IM05

INFORME MENSUAL
NÚMERO 423 | MAYO 2018

ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS
Sobre la probabilidad de una recesión en EE. UU.

ECONOMÍA INTERNACIONAL
EE. UU. y China: escalada del conflicto comercial

UNIÓN EUROPEA
El largo camino hacia un activo seguro europeo

ECONOMÍA ESPAÑOLA
¿Debe preocuparnos la baja tasa de ahorro de los hogares?

DOSSIER: EL DINERO: PASADO, PRESENTE Y FUTURO

Del trueque a la criptomoneda: una breve historia del intercambio

¿Qué podemos esperar de las criptomonedas?

El dinero digital en la economía del futuro: nuevas posibilidades, nuevos retos

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Mayo 2018

CaixaBank, S.A.
Planificación Estratégica y Estudios

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

Fecha de cierre de esta edición:
30 de abril de 2018

Enric Fernández
Economista jefe

Oriol Aspachs
Director de Macroeconomía
y Mercados Financieros

Estel Martín
Directora de Estrategia Bancaria

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 RESUMEN EJECUTIVO

4 PREVISIONES

6 MERCADOS FINANCIEROS

9 *Sobre la probabilidad de una recesión en EE. UU.*

12 ECONOMÍA INTERNACIONAL

15 *EE. UU. y China: escalada del conflicto comercial*

16 *Crecimiento en los emergentes y condiciones financieras globales: una relación comprometida*

18 UNIÓN EUROPEA

21 *El largo camino hacia un activo seguro europeo*

22 Made in Portugal*: el nuevo impulso exportador portugués*

24 ECONOMÍA ESPAÑOLA

27 *El ajuste de las cuentas públicas, a merced de la mejora económica*

28 *La cuenta corriente española sigue una trayectoria favorable*

29 *¿Debe preocuparnos la baja tasa de ahorro de los hogares?*

32 DOSSIER: EL DINERO: PASADO, PRESENTE Y FUTURO

32 *Del trueque a la criptomoneda: una breve historia del intercambio*
Cristina Farràs y Adrià Morron Salmeron

35 *¿Qué podemos esperar de las criptomonedas?*
Oriol Carreras Baquer

37 *El dinero digital en la economía del futuro: nuevas posibilidades, nuevos retos*
Javier García-Arenas y Marta Guasch

Dinero en Suiza

El próximo 10 de junio, los ciudadanos suizos votarán en referéndum sobre una reforma radical de su sistema monetario. La propuesta implicaría que los ciudadanos tuvieran sus cuentas corrientes o depósitos a la vista en el banco central, no en los bancos comerciales. Para los promotores de la iniciativa, este cambio de paradigma acabaría con las burbujas de crédito, las crisis bancarias y los rescates públicos de la banca.

La idea no es nueva y tiene como antecedente, por ejemplo, el denominado Plan Chicago, una reforma monetaria cuyo principal proponente fue Henry Simons, profesor de la Universidad de Chicago durante la Gran Depresión del siglo XX. Aquella reforma proponía el establecimiento de un requisito de reservas sobre los depósitos de los bancos comerciales del 100%, lo que suponía el fin de la denominada banca de reserva fraccional y la separación de las dos funciones principales que lleva a cabo la banca: gestionar el sistema de pagos y otorgar créditos.

En la misma línea, los impulsores del referéndum suizo creen que su reforma permitiría atajar de raíz la supuesta proclividad del sistema actual a generar burbujas de crédito y un exceso de endeudamiento. Según esta corriente de pensamiento, el hecho de que la banca pueda utilizar los depósitos a la vista de los clientes como fuente de financiación para otorgar crédito facilita y abarata excesivamente el endeudamiento. También se alega que los bancos otorgan préstamos demasiado arriesgados porque confían en que, si las cosas van mal, el Gobierno vendrá en su rescate (lo que se denomina riesgo moral).

Ciertamente, la propuesta suiza complicaría el acceso al crédito y lo encarecería, pero parece una forma innecesariamente extrema de conseguir este objetivo. No en vano, los bancos centrales en el sistema monetario actual ya cuentan con suficientes herramientas para influir, si lo estiman oportuno, en la disponibilidad y el precio del crédito (por ejemplo, mediante la fijación de los tipos de interés de referencia o los coeficientes de reservas).

En cuanto al problema del riesgo moral, cabe recordar que el objetivo principal de las reformas regulatorias de los últimos años ha sido, precisamente, impedir el uso de recursos públicos en la resolución de futuras crisis bancarias (además de minimizar su probabilidad). Para ello, por ejemplo, se han aumentado de forma muy significativa los requisitos mínimos de capital y se han introducido reglas para la resolución de bancos con problemas que obligan a accionistas y acreedores a absorber potenciales pérdidas.

Los defensores de un cambio de sistema también defienden que acabaría con los pánicos bancarios, porque nadie dudaría de la seguridad de los depósitos en el banco central. Sin embargo, parecen obviar que, con dicho sistema, el crédito bancario debería financiarse con depósitos a plazo no asegurados y con emisiones de deuda, unas fuentes que serían mucho más volátiles que las actuales (especialmente ante la opción de mover fondos a una cuenta en el banco central en periodos de incertidumbre). Lehman Brothers no tenía depósitos asegurados, pero se quedó sin financiación mayorista de la noche a la mañana –un verdadero pánico bancario–. Ante estos riesgos, los bancos, que serían más parecidos a la banca de inversión, se verían obligados a mantener unos niveles de liquidez muy elevados –lo que restringiría aún más la oferta de crédito– o a depender de forma mucho más acusada de la provisión de liquidez por parte del banco central –lo que aumentaría significativamente el rol de la autoridad monetaria en la asignación de recursos en la economía.

