma menys intensa que en anys anteriors, de manera que el deute, com a percentatge de la RBD, es va situar en el 99,8%, que cal comparar amb el 135,1% registrat el 2007.

1. Abans que res, convé recordar que l'estalvi és el flux resultant de la diferència entre els ingressos i el consum en un determinat període i que, per tant, no s'ha de confondre amb el que, comunament, s'entén com «els estalvis» de les famílies en termes d'*stock* (anomenats actius o riquesa financera de les llars).
2. A més de la reducció de la incertesa, el creixement del consum també podria estar relacionat amb l'efecte riquesa davant l'augment de les valoracions dels actius (financers i immobiliaris). No obstant això, s'estima que, a Espanya, la propensió al consum davant un augment de la riquesa és relativament limitada (vegeu «Efectes de la riquesa immobiliària sobre el consum: resultats a partir de l'Enquesta Financera de les Famílies», Banc d'Espanya, maig del 2005).
3. Per a una anàlisi sobre l'evolució del consum de béns duradors en la recuperació, vegeu l'article «La recuperació del consum a Espanya: factors explicatius i perspectives», del Dossier de l'IM10/2017.

En segon lloc, el descens de la taxa d'estalvi que s'ha produït en els últims anys ha estat compatible amb un increment dels actius financers. El 2017, en concret, els actius financers van augmentar en 7 p. p. de la RBD. Això permet una notable recuperació de la riquesa financera neta de les famílies, que, el 2017, va assolir el 192% de la RBD, enfront del 146% del 2007. D'altra banda, només es va destinar el 5,5% de la RBD a la inversió bruta (majoritàriament inversió immobiliària), mentre que, el 2007, representava el 15,3%. S'ha produït, per tant, un canvi important en l'ús (o destinació) dels recursos de les llars, que evidencia que les decisions financeres de les famílies són ben diferents a les d'una dècada enrere: mentre que, el 2007, les llars van incrementar el nivell d'endeutament per invertir en actius immobiliaris, la situació actual és d'un nivell d'inversió molt més contingut i d'un deute que encara es continua contraient.

*Espanya: taxa d'estalvi i expectatives d'atur **

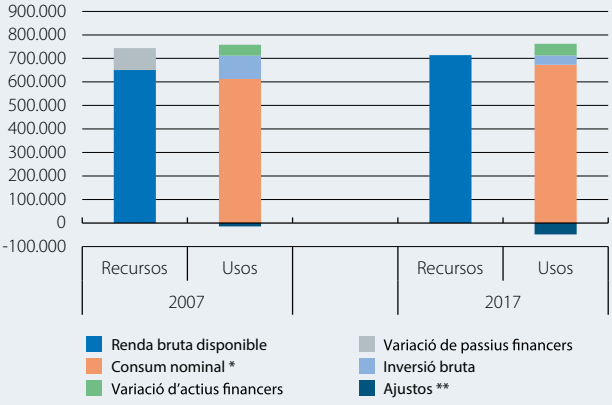
(% de la renda bruta disponible) *Índex*



Nota: ** Les expectatives d'atur reflecteixen el percentatge net de llars que esperen que el nombre de persones aturades augmenti en els 12 següents mesos en relació amb el percentatge de llars que esperen que es redueixi.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE i de la Comissió Europea.*

Espanya: recursos i usos de les llars

(Milers)



Notes: ** Consum nominal calculat com la diferència entre la renda bruta disponible i l'estalvi brut.*
*** Ajust entre els comptes financers i els no financers, entre d'altres. Dades en termes nominals.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

PRINCIPALS INDICADORS

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

Indicadors d'activitat

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18	03/18	04/18
Indústria									
Consum d'electricitat	0,1	1,7	1,4	0,5	3,0	–2,0	3,6	5,1	...
Índex de producció industrial	1,9	3,2	2,8	2,8	5,2	0,1	3,1	...	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	–2,3	1,0	–0,5	–0,1	4,3	4,2	2,4	1,9	3,3
PMI de manufactures *(valor)*	53,2	54,8	54,9	53,6	55,9	55,2	56,0	54,8	...
Construcció									
Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)*	43,7	22,9	18,4	23,5	25,1	24,4	...	...	...
Compravenda d'habitatges *(acum. de 12 mesos)*	13,1	13,8	12,2	13,3	14,5	15,1	16,4	...	...
Preu de l'habitatge	1,9	2,4	1,6	2,7	3,1	–	...	–	–
Serveis									
Turistes estrangers *(acum. de 12 mesos)*	8,2	9,9	10,2	10,3	9,1	8,3	7,8	...	...
PMI de serveis *(valor)*	55,0	56,4	57,8	56,8	54,5	56,9	57,3	56,2	...
Consum									
Vendes comerç al detall	3,8	0,9	2,0	1,1	0,3	2,1	1,9	1,8	...
Matriculacions d'automòbils	11,4	7,9	6,3	6,7	10,8	20,3	13,0	2,1	...
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–3,8	–0,7	1,5	0,2	–1,5	1,3	0,4	–3,5	–0,7

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

	2016	2017	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18	03/18
Afiliats a la Seguretat Social [1]									
Sectors d'activitat									
Indústria	2,8	3,1	3,0	3,1	3,1	3,2	3,3	3,4	3,2
Construcció	2,6	6,1	5,3	6,1	6,1	7,1	7,6	7,2	5,7
Serveis	3,2	3,6	3,4	3,8	3,6	3,6	3,5	3,5	3,5
Situació professional	3,5	4,2							
Assalariats	3,5	4,2	4,0	4,4	4,1	4,1	4,1	4,0	3,8
No assalariats	1,0	0,8	0,9	0,9	0,7	0,5	0,5	0,9	1,0
TOTAL	**3,0**	**3,6**	**3,4**	**3,8**	**3,5**	**3,5**	**3,4**	**3,5**	**3,3**
Població ocupada [2]	**2,7**	**2,6**	**2,3**	**2,8**	**2,8**	**2,6**	**–**	**2,4**	**–**
Contractes registrats [3]									
Indefinits	14,2	12,4	15,4	10,2	11,0	12,9	15,2	15,4	8,4
Temporals	7,2	7,3	12,1	9,6	5,0	2,6	6,3	5,4	–6,5
TOTAL	**7,8**	**7,7**	**12,4**	**9,6**	**5,5**	**3,4**	**7,1**	**6,5**	**–5,0**
Atur registrat [3]									
Menors de 25 anys	–12,6	–12,2	–13,3	–17,3	–9,4	–8,7	–9,7	–8,5	–8,4
Resta d'edats	–8,2	–9,1	–9,2	–10,3	–8,7	–8,0	–7,4	–7,4	–7,5
TOTAL	**–8,6**	**–9,3**	**–9,6**	**–10,9**	**–8,8**	**–8,0**	**–7,5**	**–7,5**	**–7,6**

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

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18	03/18	04/18
General	**–0,2**	**2,0**	**2,0**	**1,7**	**1,4**	**0,6**	**1,1**	**1,2**	**1,1**
Subjacent	0,8	1,1	1,1	1,3	0,8	0,8	1,1	1,2	...
Aliments sense elaboració	2,3	2,6	2,5	–0,2	4,0	1,6	0,3	1,6	...
Productes energètics	–8,4	8,2	8,0	5,4	4,1	–1,7	1,4	1,3	...