El Plan Chicago o sus réplicas más recientes quizás podrían haber tenido sentido en la época de la Gran Depresión. Hoy en día, tal y como ha declarado el propio banco central de Suiza ante el próximo referéndum, se trataría de «un experimento innecesario, una reforma que traería incertidumbre y nuevos riesgos, además de un aumento de costes para los clientes bancarios».

Enric Fernández
Economista jefe
30 de abril de 2018

CRONOLOGÍA

ABRIL 2018

13 La agencia de calificación Moody's mejora la nota crediticia de España, de Baa2 a Baa1.

MARZO 2018

8 El presidente Donald Trump impone aranceles a las importaciones de acero y aluminio.
21 La Fed aumenta el tipo oficial en 25 p. b. hasta situarlo en el intervalo 1,50%-1,75%.

FEBRERO 2018

5 Jerome Powell asume la presidencia de la Reserva Federal de EE. UU. en sustitución de Janet Yellen.

ENERO 2018

19 La agencia de calificación Fitch mejora la nota crediticia de España, de BBB+ a A–.
31 La Autoridad Bancaria Europea (EBA) pone en marcha el test de estrés de la banca europea para el periodo 2018-2020.

DICIEMBRE 2017

13 La Fed aumenta el tipo oficial en 25 p. b. hasta situarlo en el intervalo 1,25%-1,50%.
15 La agencia de calificaciones Fitch sube el *rating* de Portugal a grado de inversión (BBB).
El Consejo Europeo ratifica el acuerdo alcanzado con el Reino Unido sobre los términos de separación del *brexit*.
20 Se aprueba la reforma fiscal en EE. UU.

NOVIEMBRE 2017

2 El Banco de Inglaterra sube el tipo de interés de referencia en 25 p. b. hasta el 0,50%.
30 La OPEP anuncia una prórroga de los recortes de producción hasta finales del año 2018, nueve meses más respecto a lo que se había acordado inicialmente.

AGENDA

MAYO 2018

1-2 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
2 PIB de la eurozona (1T).
4 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (abril).
7 PIB de Japón (1T).
9 Índice de producción industrial (marzo).
18 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (marzo).
22 Comercio exterior (marzo).
29 Ejecución presupuestaria del Estado (abril).
30 Avance del IPC (mayo).
Índice de sentimiento económico de la eurozona (mayo).
31 Balanza de pagos (marzo).
Contabilidad nacional trimestral (1T).

JUNIO 2018

4 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (mayo).
6 Índice de producción industrial (abril).
12-13 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
14 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
15 Encuesta trimestral del coste laboral (1T).
18 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (1T y abril).
21 Comercio exterior (abril).
25 Balanza de pagos (1T).
Posición de inversión internacional neta (1T).
28 Tasa de ahorro de los hogares (1T).
Avance del IPC (junio).
Ejecución presupuestaria del Estado (mayo).
Índice de sentimiento económico de la eurozona (junio).
Consejo Europeo.
29 Balanza de pagos (abril).

Pulso económico firme, con riesgos acechando en el horizonte

Crecimiento global elevado. A medida que se van conociendo los últimos indicadores del 1T, incluidas algunas cifras de PIB, se confirma que el *momentum* de la actividad sigue siendo elevado. Así, el crecimiento mundial del 1T 2018 se habrá cerrado con un ritmo de avance robusto, del orden del 4% (2,6% en los avanzados y 5% en los emergentes). Este arranque de 2018 apoya el escenario de crecimiento de CaixaBank Research para el conjunto del año, del 3,9% (parecido al 3,7% de 2017), una previsión similar a la que ha hecho pública recientemente el FMI. Por lo que se refiere a los factores de apoyo, pocas novedades. A pesar del proceso de normalización iniciado por la Fed estadounidense, la política monetaria todavía acomodaticia en los países avanzados sigue siendo el principal elemento que impulsa el crecimiento. En cuanto a los grandes países motores del crecimiento, tampoco hay excesivas novedades. En EE. UU., el inicio de 2018 ha sido positivo (crecimiento del 2,9% interanual). Aunque el ritmo de avance fue ligeramente inferior al del trimestre anterior, este ha acabado sorprendiendo favorablemente, lo que reafirma las buenas perspectivas para el conjunto de 2018, con un crecimiento que seguirá viéndose apoyado por una política monetaria aún acomodaticia y la elevada inercia de la demanda interna, por la expansión fiscal anunciada. China, por su parte, creció un 6,8% en el 1T, ligeramente por encima de lo esperado. No obstante, puesto que esta fortaleza se debió, en parte, a factores puntuales y que se mantienen las dudas sobre la distancia entre el crecimiento oficialmente publicado y el auténtico ritmo de la actividad, estimamos que la tendencia de fondo sigue siendo de desaceleración gradual.

Los mercados financieros acusan el empeoramiento de los riesgos políticos y geopolíticos. Aunque la dimensión macroeconómica evoluciona favorablemente, la senda de las cotizaciones financieras en abril refuerza la visión de que el régimen de muy baja volatilidad de los últimos años está quedando atrás. En gran medida, ello es resultado del cambio de tono que poco a poco va adquiriendo la política monetaria de los principales bancos centrales. A este factor, además, se le han sumado los temores a un giro proteccionista a nivel global y el aumento de las tensiones geopolíticas. Así, las condiciones financieras se han endurecido moderadamente en los últimos meses (más en EE. UU. que en Europa), mientras que la volatilidad se sitúa en niveles claramente superiores al promedio de 2017. De este modo, tras años de verse aupadas por un entorno de bajos tipos de interés, las bolsas están acusando el aumento de la volatilidad y, en abril, sufrieron nuevas sesiones de pérdidas (pero menos marcadas que en los meses anteriores), mientras que los tipos de interés soberanos siguieron repuntando, si bien más significativamente en EE. UU. que en la eurozona.

Europa va bien, y España y Portugal, mejor. La eurozona continúa experimentando una etapa positiva, como ponen en evidencia tanto el ritmo de crecimiento (en el 1T se mantuvo alrededor del 2,5%) como la elevada sincronización cíclica, que tiene su reflejo en el hecho de que los principales países están creciendo a ritmos superiores al 2% (con la excepción consabida de Italia). Además, es destacable que, a pesar del repunte de crecimiento en 2017 y 2018, y a diferencia de la economía estadounidense, la europea todavía tiene un apreciable margen de recorrido cíclico. En este contexto favorable, las economías portuguesa y española se mantienen en buena forma. Así, por lo que se refiere a Portugal, la ligera desaceleración que se estima que se produjo en el 1T no empaña unas perspectivas favorables para 2018 (crecimiento esperado del 2,4%). Asimismo, la buena evolución de la economía lusa, que está contribuyendo a una notable reconducción de los desequilibrios macroeconómicos, se ha visto ratificada por una nueva revisión al alza del *rating* del país y el mantenimiento de la prima de riesgo en niveles muy bajos. La economía española, por su parte, suma ya tres años creciendo en torno al 3,0%, amparada en sus fortalezas internas, en la recuperación de la competitividad y en un cuadro macro más saneado, y en unos vientos de cola externos que, si bien van perdiendo intensidad, lo hacen de una forma más gradual de lo que se anticipaba. Así lo pone de manifiesto, por ejemplo, el buen dato del PIB del 1T 2018 que, según el avance del INE, se mantuvo en un sólido 0,7% intertrimestral (2,9% interanual), un registro muy similar al del 4T 2017. El vigor de la economía está contribuyendo a la corrección de los desequilibrios fiscales: en 2017, el déficit público fue del 3,1% del PIB, 1,2 p. p. menos que en 2016, un buen punto de partida que hace factible cumplir el objetivo de déficit en 2018, del 2,2% del PIB. Asimismo, este mayor equilibrio de las finanzas públicas coincide con la paulatina reducción de la deuda de los hogares y de las empresas, una tendencia importante para apuntalar la capacidad de crecimiento de la economía a medio plazo, cuando los vientos de cola sean un recuerdo y los de cara, quizás más notorios.

PREVISIONES

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

Economía internacional

	2017	2018	2019	2020	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018
CRECIMIENTO DEL PIB										
Mundial	3,8	3,9	3,9	3,7	3,9	3,9	4,0	4,0	3,9	3,8
Países desarrollados	*2,3*	*2,4*	*2,1*	*1,8*	*2,5*	*2,6*	*2,6*	*2,5*	*2,4*	*2,3*
Estados Unidos	2,3	2,7	2,2	1,9	2,3	2,6	2,9	2,8	2,7	2,6
Eurozona	2,5	2,5	2,0	1,7	2,7	2,7	2,7	2,5	2,4	2,3
Alemania	2,5	2,5	2,1	1,8	2,7	2,9	2,7	2,6	2,4	2,3
Francia	2,0	2,1	2,0	1,6	2,3	2,6	2,1	2,1	2,2	2,0
Italia	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
España	3,1	2,8	2,4	2,3	3,1	3,1	2,9	2,8	2,7	2,6
Japón	1,7	1,5	1,0	0,9	1,9	2,1	1,9	1,6	1,3	1,2
Reino Unido	1,8	1,5	1,8	2,0	1,8	1,4	1,2	1,6	1,5	1,5
Países emergentes	*4,8*	*4,9*	*5,1*	*5,0*	*4,9*	*4,8*	*5,0*	*5,0*	*4,9*	*4,9*
China	6,9	6,5	6,3	6,0	6,8	6,8	6,8	6,6	6,4	6,3
India	6,4	7,3	7,5	7,5	6,5	7,2	7,0	7,2	7,4	7,5
Indonesia	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
México	2,0	2,1	2,4	2,3	1,5	1,5	1,2	1,9	2,5	2,6
Chile	1,5	3,1	3,2	2,9	2,5	3,3	3,1	3,5	2,9	3,0
Rusia	1,5	2,0	2,3	2,0	2,2	0,9	1,8	1,8	2,1	2,1
Turquía	7,3	4,0	3,6	3,7	11,3	7,3	5,0	4,5	3,3	3,2
Polonia	4,6	3,9	3,2	2,9	5,2	4,3	4,2	4,2	3,7	3,5
Sudáfrica	1,3	1,6	1,6	2,0	1,3	1,9	2,3	1,8	1,4	1,0
INFLACIÓN										
Mundial	3,1	3,2	3,2	3,1	3,0	3,2	3,1	3,2	3,3	3,1
Países desarrollados	*1,7*	*1,9*	*1,8*	*1,8*	*1,6*	*1,7*	*1,8*	*2,0*	*2,0*	*1,8*
Estados Unidos	2,1	2,5	1,9	1,9	2,0	2,1	2,3	2,7	2,7	2,3
Eurozona	1,5	1,4	1,8	1,8	1,5	1,4	1,3	1,5	1,5	1,4
Alemania	1,7	1,5	1,9	1,9	1,7	1,6	1,4	1,6	1,6	1,5
Francia	1,2	1,5	1,8	1,8	0,9	1,2	1,5	1,7	1,6	1,4
Italia	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
España	2,0	1,6	2,0	2,1	1,7	1,4	1,0	1,5	2,0	1,8
Japón	0,5	1,2	0,9	1,2	0,6	0,6	1,4	1,2	1,4	0,9
Reino Unido	2,7	2,5	2,3	2,1	2,8	3,0	2,7	2,6	2,5	2,2
Países emergentes	*4,0*	*4,4*	*4,3*	*4,1*	*3,9*	*4,2*	*4,3*	*4,4*	*4,4*	*4,3*
China	1,6	2,1	2,4	2,4	1,6	1,8	2,2	2,4	2,2	1,8
India	3,3	4,6	4,9	4,7	3,0	4,6	4,6	4,4	4,9	4,3
Indonesia	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
México	6,0	4,4	3,8	3,4	6,5	6,6	5,3	4,3	4,0	4,0
Chile	2,2	2,5	2,9	3,0	1,7	2,0	2,0	2,4	2,9	2,9
Rusia	3,7	2,9	3,9	4,0	3,4	2,6	2,3	2,4	3,1	3,7
Turquía	11,1	9,8	8,8	7,4	10,6	12,3	10,3	10,3	9,5	9,0
Polonia	1,6	1,3	2,7	2,5	1,5	1,8	1,0	1,0	1,4	1,9
Sudáfrica	5,3	5,1	5,4	5,1	4,8	4,7	4,2	4,6	5,4	6,1