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

	2016	2017	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18
Comerç de béns								
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	1,7	8,9	5,1	5,6	7,6	8,9	8,1	7,6
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	–0,4	10,5	3,7	5,7	9,0	10,5	9,7	8,7
Saldo corrent	**21,5**	**22,1**	**21,8**	**22,0**	**21,0**	**22,1**	**22,0**	**22,5**
Béns i serveis	33,7	33,5	32,2	33,4	32,7	33,5	32,8	33,6
Rendes primàries i secundàries	–12,2	–11,4	–10,4	–11,5	–11,7	–11,4	–10,8	–11,1
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**24,2**	**24,8**	**24,2**	**24,3**	**23,5**	**24,8**	**25,0**	**25,5**

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

	2016	2017	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament [1]	**–4,5**	**–3,1**	**–0,5**	**–2,2**	**–1,6**	**–3,1**	–	–
Administració central	–2,7	–1,9	–0,5	–1,1	–1,5	–1,9	–0,4	–0,9
Comunitats autònomes	–0,8	–0,3	–0,2	–0,7	0,1	–0,3	0,0	0,0
Corporacions locals	0,6	0,6	0,1	0,1	0,5	0,6	–	–
Seguretat Social	–1,6	–1,5	0,1	–0,5	–0,6	–1,5	0,1	0,1
Deute públic *(% PIB)*	**99,0**	**98,3**	**99,7**	**99,5**	**98,5**	**98,3**	–	–

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 financers [1]

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

	2016	2017	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18	03/18
Dipòsits [2]									
Dipòsits de llars i empreses	2,5	2,8	3,2	2,5	2,3	3,2	2,5	2,4	2,5
A la vista i estalvi	16,0	17,6	18,6	18,8	17,2	15,9	13,1	12,0	11,4
A termini i preavís	–16,0	–24,2	–22,0	–24,9	–25,1	–24,6	–23,5	–23,1	–22,6
Dipòsits d'AP	–14,2	–8,7	–28,0	–26,7	6,8	13,1	12,9	16,1	20,9
TOTAL	**1,2**	**1,9**	**1,0**	**0,5**	**2,6**	**3,7**	**3,0**	**3,0**	**3,4**
Saldo viu de crèdit [2]									
Sector privat	–3,6	–2,2	–2,7	–2,1	–2,3	–1,9	–1,7	–2,2	–3,0
Empreses no financeres	–5,3	–3,6	–4,3	–3,0	–3,9	–3,3	–2,9	–4,4	–6,4
Llars - habitatges	–3,7	–2,8	–3,0	–2,8	–2,7	–2,6	–2,6	–2,5	–2,4
Llars - altres finalitats	2,0	3,7	3,6	3,2	3,3	4,5	4,5	6,5	5,0
Administracions públiques	–2,9	–9,7	–3,2	–12,6	–11,6	–11,4	–15,7	–10,4	–11,1
TOTAL	**–3,6**	**–2,8**	**–2,7**	**–2,9**	**–3,0**	**–2,5**	**–2,7**	**–2,6**	**–3,5**
Taxa de morositat *(%)* [3]	**9,1**	**7,8**	**8,8**	**8,4**	**8,3**	**7,8**	**7,9**	**7,8**	...

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.*

ELS DINERS: PASSAT, PRESENT I FUTUR

Del bescanvi a la criptomoneda: una breu història de l'intercanvi

Diners. Què ha pensat el lector en llegir aquesta paraula: «diners»? Pot ser que s'hagi traslladat a una situació agradable, potser una vetllada en un restaurant elegant o unes vacances en una platja paradisíaca. Sens dubte, alguna cosa que li produeixi benestar. Però no solament això. Molt possiblement, també deu haver visualitzat la imatge d'un bitllet, d'unes quantes monedes o d'una targeta de crèdit. Els diners no són un cotxe, ni un menjar saborós, ni unes vacances exòtiques. Els diners són una moneda de metall, un bitllet de paper, una targeta de plàstic, és a dir, un objecte sense cap valor intrínsec. Imagini que la persona més rica del món viatja al passat i es presenta davant l'home i la dona de l'Edat de Pedra carregat de sacs plens de feixos i feixos de bitllets: on nosaltres avui veiem riquesa, ells veurien poc més que paper per encendre foc. El que per a ells seria donar el millor ús als bitllets per a nosaltres seria la destrucció d'una fortuna. Què ha passat perquè els uns i els altres vegem coses tan diferents en un tros de paper? La resposta la trobarem en moments clau de la història dels diners.

El naixement dels diners

Comencem aquesta història en un temps remot en què els diners no existien. És a dir, quan no es podia vendre un producte, com, per exemple, un sac de blat, i obtenir un objecte (anomenat diners) l'únic ús del qual seria tornar-lo a intercanviar per comprar el producte desitjat, com, per exemple, unes botes de cuir. En aquesta època remota, el comerç es vehiculava mitjançant el bescanvi: si la propietària del sac de blat desitjava obtenir unes botes de cuir, havia de trobar algú que posseís unes botes i volgués comprar blat. Perquè el bescanvi funcionés, era necessari que cada part desitgés exactament el que l'altra part oferia i en la quantitat i en el moment en què ho oferia (l'anomenada «doble coincidència de desitjos»). Com deu imaginar el lector, aquest estat dels negocis imposava fortes restriccions sobre l'activitat econòmica, sobre l'especialització i sobre el desenvolupament tecnològic: en un exemple extrem, si un es dedicava, en exclusiva, a estudiar les lleis de l'univers, corria el risc de morir de gana, ja que no havia de ser fàcil trobar gaires ramaders i agricultors disposats a intercanviar una mica de carn i de verdura per llargues i complexes digressions sobre física teòrica.

La diversitat i la complexitat de l'economia van incrementar els problemes del bescanvi per trobar una mútua coincidència de desitjos, i es produïen llargues llistes de preus creuats (si l'Ernest intercanviava pastanagues per pèsols amb el Carles i el Carles intercanviava algunes pastanagues per fusta amb el Pere, quants pèsols havia d'oferir l'Ernest per un tros de fusta?). En aquesta conjuntura, els diners oferien una tecnologia per facilitar els intercanvis: van emergir com un objecte que, a mesura que era acceptat per més gent, permetia vehicular intercanvis entre més tipus de béns. Amb la seva aparició, un carnisser podia comprar verdures, calçat, vestit, etc. sense haver de trobar un agricultor, un sabater o un sastre que volguessin vendre els seus béns a canvi de carn. D'aquesta manera, el carnisser no havia de dedicar temps a fabricar el propi calçat i vestit i es podia especialitzar encara més en la producció de carn. En altres paraules, els diners no solament actuaven com un lubrificant de l'economia, en vehicular qualsevol tipus de transaccions, sinó que també permetien augmentar el grau d'especialització dels treballadors.