Previsiones

Economía española

	2017	2018	2019	2020	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018
Agregados macroeconómicos										
Consumo de los hogares	2,4	2,6	2,0	1,9	2,4	2,5	2,8	2,7	2,4	2,4
Consumo de las AA. PP.	1,6	1,2	0,8	0,7	1,4	2,4	1,6	1,3	1,1	0,9
Formación bruta de capital fijo	5,0	3,3	3,0	2,7	5,6	5,6	3,5	3,6	3,0	3,0
Bienes de equipo	6,1	3,8	2,6	2,4	6,6	7,7	4,5	5,2	2,9	2,7
Construcción	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
Exportación de bienes y servicios	5,0	3,5	4,2	4,1	5,6	4,4	3,0	3,1	3,6	4,5
Importación de bienes y servicios	4,7	2,8	3,2	2,9	5,9	5,2	2,4	2,8	2,6	3,4
Producto interior bruto	**3,1**	**2,8**	**2,4**	**2,3**	**3,1**	**3,1**	**2,9**	**2,8**	**2,7**	**2,6**
Otras variables										
Empleo	2,8	2,4	2,1	2,0	2,9	2,9	2,7	2,4	2,2	2,3
Tasa de paro (% pobl. activa)	17,2	15,5	13,7	12,0	16,4	16,5	16,7	15,7	14,8	14,8
Índice de precios de consumo	2,0	1,6	2,0	2,1	1,7	1,4	1,0	1,5	2,0	1,8
Costes laborales unitarios	–0,1	0,9	1,9	2,3	0,0	0,0	0,3	0,8	1,1	1,5
Saldo op. corrientes (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. resto mundo (acum., % PIB) [1]	2,1	1,9	1,9	1,8	2,0	2,1	2,1	2,0	2,0	1,9
Saldo público (acum., % PIB) [2]	–3,1	–2,4	–1,7	–1,2						

Mercados financieros

TIPOS DE INTERÉS										
Dólar										
Fed funds	1,10	1,96	2,67	3,19	1,25	1,30	1,58	1,83	2,08	2,33
Líbor 3 meses	1,26	2,37	2,94	3,28	1,32	1,47	1,93	2,39	2,52	2,66
Líbor 12 meses	1,79	2,68	3,02	3,35	1,73	1,92	2,39	2,72	2,78	2,83
Deuda pública a 2 años	1,39	2,54	3,23	3,49	1,36	1,69	2,16	2,41	2,67	2,92
Deuda pública a 10 años	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 meses	–0,33	–0,33	–0,07	0,42	–0,33	–0,33	–0,33	–0,33	–0,33	–0,33
Euríbor 12 meses	–0,15	–0,18	0,22	0,77	–0,16	–0,19	–0,19	–0,19	–0,18	–0,14
Deuda pública a 2 años (Alemania)	–0,75	–0,48	0,06	0,70	–0,72	–0,74	–0,57	–0,53	–0,45	–0,38
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,36	0,72	1,25	1,91	0,42	0,38	0,62	0,60	0,75	0,90
TIPOS DE CAMBIO										
$/€	1,13	1,22	1,22	1,24	1,17	1,18	1,23	1,23	1,22	1,21
¥/€	126,64	131,88	130,42	127,81	130,38	132,92	133,07	131,03	131,51	131,90
£/€	0,88	0,88	0,87	0,85	0,90	0,89	0,88	0,88	0,88	0,88
PETRÓLEO										
Brent ($/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

Notas: *1. Acumulado de cuatro trimestres. 2. Acumulado de cuatro trimestres. No incluye pérdidas por ayudas a instituciones financieras.*

Previsiones

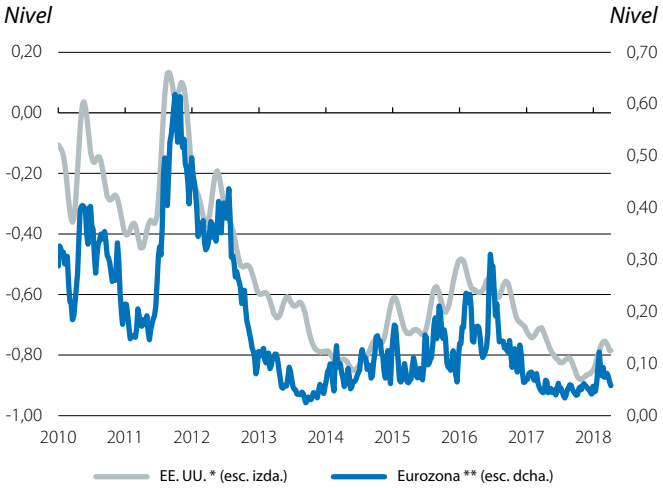
COYUNTURA · Los mercados financieros avanzan en un entorno más volátil

La volatilidad se asienta. La evolución de las cotizaciones financieras en abril refuerza la visión de que el régimen de muy baja volatilidad de los últimos años está quedando atrás de la mano de una política monetaria menos acomodaticia, los temores a un giro proteccionista a nivel global y el aumento de las tensiones geopolíticas. Así, las condiciones financieras se han endurecido moderadamente en los últimos meses (más en EE. UU. que en Europa), como muestran los índices publicados por la Fed en EE. UU. y el Banco Central Europeo (BCE) en la eurozona, mientras que el índice VIX, un popular indicador de la volatilidad, fluctuó en abril alrededor de los 19 puntos, un nivel claramente superior al promedio de 2017. Este cambio en el entorno financiero se respalda en un escenario macroeconómico positivo en el que, a velocidades dispares, la Fed y el BCE retiran gradualmente el estímulo monetario. De este modo, tras años de verse aupadas por un entorno de bajos tipos de interés, las bolsas están acusando el aumento de la volatilidad y, en abril, sufrieron nuevas sesiones de pérdidas (pero menos marcadas que en los meses anteriores), mientras que los tipos de interés soberanos siguieron repuntando, si bien más significativamente en EE. UU. que en la eurozona.

El FMI enfatiza los riesgos financieros del escenario macroeconómico. En su informe de estabilidad financiera de abril de 2018, el Fondo Monetario Internacional (FMI) alerta de que, aunque las condiciones financieras acomodaticias apoyan el crecimiento global a corto plazo, factores como sorpresas al alza en la inflación (seguidas de un endurecimiento de la política monetaria más rápido de lo esperado) o un repunte de la incertidumbre debido a derivas proteccionistas y mayores tensiones comerciales suponen un riesgo para la estabilidad financiera global. Además, el FMI enfatiza tres vulnerabilidades que se han acumulado en los últimos años y que suponen un riesgo para el crecimiento a medio plazo: las elevadas valoraciones de un amplio universo de activos, un significativo endeudamiento de las economías emergentes y la existencia de desequilibrios en la liquidez bancaria en dólares. Así, el FMI avisa de que los inversores deben evitar la complacencia con el actual entorno financiero acomodaticio y deben mantenerse alerta ante los riesgos asociados con aumentos de tipos de interés, mayor volatilidad financiera y una escalada de las tensiones comerciales.

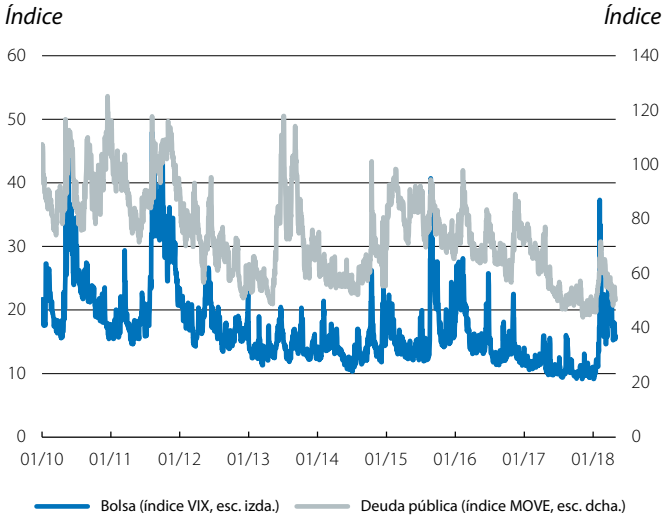
Las bolsas avanzadas compaginan las ganancias con una mayor volatilidad. Los principales parqués de las economías avanzadas empezaron el mes de abril con una dinámica errática tras las pérdidas con las que habían acabado el mes de marzo (y que estuvieron estrechamente vinculadas a la escalada de las tensiones comerciales entre EE. UU. y China). Después de esta indefinición inicial, los parqués mantuvieron un tono cons-

Indicadores de las condiciones financieras



Nota: ** Índice de condiciones financieras de la Reserva Federal de Chicago.*
*** Indicador de estrés sistémico del BCE (media móvil de dos semanas).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

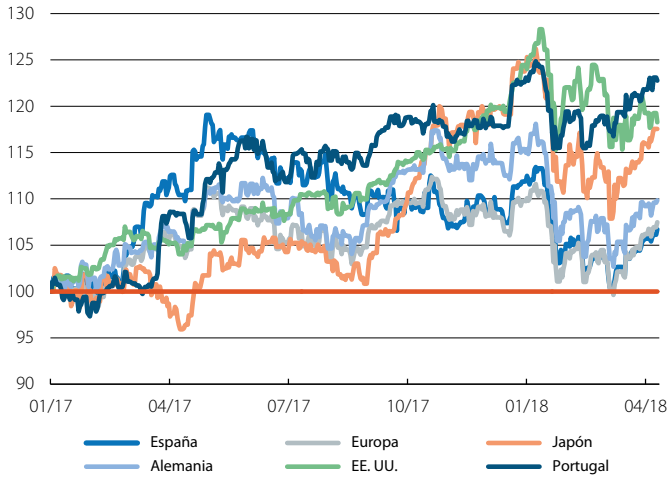
Volatilidad implícita en los mercados financieros