A més d'oferir un mitjà de pagament, els diners també satisfan dues altres importants funcions: actuen com una unitat de compte (fixen el preu de tots els béns i serveis en una mateixa unitat) i com un dipòsit de valor (la qual cosa permet traslladar amb facilitat els recursos entre diferents regions i diferents moments en el temps). No obstant això, la implementació d'aquesta tecnologia no va ser fàcil, i hi ha una llarga i curiosa llista d'objectes que van servir com a diners en diferents regions i èpoques: dents de balena, grans d'arròs, cargols de mar, bestiar i, fins i tot, esclaus. De fet, va haver de requerir una certa valentia acceptar, per primera vegada, la venda del producte del propi treball (carn, verdura, eines, vestits, etc.) a canvi d'una dent de balena o d'uns quants cargols de mar. Aquest acte, de fet, ressalta la importància de la confiança en el proïsme, quelcom que analitzarem més endavant. En qualsevol cas, l'objecte que es va acabar imposant va ser la moneda metàl·lica (d'or, de plata o d'un aliatge dels dos metalls, com la moneda lídia del segle VI a. de C.), afavorida, possiblement, pel seu valor intrínsec (el metall preciós) i pel fet de ser petita, duradora i fàcil de transportar i de partir en unitats més petites.

De la degradació de la moneda a l'aparició d'una nova forma de diners

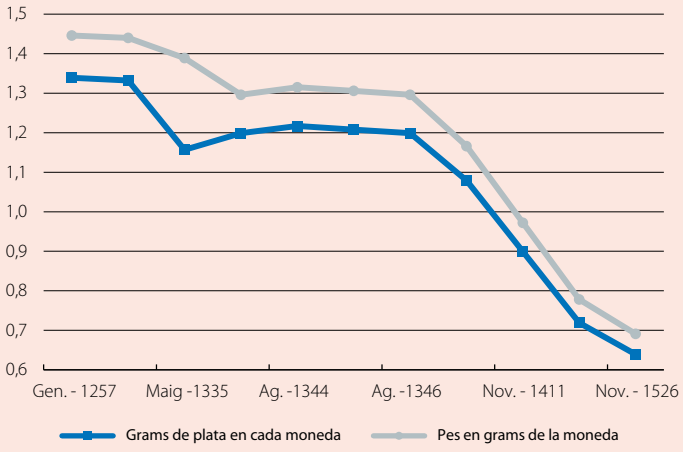
La forta expansió del comerç durant el renaixement europeu va fer que el mercat quedés inundat de monedes procedents de territoris molt diversos. A més a més, el comerç requeria un espectre més ampli de les denominacions de la moneda que facilités tant les petites transaccions (amb monedes de poc valor) com les grans transaccions (amb monedes d'elevat valor). Atesa l'elevada

demanda de monedes de baixa denominació (amb les quals es vehiculaven la majoria dels intercanvis), per al productor de moneda era molt més rendible produir monedes d'alta denominació (ja que s'amortitzava millor el seu cost de producció), la qual cosa freqüentment generava escassetat de monedes petites i alimentava els incentius dels agents privats per produir la seva pròpia moneda.

Amb la suma d'aquests elements, els comerciants es van trobar amb un entorn en què coexistia una gran diversitat de monedes. Per exemple, el 1606, un informe del parlament holandès va identificar 341 monedes diferents de plata i 505 d'or. A més a més, els productors de moneda mostraven una tendència sistemàtica a degradar-ne el valor mitjançant la reducció tant del contingut de metall preciós com de la dimensió de la moneda (vegeu el cas del penic anglès al gràfic adjunt). Així, la coexistència de tantes monedes diferents va començar a ser un problema, perquè feia cada vegada més difícil i costós descobrir el veritable contingut d'or o de plata de cadascuna. És més, aquesta incertesa es veia accentuada pel fet que era la moneda de baixa qualitat la que dominava el mercat: tothom es volia desfer de les monedes dolentes i atresorava les bones, de manera que, paradoxalment, la moneda de baixa qualitat acabava sent la que més transaccions vehiculava (el que s'anomena «llei de Gresham»).

Valor del penic anglès: 1257-1526

Pes i contingut de plata (grams)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de John Munro.*

En aquesta conjuntura, es van produir dues grans innovacions. D'una banda, l'aparició de la premsa cilíndrica va permetre mecanitzar i estandarditzar més la producció de monedes, que van passar a ser molt més semblants entre si i, per tant, més difícils de falsificar. Així, els governs van aprofitar aquesta innovació per incrementar la producció de la seva moneda a costa de les altres rivals presents al mercat, la qual cosa va reduir la diversitat de monedes i va començar a consolidar les bases del monopoli que acabarien imposant els estats.

D'altra banda, el 1609, es va crear a Holanda el Banc d'Amsterdam. En aquesta important ciutat comercial de l'època, el banc obria comptes (recolzats per dipòsits de diners en metàl·lic) perquè els clients poguessin vehicular els intercanvis i les transaccions. Així, els estalviava haver d'intercanviar diners metàl·lics perquè les transaccions se saldaven amb anotacions en els llibres de comptabilitat del banc: als compradors se'ls anotava una reducció dels dipòsits i als venedors, un increment. Una característica crucial era que el mateix Banc d'Amsterdam s'encarregava d'analitzar el contingut metàl·lic de les monedes i de certificar que, en els comptes, només hi havia monedes de bona qualitat. D'aquesta manera, el banc reduïa la incertesa i donava seguretat i confiança als clients. Però no solament això: en vehicular les transaccions mitjançant els llibres de comptabilitat, va engegar una nova forma de diners que ja no s'encarnava directament en un objecte físic.

El Govern pren el control: la creació dels bancs centrals

Altres ciutats, com Rotterdam, van seguir l'experiència del Banc d'Amsterdam, i, més tard, els estats es van sumar a la iniciativa amb la creació dels primers bancs centrals, que, a poc a poc, aconseguirien el monopoli de l'emissió de diners i eliminarien la gran diversitat de monedes en circulació. El primer va ser el Riksbank, el banc central de Suècia, creat el 1668 amb la tasca de proporcionar crèdit al Govern i un sistema de pagaments als comerciants. Després vindria el Banc d'Anglaterra el 1694, que també va néixer amb l'objectiu d'oferir línies de crèdit al Govern per finançar la guerra contra França. A més a més, encara que va ser creat com una entitat privada, el Banc d'Anglaterra va rebre l'autorització governamental per emetre bitllets recolzats per l'or que mantenia en reserves (un privilegi que cap altre banc tenia). De manera semblant, el 1716, John Law va aconseguir el suport de la monarquia francesa per fundar el Banc General Privat a París, amb el qual concedia crèdit al Govern i emetia bitllets, que, a més d'estar recolzats pels dipòsits d'or, eren atractius perquè el Govern francès els admetia com a mètode de pagament d'impostos.

Malgrat que els del Banc d'Anglaterra no van ser els primers bitllets (de fet, els historiadors fixen el naixement dels diners paper a la Xina una mica abans del segle X d. de C. i, al món occidental, a les colònies nord-americanes al final del segle XVII d. de C.), la

seva bona reputació va ser clau per a la consolidació del paper moneda. En efecte, el Banc d'Anglaterra, que es regia per un sistema de patró or (mantenia reserves en or que acceptava intercanviar per bitllets a una taxa fixa), va aconseguir el monopoli de l'emissió de diners a Anglaterra gràcies al suport del Govern, que ajustava la legislació per impedir l'emissió de diners per part d'altres agents, de la bona reputació a l'hora de satisfer les peticions de reconversió dels bitllets en metall i del fet que els impostos es podien pagar amb el paper moneda emès pel banc central.

El paper central en el sistema financer internacional del segle XIX que va consolidar el Banc d'Anglaterra va donar pas al domini de la Fed al segle XX. Amb la seva actuació, van deixar clar que els bancs centrals havien guanyat el control de l'oferta de diners. D'aquesta manera, l'emergència dels bancs centrals no solament va reduir la incertesa sobre la qualitat dels diners que circulaven, sinó que també va imposar un mecanisme per a l'estabilitat dels preus, ja que la convertibilitat dels bitllets vinculava l'oferta de diners a les reserves d'or. Així, una evolució estable de l'oferta d'or impedia una explosió de l'oferta de diners que derivés en explosions de la inflació. A més a més, en tenir el monopoli de l'emissió de diners, els bancs centrals es van convertir en bancs dels bancs, atès que els subministraven liquiditat, i això els va situar en la posició idònia per gestionar la política monetària (influenciant l'univers de tipus d'interès amb la liquiditat prestada als bancs comercials) i per jugar un paper de prestador d'última instància en cas de pànics bancaris. En conjunt, doncs, en poc més de 200 anys, els bancs centrals van passar de ser una font de finançament dels governs a entitats independents que van consolidar un entorn de major estabilitat macroeconòmica i financera.

Confiança i diners fiduciaris: el cas del dòlar nord-americà

Font: *CaixaBank Research, a partir de www.shutterstock.com.*

El paper de la confiança: *In God We Trust*

Amb el final del sistema de Bretton Woods el 1971, sota el qual la Fed es comprometia a convertir bitllets de dòlar en or, el món va passar a un sistema monetari purament basat en els diners fiduciaris: avui dia, si el lector va a la finestreta de la Fed per convertir un bitllet de dòlar, només rebrà a canvi un mateix bitllet de dòlar. És a dir, els diners fiduciaris es basen en si mateixos. El seu únic valor és el fet que tots confiem que tots acceptarem aquest tros de paper per vehicular els intercanvis. Això ha dut alguns economistes a afirmar que els diners fiduciaris requereixen fe en l'eternitat: fe en el fet que, demà, demà passat, el següent i el següent, etc., els ciutadans acceptaran els bitllets que avui posseïm com a mitjà de pagament. De fet, no hi ha il·lustració més clara d'aquesta fe que la inscripció del dòlar nord-americà: *In God We Trust*, és a dir, confiem en Déu (vegeu la imatge), que mostra, a més a més, que la bona reputació dels bancs centrals va ser clau per generar un clima de confiança que permetés abandonar el col·lateral metàl·lic dels diners.

Conclusió

Acabem aquesta història tornant a la pregunta amb què hem començat: per què, en pensar en diners, evoquem directament conceptes com riquesa i felicitat, en lloc de pensar en un tros de paper, de metall o de plàstic? La resposta es troba en la (gairebé) infinita liquiditat d'aquests objectes en què s'encarnen els diners. Són tan fàcils de convertir en qualsevol tipus de béns o de serveis, que ja els veiem directament com el que poden ser i no com el que són: objectes sense cap valor intrínsec. Aquest salt és el fruit de les millores tecnològiques i institucionals que ens han dut a evolucionar des d'una economia basada en el bescanvi als actuals sistemes de pagaments basats en diners fiduciaris i, de manera creixent, en diners digitals (com les targetes de crèdit o els sistemes de pagament a través de telèfons mòbils), així com de les anotacions a mà en els llibres de comptabilitat del Banc d'Amsterdam als registres electrònics dels comptes bancaris actuals. Quin serà el proper pas en aquesta història dels diners? El *bitcoin* o altres criptomonedes seran la següent revolució? Convidem el lector a avançar el seu viatge cap al futur en els propers articles d'aquest Dossier.

Cristina Farràs i Adrià Morron Salmeron
CaixaBank Research

Què podem esperar de les criptomonedes?

El 2009, l'elusiu Satoshi Nakamoto, pseudònim usat per part d'una o de diverses persones per mantenir l'anonimat, va publicar un article en què descrivia com crear l'equivalent als diners en metàl·lic en format digital i va llançar el *software* que va crear el *bitcoin*, la primera criptomoneda.[1] De llavors ençà, les criptomonedes han proliferat i el seu valor de mercat ha crescut de forma vertiginosa. En aquest article, mirarem de forma detallada què són les criptomonedes, en què consisteix la tecnologia que les fa possibles i quines són les perspectives que ofereixen. Tal com veurem, malgrat que ens mostrem escèptics sobre els fonaments que sostenen el creixement de les criptomonedes, la tecnologia subjacent a totes elles presenta un ampli recorregut en aplicacions alternatives.

Comencem amb un breu repàs de l'evolució del mercat de les criptomonedes. Tal com es mostra a la taula, el valor de mercat de les criptomonedes ha experimentat un fort augment en els dos últims anys. No obstant això, aquesta eufòria es va esvair, si més no de forma parcial, després dels rumors, a mitjan gener del 2018, que les autoritats de Corea del Sud i de la Xina planejaven introduir limitacions en el seu ús. Així mateix, malgrat el fort creixement de les criptomonedes, l'elevada volatilitat mostrada per aquest mercat no genera gaires preocupacions a nivell d'estabilitat macrofinancera, ja que les criptomonedes encara representen una fracció molt petita del PIB mundial. En el seu zenit, amb prou feines representaven l'1% del PIB, la qual cosa contrasta, per exemple, amb les cotitzacions de les companyies tecnològiques durant l'eufòria de les *dotcom*, que van assolir un valor aproximat del 30% del PIB mundial.[2]

Criptomonedes: taula d'indicadors

	Des-15	Des-16	Des-17	07-Gen-18	Abr-18
Tipus de criptomonedes	561	633	1.308	1.355	1.543
Capitalització (en milions de dòlars dels EUA)	6.998	14.834	483.711	823.859	307.877
*Percentatge del PIB mundial **	*0,01%*	*0,02%*	*0,61%*	*1,03%*	*0,39%*
Cost en electricitat	62 TWh per any, aproximadament el consum elèctric anual de Suïssa				