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Principales bolsas avanzadas

Índice (100 = enero 2017)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

tructivo prácticamente hasta la última semana de abril, cuando las pérdidas volvieron a irrumpir en las bolsas avanzadas entre una mezcla de mayores temores inflacionistas, repuntes de los tipos de interés soberanos y un mal desempeño bursátil de los valores tecnológicos. Con todo, en el conjunto del mes, los principales índices de las economías avanzadas cerraron en positivo, con ganancias moderadas en EE. UU. (S&P 500 +0,3%) y mayores revalorizaciones en Europa (Eurostoxx 50 +5,2%, DAX alemán +4,3%, CAC francés +6,8%, MIB italiano +7,0%, Ibex 35 +4,0% y PSI portugués +2,9%).

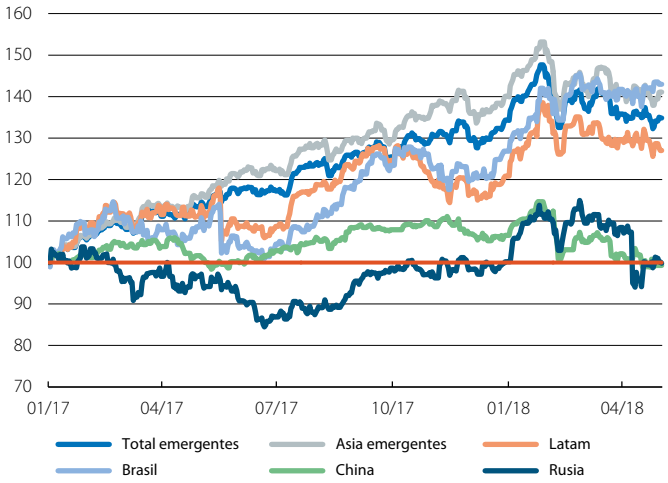
La volatilidad penaliza más a las bolsas emergentes. Al igual que en las economías avanzadas, los índices bursátiles de las economías emergentes empezaron el mes de abril con una dinámica errática y sesiones en negativo. Sin embargo, en las bolsas emergentes, la volatilidad y las pérdidas se mantuvieron presentes durante el resto del mes y el índice MSCI para el conjunto de la región terminó abril con unas pérdidas acumuladas del 0,6%. Aunque los retrocesos fueron generalizados entre los índices latinoamericanos (índice MSCI para América Latina –1,5%) y también afectaron a los asiáticos (índice MSCI para Asia emergente 0,0% y bolsa de Shanghái –2,7%), los casos de la bolsa rusa y turca merecen una mención especial. En Rusia, el índice RTS se desplomó más de un 15% entre el 9 y el 10 de abril (a raíz de un repunte de las tensiones geopolíticas con EE. UU. y la expectativa de nuevas sanciones sobre la economía rusa) y acabó el conjunto del mes con unas pérdidas del 7,6%, mientras que, en Turquía, la bolsa de Estambul acumuló un retroceso del 9,3% en medio de un mayor foco inversor en el deterioro de los desequilibrios macroeconómicos de la economía otomana y la convocatoria de elecciones anticipadas por parte del presidente Recep Tayyip Erdoğan.

Repunte de los tipos soberanos estadounidenses y más contención en la eurozona. En abril, los tipos soberanos estadounidenses repuntaron de nuevo con fuerza de la mano de una mayor confianza de los inversores en la estrategia de la Fed de endurecer gradualmente las condiciones financieras. Así, el tipo de interés soberano a dos años aumentó en 22 p. b., mientras que el tipo a 10 años repuntó en 21 p. b. y superó temporalmente el umbral del 3,0% por primera vez desde enero de 2014 (esta dinámica de mayores repuntes en el tramo corto ha empezado a suscitar temores de una próxima recesión en EE. UU., algo que analizamos este mes en el Focus «Sobre la probabilidad de una recesión en EE. UU.»). Por su parte, en Europa, los tipos soberanos se encuentran más anclados por la expectativa de que la retirada del estímulo monetario del BCE sea muy gradual y, por ello, su repunte fue más moderado, con incrementos del tipo soberano de Alemania alrededor de los 6 p. b. y el mantenimiento de las primas de riesgo en niveles contenidos.

El BCE pospone para el verano nuevas decisiones de política monetaria. En su reunión de abril, el BCE mantuvo inalterados los tipos de interés de referencia y recordó que las compras netas de activos proseguirán a un ritmo mensual de 30.000 millones de euros hasta, al menos, el próximo septiembre. La

Bolsas emergentes por geografía

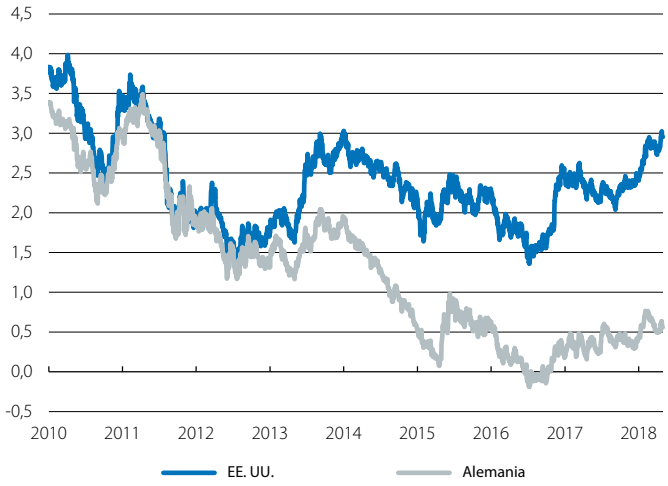
Índice (100 = enero 2017)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Rentabilidad de la deuda pública a 10 años