Nota: ** PIB mundial en preus corrents en dòlars.*
Fonts: *CaixaBank Research, a partir d'informació de: Carney, M. (2018); https://coinmarketcap.com; https://digiconomist.net/bitcoin-energy-consumption.*

Cal entendre què són les criptomonedes per poder avaluar l'evolució del seu mercat. Simplificant, una criptomoneda és una forma de diners digitals combinada amb un sistema de pagament. Com a diners digitals, les criptomonedes no aporten cap element innovador: la versió digitalitzada dels diners forma part de les nostres vides des de fa molts anys i la utilitzem de forma habitual a través de comptes bancaris electrònics i de targetes de dèbit i de crèdit. En canvi, les criptomonedes com a sistema de pagament sí que són una innovació. Per primera vegada, podem intercanviar diners de forma digital, relativament segura i anònima, directament entre comprador i venedor sense que la transacció hagi de ser processada de manera centralitzada per un intermediari, com, per exemple, un banc.[3]

Això ha estat possible gràcies a la tecnologia del *blockchain*. Abans del *blockchain*, l'intercanvi digital de diners de manera directa entre usuaris no era possible, a causa del risc de falsificació. Al capdavall, un compte electrònic no és més que un arxiu informàtic i, sense ningú que verifiqui que aquest arxiu no ha estat alterat de manera fraudulenta, es podria modificar o falsificar el valor que apareix en aquest compte. El *blockchain* intenta minimitzar aquest risc de dues maneres. Primer, crea un registre públic de totes les transaccions que es realitzen en criptomoneda. Qualsevol transacció nova s'afegeix a la cadena de transaccions prèvies –d'aquí el nom de *blockchain*, que es tradueix de l'anglès com cadena de blocs– i passa a ser també pública. Això permet que qualsevol usuari que rep un pagament pugui verificar que l'altre usuari disposa dels fons per realitzar-lo. Per exemple, si el Xavier vol pagar dos *bitcoins* a la Maria mitjançant el *blockchain*, és possible verificar que anteriorment el Xavier ha rebut dos *bitcoins* de l'Anna i que, per tant, disposa dels fons per pagar la Maria. Segon, estableix un sistema pel qual el procés de verificar les transaccions es realitza de manera descentralitzada i comporta un cost.[4] Aquest mecanisme fa més difícil que s'introdueixin transaccions fraudulentes.

Tal com hem comentat més amunt, les criptomonedes han permès introduir en el món digital els avantatges dels diners en metàl·lic. No solament permeten realitzar pagaments de forma directa entre comprador i venedor, sinó que, a més a més, les transaccions poden ser anònimes. L'anonimat és degut al fet que, malgrat que el registre de transaccions contingut en el *blockchain* és públic, les signatures digitals que el conformen estan protegides mitjançant codis encriptats que preserven la identitat dels usuaris.

No obstant això, per fascinants que siguin els detalls tècnics sobre les criptomonedes, el seu futur depèn de la seva viabilitat com a forma de diners. Tal com s'ha explicat en l'article d'aquest mateix Dossier «Del bescanvi a la criptomoneda: una breu història de l'intercanvi», els economistes consideren que un bé pot ser acceptat com a diners si pot complir tres funcions bàsiques: ser un mitjà de pagament, ser un dipòsit estable de valor i ser una unitat de compte. Avaluem les criptomonedes en funció de cadascuna d'aquestes dimensions.

1. Vegeu Satoshi Nakamoto (2009), «Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System».
2. Vegeu Mark Carney, (2018), «The Future of Money».
3. A la pràctica, no hi ha un intermediari, sinó quatre: el banc del comprador, el banc del venedor, l'empresa propietària de la targeta i el regulador (generalment, el banc central del país). Queda clar que el sistema de pagament digital actual no és en absolut anònim.
4. A la pràctica, el sistema de verificació es fa mitjançant computadores que han de resoldre algorismes numèrics derivats del camp de la criptografia. Així, el cost de verificació es materialitza mitjançant l'electricitat consumida per part dels ordinadors. Aquest cost no és irrisori. Tal com es pot veure a la taula, s'estima que, en l'actualitat, el sistema de verificació de Bitcoin consumeix en electricitat l'equivalent del consum elèctric anual d'un país com Suïssa.

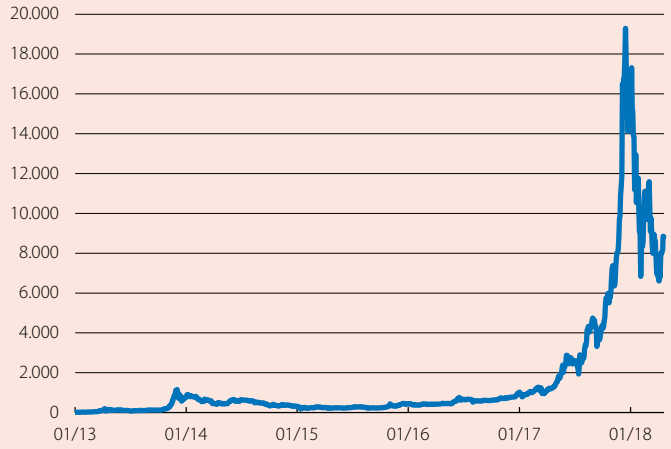
En primer lloc, sembla improbable que les criptomonedes puguin arribar a ser un mitjà de pagament efectiu. La confiança és l'element principal que sustenta qualsevol moneda. Malgrat que els diners que usem avui dia són fiduciaris (no tenen cap valor intrínsec), ens sentim còmodes usant-los perquè sabem que altres persones els acceptaran com a mitjà d'intercanvi. Això és així, en gran part, perquè la moneda té el suport d'un Govern que obliga els ciutadans a acceptar-la com a mitjà de pagament (la moneda és de curs legal). Aquest no és el cas de les criptomonedes: cap Govern en defensa l'ús, i, per tant, atès que no tenen cap valor intrínsec, el seu valor com a mitjà de pagament resideix purament en l'expectativa que altres persones l'acceptin com a tal.

A més a més, la competència per part dels mitjans de pagament tradicionals és feroç. Comparem les 65.000 transaccions per segon que VISA pot realitzar amb les 1.500 que Ripple, una criptomoneda dissenyada específicament per agilitar el nombre de transaccions per segon, pot processar o amb les 7 per segon de Bitcoin.[5]

Tampoc és clar fins a quin punt les criptomonedes poden arribar a ser un bon dipòsit de valor. Una mostra d'això és l'elevada volatilitat del seu preu (vegeu el gràfic). En una comparativa amb l'euro, mentre que, en els quatre últims mesos el *bitcoin*, ha perdut al voltant del 60% del seu valor, la variació anual mitjana del valor de l'euro dels 15 últims ha estat de l'1,6%. I això que el *bitcoin* és una de les criptomonedes més estables.