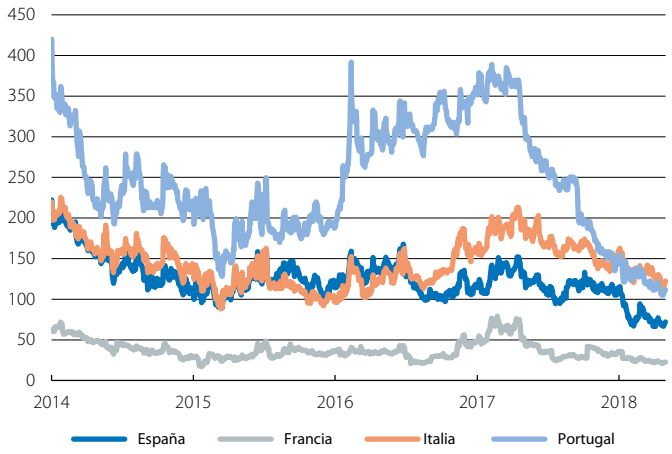
(%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Eurozona: primas de riesgo de la deuda pública a 10 años

(p. b.)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

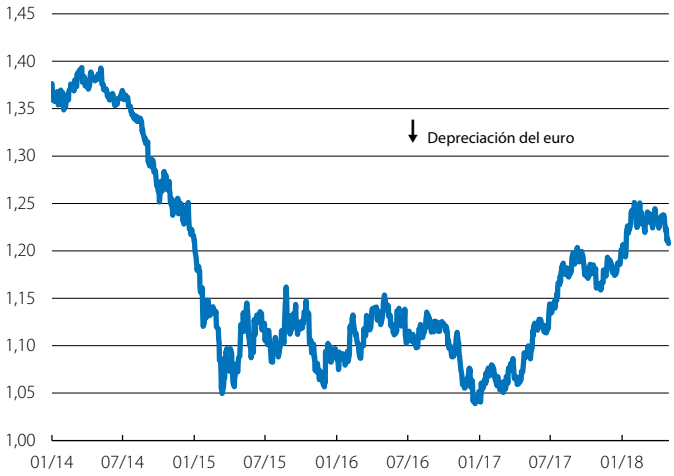
reunión, que tampoco aportó novedades sobre el futuro del programa de compras de activos, se centró en la valoración de la reciente desaceleración de los indicadores de actividad de la eurozona. En conjunto, el Consejo de Gobierno (CG) del BCE considera que los indicadores siguen respaldando un escenario de crecimiento sólido y homogéneo (una visión que compartimos desde CaixaBank Research) y, por ello, el presidente Draghi recalcó que su confianza en la recuperación de la inflación permanece inalterada. No obstante, Draghi también señaló que, en los últimos meses, se han acentuado los riesgos negativos sobre el crecimiento global (especialmente por factores de naturaleza geopolítica y comercial). De este modo, el BCE pospuso para junio y julio los anuncios sobre el futuro de su programa de activos, cuyo final orientativo está fijado para septiembre y que, desde CaixaBank Research, esperamos que se alargue hasta diciembre de 2018, poniendo fin a las compras netas de manera escalonada. Más allá de este horizonte, se espera que el BCE implemente una retirada muy gradual del estímulo monetario y, en este sentido, en la reunión de abril, el CG también reiteró su intención de mantener los tipos de interés en los niveles actuales más allá del fin de las compras netas de activos, y Draghi defendió que la política monetaria evolucione según una estrategia de paciencia, prudencia y perseverancia.

El dólar recupera un poco de terreno. Tras mantenerse estable en la primera mitad de abril, el dólar revirtió parte de la debilidad mostrada en los últimos meses y se apreció un 2,1% frente a las principales divisas internacionales. Así, el dólar se apreció un 2,0% frente al euro (cuyo cruce flexionó ligeramente a la baja hasta los 1,21 dólares por euro), un 1,8% frente a la libra esterlina y un 2,9% frente al yen japonés. El dólar también recuperó terreno respecto a las divisas emergentes, muchas de las cuales se vieron afectadas por factores políticos idiosincráticos. Así, el peor desempeño frente al dólar lo exhibieron el rublo ruso (10,2%, con el trasfondo geopolítico comentado anteriormente), el real brasileño (6,1%, debilitado por el aumento de la incertidumbre alrededor de las próximas elecciones presidenciales provocado por el encarcelamiento del expresidente Lula de Silva), el peso mexicano (2,9%, con México encarando las elecciones presidenciales del próximo julio) y la lira turca (2,7%, con los desequilibrios macroeconómicos de fondo comentados anteriormente).

El precio del crudo acentúa su fortaleza. El precio del barril de Brent mantuvo la tendencia al alza del pasado mes y se situó cerca de los 75 dólares por barril, en niveles máximos no alcanzados desde finales de 2014. Pese al potencial estabilizador del precio procedente de un repunte de la producción de *shale*, la fortaleza del petróleo en los últimos meses se ha sustentado tanto en factores estructurales (fuerte crecimiento de la demanda global, recortes de la producción por parte de la OPEP y reducción sostenida de las existencias de crudo en EE. UU.) como temporales (incertidumbre geopolítica, especialmente alrededor de la posibilidad de que EE. UU. reintroduzca las sanciones a Irán).