Preu del *bitcoin*

(Dòlars dels EUA)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'https://blockchain.info.*

Aquesta volatilitat és deguda, en gran part, al punt que hem esmentat més amunt: les criptomonedes tenen valor en la mesura que esperem que altres persones li confereixin un valor, quelcom ja prou volàtil. A més a més, seguint amb la comparativa anterior, les monedes tradicionals tenen un valor estable no solament perquè tenen el suport dels governs, sinó perquè hi ha un banc central que n'adequa l'oferta en funció de les condicions econòmiques i, per tant, de la demanda existent. Això és imprescindible, i això explica el paper fonamental que han adquirit els bancs centrals a les economies desenvolupades. Aquest no és el cas per a la majoria de criptomonedes, l'oferta de les quals es regeix per regles predeterminades que no tenen en compte la demanda.[6]

Finalment, no sembla tampoc que les criptomonedes actuïn com a unitat de compte. El Banc d'Anglaterra, per exemple, informa que la majoria dels venedors que accepten *bitcoins* actualitzen el seu preu a freqüències elevades per assegurar un preu estable en relació amb monedes tradicionals, com el dòlar nord-americà o la lliura esterlina. Així mateix, també informa que no és coneixedor de cap empresa que operi amb *bitcoins* i que tingui els comptes denominats en criptomoneda.[7] Així, sembla que els usuaris de criptomonedes continuen usant les monedes tradicionals com a unitat de compte en lloc de les criptomonedes.

Per si no fos poc, les criptomonedes presenten certs riscos afegits. Primer, la naturalesa del *blockchain* implica que les transaccions no són reversibles. Així, si una transferència es produeix per error, no hi ha manera de desfer-la. Així mateix, les criptomonedes poden ser objecte de ciberatacs. De fet, alguns d'aquests atacs han aconseguit eludir el sistema d'anonimat dels usuaris de les criptomonedes.

Les criptomonedes també pateixen els efectes del risc regulador. Així, en la mesura en què l'ús de les criptomonedes s'ha anat popularitzant, els governs han començat a regular-ne l'ús. En algunes ocasions, això s'ha fet de forma gradual. Per exemple, els EUA han tipificat les criptomonedes com actius financers pel que fa al seu tracte fiscal. Diversos països també han començat a regular els actors clau dins el sistema de les criptomonedes, com, per exemple, els portals d'intercanvi de criptomonedes per monedes tradicionals. No obstant això, altres estats han adoptat una actitud més hostil, com en el cas de la Xina, on el Govern ha limitat de manera severa l'ús de les criptomonedes en àmplies àrees de l'economia. Aquest tipus de risc és el que ha propiciat la caiguda del valor de les criptomonedes observat durant el mes de gener del 2018.

En definitiva, malgrat l'eufòria recent que les criptomonedes han originat, som escèptics sobre el seu potencial de creixement, atesos els riscos inherents a elles i el seu limitat potencial per suplantar les monedes tradicionals. No obstant això, el nostre escepticisme no s'aplica a la tecnologia subjacent a les criptomonedes: el *blockchain*. Aquesta tecnologia permet mantenir un registre descentralitzat, exhaustiu i públic de qualsevol transacció digital. La tecnologia és jove encara, i les seves aplicacions, fora del camp de les criptomonedes, són molt àmplies. N'explorem una a l'article d'aquest Dossier «Els diners digitals en l'economia del futur: noves possibilitats, nous reptes». Animem el lector perquè no baixi del tren i continuï llegint!

Oriol Carreras Baquer
CaixaBank Research

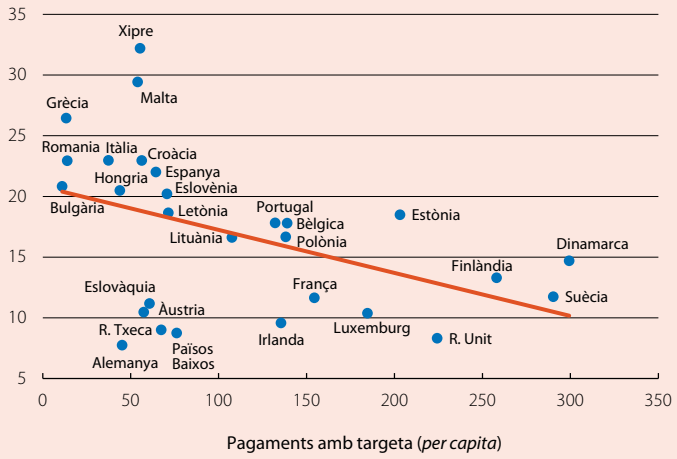
5. Vegeu Carney, M. (2018), https://ripple.com i https://blockgeeks.com/guides/blockchain-scalability/.
6. Per exemple, el sistema de Bitcoin fixa l'assoliment de 21 milions d'unitats el 2040 i que es deixi d'encunyar nous bitcoins a partir d'aquell moment.
7. Vegeu Mark Carney, (2018), «The Future of Money».

Els diners digitals en l'economia del futur: noves possibilitats, nous reptes

Els aclaparadors avanços tecnològics que presenciem en l'actualitat obren la porta a un ús més generalitzat de les monedes digitals en un futur no gaire llunyà. Però quin és el potencial d'aquestes monedes i fins on poden arribar? En aquest article, última parada de la nostra singladura sobre els diners, ens traslladarem al futur per reflexionar sobre aquestes qüestions i sobre les seves possibles implicacions; es tracta d'un tema futurista i apassionant, ja que avui dia tenim més preguntes que certeses. Però això no ens ha de desanimar, ja que, com va dir el gran escriptor francès Victor Hugo, «el futur té molts noms. Per als febles és l'inassolible. Per als temorosos, el desconegut. Per als valents és l'oportunitat».

Economia submergida i pagaments amb targeta (2015)

Economia submergida (% del PIB)



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

Per començar, convé aclarir que les monedes digitals ja existeixen: les reserves que tenen els bancs comercials als bancs centrals o els pagaments que fem amb targeta de crèdit són exemples de diners digitals. Dit això, en aquest article, anem una mica més enllà, ja que creiem que els progressos tecnològics relacionats amb la tecnologia *blockchain* i l'agilitat dels sistemes electrònics de pagament permetran que els diners digitals tinguin molt més protagonisme en l'economia del futur.

Quan s'hagi aconseguit perfeccionar la tecnologia, es podrà començar a pensar en com implementar una moneda digital d'ús molt més generalitzat. El primer interrogant és qui hauria d'implementar-la. Hi ha dues alternatives: monedes digitals privades (ja existeixen en l'actualitat exemples com el *bitcoin*) o una moneda digital que tingui la garantia del banc central (que anomenarem MDBC, per les sigles de moneda digital del banc central). Les monedes digitals privades poden semblar una opció atractiva, però la veritat és que, tal com hem vist a l'article «Què podem esperar de les criptomonedes?», d'aquest mateix Dossier, pateixen de certs límits que dificulten que el seu ús es pugui estendre amb èxit. En canvi, els mecanismes institucionals dels quals gaudeix el banc central en el sistema financer poden facilitar que la implementació sigui més fructífera. I és que el banc central, gràcies a la seva reputació i credibilitat,[1] té la capacitat de garantir que l'MDBC sigui de curs legal (*legal tender*) i de generar un clima de confiança que faci que sigui percebuda com un actiu fiable i segur. A més a més, un banc central disposa de molts més recursos, informació i capacitats tècniques per poder implementar una política monetària adequada a cada moment i preservar l'estabilitat de la moneda digital com a unitat de compte i, d'aquesta manera, evitar fluctuacions abruptes del seu preu. Això contrasta amb els esculls als quals s'enfrontaria una moneda digital privada. Al capdavall, és difícil que un ens privat que s'encarregui d'implementar una moneda digital disposi de les eines pertinents per dissenyar una regla d'oferta monetària creïble i amb uns objectius socialment desitjables, com són l'estabilitat dels preus i de l'activitat econòmica. Això ens du a una primera conclusió en aquest intrèpid «viatge al futur» que hem emprès: una moneda digital protegida pel banc central tindrà més opcions de tenir una implementació i una utilització reeixides que una moneda digital privada. Per aquest motiu, en la resta de l'article, ens centrarem a analitzar com es podria implementar l'MDBC, per, tot seguit, analitzar-ne els avantatges i els inconvenients. En tots els escenaris, suposarem que l'MDBC conviu amb els diners en efectiu.

A grans trets, hi ha dues vies naturals per implementar una MDBC, una primera més restringida (opció 1) i una segona més disruptiva (opció 2). La primera opció seria que, a l'hora de fer un pagament o una transferència, els euros que tenim al compte bancari es convertissin en MDBC perquè la transacció es liquidés a través de la tecnologia dissenyada per implementar la moneda digital. Clarament, aquesta primera opció no afectaria per res els particulars ni les empreses a l'hora de planificar la seva economia domèstica: senzillament, cada vegada que realitzessin un pagament o una transferència, els seus euros es convertirien en MDBC i la tecnologia subjacent permetria que els diners fluïssin de l'emissor al receptor sense que ni l'un ni l'altre notessin cap canvi apreciable. Paga la pena emfatitzar que la creació de l'MDBC no introduiria millores substancials en relació amb els últims avanços relacionats amb els sistemes de pagaments. Dos exemples paradigmàtics d'aquests avanços són la Zona Única de Pagaments en Euros (SEPA,

1. Per a més detalls sobre els bancs centrals, vegeu l'article «Del bescanvi a la criptomoneda: una breu història de l'intercanvi», en aquest mateix Dossier.

per les sigles en anglès), que fixa un termini màxim d'un dia hàbil per a l'execució i l'abonament de les transferències denominades en euros entre 34 països europeus, i el conjunt de serveis que permeten realitzar transaccions financeres instantànies a través de telèfons mòbils. Avanços notables en els dos casos que s'han pogut realitzar sense la necessitat d'emetre una moneda digital recolzada pel banc central. Un avantatge de l'MDBC en aquest escenari podria ser, potser, l'augment de la rapidesa de les transferències en sistemes de pagaments no interconnectats, com són les transferències internacionals. Es tracta d'un camp en què el *bitcoin* i altres monedes digitals ja han demostrat uns certs avantatges.

La segona opció aniria més lluny que la mera creació de l'MDBC a l'hora de realitzar pagaments. En l'opció 2, el banc central patrocinaria una moneda digital sense restriccions, que es convertiria en un actiu més a la disposició dels particulars i de les llars i que, per tant, competiria amb els dipòsits bancaris i amb l'efectiu. La materialització d'aquesta segona via es podria dur a terme de diferents maneres. Les dues alternatives més lògiques serien permetre que els particulars i les empreses poguessin dipositar una part dels estalvis en forma d'MDBC en moneders digitals[2] o directament en comptes del banc central.

Aquest escenari sí que seria una novetat en la vida quotidiana de la gent: les llars i les empreses podrien decidir dipositar una part dels estalvis directament en els moneders digitals o en el banc central (recordem que, avui dia, només un grup restringit d'institucions financeres pot dipositar diners al banc central). Curiosament, hi ha un precedent històric molt similar a la segona alternativa per materialitzar l'opció 2, tot i que, lògicament, sense el suport digital dels temps moderns: fins al començament del segle XX, tant al Banc d'Anglaterra com al Banc de Suècia, es permetia als particulars i a les empreses dipositar-hi els diners, malgrat que, posteriorment, es va eliminar aquesta pràctica, ja que, en l'era del paper, era molt poc pràctic i ocupava molt espai anotar tots els detalls de la gran quantitat de comptes que s'havien obert.

A partir d'ara, ens centrarem a analitzar les implicacions de l'opció 2, ja que, a diferència de la primera, sí que tindria repercussions importants. Comencem parlant dels avantatges. Hem identificat tres avantatges potencials associats a la implementació de l'MDBC. El primer seria una reducció potencial de l'economia submergida. Això depèn, críticament, del grau d'anonimat de l'MDBC. El més raonable és que l'MDBC sigui anònima en transaccions de poca quantia, però que, a partir d'una certa suma, hi hagi un cert control. Si això és així, una MDBC que fos popular gràcies a la seva agilitat i rapidesa podria desincentivar la utilització d'efectiu i reduir l'economia submergida. Diversos estudis avalen aquesta teoria[3] i han documentat que un augment dels sistemes de pagaments electrònics disminueix l'economia submergida. Al primer gràfic, es pot comprovar aquesta relació negativa a la zona de l'euro i les xifres són reveladores: un augment de 100 euros *per capita* a l'any en pagaments amb targeta disminuiria l'economia submergida com a percentatge del PIB en 3,5 p. p.

El segon avantatge seria l'accés per part de les llars i de les empreses a un actiu lliure de risc (per definició, el banc central no pot fer fallida) que, a diferència de l'efectiu, no tindria costos d'emmagatzematge.

Finalment, un tercer avantatge seria que el banc central podria millorar l'efectivitat de la política monetària. En concret, en el cas en què l'MDBC es materialitzés permetent que les llars i les empreses obrissin comptes directament al banc central, aquest podria ajustar directament els tipus d'interès dels actius de les llars i de les empreses. Això podria ser una eina complementària útil en crisis financeres, si el mecanisme de transmissió de política monetària no funciona bé. De fet, la fixació d'un tipus d'interès sobre l'MDBC afectaria també els dipòsits dels bancs comercials, ja que aquests haurien d'oferir una remuneració prou atractiva per evitar que els clients transferissin els dipòsits al banc central. En qualsevol cas, el debat sobre els beneficis d'aquesta eina hauria de girar sobre fins a quin punt milloraria l'efectivitat de la política monetària en relació amb els instruments dels quals disposa actualment el banc central. I és que cal recordar que, en els últims anys, els bancs centrals han influït de forma molt més directa sobre els costos de finançament dels particulars i de les empreses a través de la compra de títols de deute públic (vegeu el segon gràfic) i de deute corporatiu que han dut a terme mitjançant els diferents programes d'expansió quantitativa (QE).[4]

Malgrat els avantatges que hem glossat sobre aquesta implementació de l'MDBC, no hauríem de caure en la complaença, ja que també existeixen riscos no menors. El principal risc de crear una MDBC d'ús generalitzat seria un protagonisme excessiu del banc central en la distribució dels recursos de l'economia i, en funció de les actuacions del banc, un potencial encariment del crèdit. Per entendre per què, cal tenir present que, amb aquesta implementació d'MDBC, una part dels dipòsits bancaris de les llars i de les empreses als bancs comercials passarien a ser MDBC (ja sigui en els moneders digitals o en els comptes del banc central), i, perquè

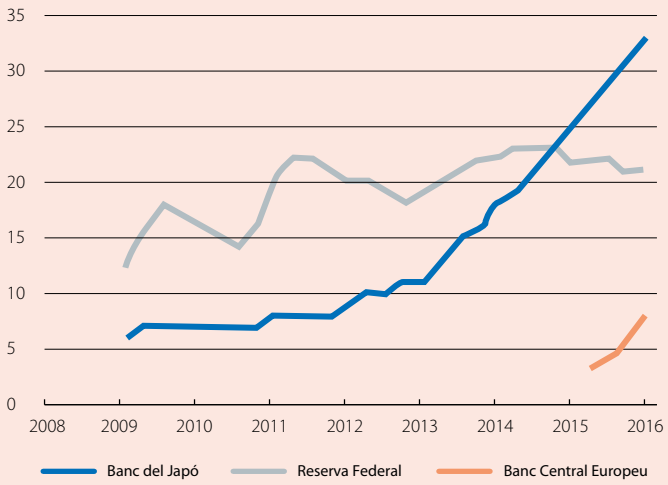
2. Moneders que podrien estar desvinculats dels bancs comercials. Serien molt semblants als moneders d'ara, on guardem els bitllets i l'efectiu, però amb un suport digital.
3. Per a més detalls, vegeu l'article «Economia submergida: un llast excessivament onerós», al Dossier de l'IM09/2013.
4. Segons les dades de l'FMI, 9 dels 15 bilions de dòlars dels actius adquirits pels bancs centrals que s'han embarcat en programes de QE en l'última dècada són títols de deute sobirà.

els bancs comercials poguessin continuar finançant la demanda de crèdit, la via més natural seria que obtinguessin la liquiditat necessària del banc central. Si el banc central decidís assumir aquest rol més intervencionista com a proveïdor de liquiditat, hi hauria una elevada dependència dels bancs comercials de la liquiditat que hauria de proveir el banc central.

Si el banc central és àgil i la distribució de liquiditat es du a terme amb els criteris adequats, el problema estaria resolt. No obstant això, en cas contrari, es podria generar un encariment del crèdit. De fet, l'augment del protagonisme del banc central a l'hora de distribuir els recursos de l'economia podria implicar distorsions en l'assignació de recursos (un mecanisme descentralitzat en mans del sector privat sempre generarà una assignació més eficient) i complicaria la formació de preus en funció de criteris de mercat. Aquest últim punt només és nou fins a un cert punt, ja que podem fer un paral·lelisme amb el major rol que, en l'última dècada, han adoptat els bancs centrals a través de les polítiques ultraexpansives del QE. En aquest sentit, el Banc Internacional de Pagaments ha mostrat repetidament el seu temor al fet que els tipus d'interès a nivells anormalment baixos durant tant de temps estiguin generant distorsions en la valoració d'alguns actius financers i contribuint a perllongar l'espiral alcista en els nivells de deute de les principals economies.

Deute públic en mans dels bancs centrals

(% del total de deute públic)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades dels bancs centrals.*

Si, en canvi, el banc central renunciés a aquest paper intervencionista i adoptés una posició de *hands-off* davant els problemes de liquiditat, els bancs comercials haurien d'aconseguir ells mateixos els recursos per finançar la demanda de crèdit (possiblement augmentant els tipus dels dipòsits, per evitar que els diners es transferissin al banc central), la qual cosa també acabaria generant un encariment del crèdit.

Finalment, cal afegir que la potencial dependència de l'economia del banc central podria ser especialment intensa en èpoques de recessió, ja que és, precisament, en períodes de crisi econòmica quan els particulars i les empreses solen tenir més aversió al risc i, per tant, segurament, substituirien un volum superior dels dipòsits als bancs comercials per MDBC, la qual cosa podria generar episodis d'inestabilitat financera. Aquests riscos no han de caure en sac foradat i, de fet, han estat esgrimits pel Banc Internacional de Pagaments i pel membre del BCE Yves Mersch[5] per mostrar les reticències que genera aquesta opció.

En definitiva, acabem el nostre intens viatge amb la convicció que no és cap quimera que els bancs centrals decideixin emetre la seva pròpia moneda digital a un públic ampli en el futur. Aquesta possibilitat és un exemple paradigmàtic de com el desenvolupament tecnològic ens fa repensar el sistema actual. En els propers anys, els principals bancs centrals i els organismes financers posaran sobre la taula els avantatges i els inconvenients d'aquestes monedes, i caldrà seguir amb molta atenció les novetats que es puguin anar produint en aquest tema. Aquest article posa el gra de sorra en la discussió identificant les possibles repercussions de l'emissió d'aquesta classe de diners. El debat és i serà més que benvingut, sempre que s'analitzin amb rigor els costos i s'entenguin bé les possibles implicacions.

Javier García-Arenas i Marta Guasch
CaixaBank Research

5. Vegeu l'informe «Central bank digital currencies» (2018), del Comitè de Pagaments i Infraestructures de Mercats del BIS, i Mersch, I. (2017), «Digital Base Money: an assessment from the ECB's perspective», discurs al Banc de Finlàndia.

CaixaBank Research

PUBLICACIONS

Totes les publicacions estan disponibles a internet: **www.caixabankresearch.com**
Correu electrònic: **research@caixabank.com**

DOCUMENTS DE TREBALL

Retos a los que se enfrentan la Fed y el BCE
Oriol Aspachs, 04/2018

¿Para cuándo una banca paneuropea?
Enric Fernández, Gerard Arqué, Pau Labró i Estel Martín, 02/2018

¿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

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 despalanquejament 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 març de 2018

	MILIONS €
Recursos de clients	351.420
Crèdit a la clientela, brut	223.249
Resultat atribuït al Grup, acumulat en l'any	704
Capitalització borsària	23.150
Clients (milions)	15,7
Empleats	37.107
Oficines	5.318
Oficines *retail* a Espanya	4.618
Nombre de caixers a Espanya	9.394

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

CaixaBank Research

ELEMENTAL CHLORINE FREE GUARANTEED

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