Cotización del euro frente al dólar

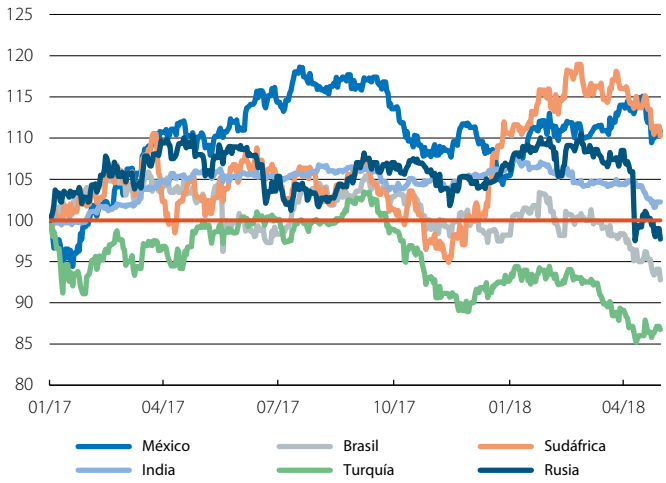
(Dólar-euro)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Divisas emergentes frente al dólar

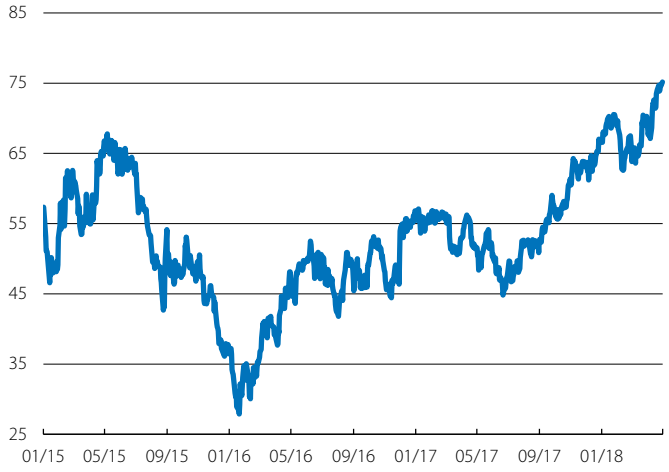
Índice (100 = enero 2017)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Precio del petróleo Brent

(Dólares por barril)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

FOCUS · Sobre la probabilidad de una recesión en EE. UU.

En abril de 2018, la economía de EE. UU. sumó 106 meses en expansión en la que es la segunda fase de crecimiento más larga de los últimos 170 años y, además, se sitúa a solo 14 meses del récord histórico que ostenta el ciclo de 1991-2001. Las expansiones no mueren de viejas y, de hecho, en los últimos trimestres, los datos de actividad siguen siendo positivos y apuntan a un buen ritmo de crecimiento. Sin embargo, un indicador concreto ha empezado a suscitar rumores acerca del posible fin de la fase expansiva. Se trata de la pendiente de la curva de tipos de interés, un indicador que ha predicho correctamente cada recesión estadounidense de los últimos 50 años. ¿De dónde viene este poder predictivo? ¿Cuál es, hoy en día, la probabilidad de recesión según este indicador? Analizamos estas cuestiones a continuación.

Un asombroso historial predictivo

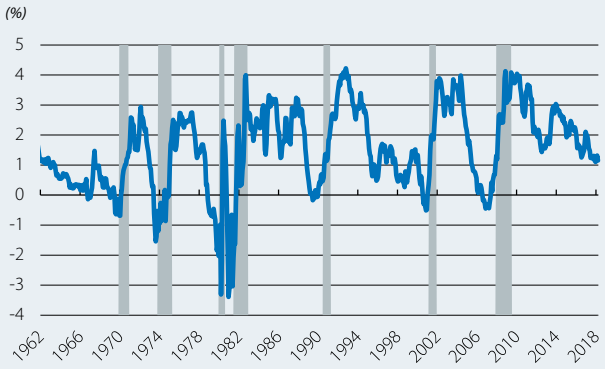
El primer gráfico muestra el impresionante historial predictivo de la pendiente de la curva de tipos desde 1961. La línea azul representa el diferencial entre los tipos de interés soberanos a 10 años y 3 meses y las franjas sombreadas señalan los periodos de recesión. Claramente, cada vez que la curva se ha invertido (pendiente negativa), la economía ha entrado en recesión al cabo de unos 6 a 18 meses (con una excepción, a finales de 1966, cuando solo se desaceleró).

La teoría económica no ha desarrollado una explicación causal satisfactoria para esta relación, pero sí que hay dos razones intuitivas detrás de la asociación entre ambas variables. En primer lugar, tradicionalmente el endurecimiento de la política monetaria afecta más a los tipos de interés de corto plazo que a los de largo plazo, de modo que reduce la pendiente y, a la par, enfría la economía a medio plazo. En segundo lugar, la pendiente de la curva de tipos contiene información sobre las expectativas del desempeño económico futuro. Consideremos el siguiente ejemplo, un ahorrador dispone de dos alternativas para prestar a 10 años vista: i) fijar directamente un tipo de interés a 10 años o ii) fijar el tipo de interés a 1 año vista y renovarlo anualmente. Dado que el ahorrador compara ambas alternativas, el tipo de interés a 10 años refleja su expectativa para el tipo de interés a 1 año a lo largo de los próximos 10 años (en equilibrio, el ahorrador se muestra indiferente entre las dos alternativas). Por ello, cuando la pendiente entra en terreno negativo, nos señala la expectativa de que los tipos de interés futuros serán menores que los presentes: es decir, en algún punto, la política monetaria se volverá más acomodaticia porque la economía se desacelera y/o entra en recesión.

La probabilidad de recesión en 2018

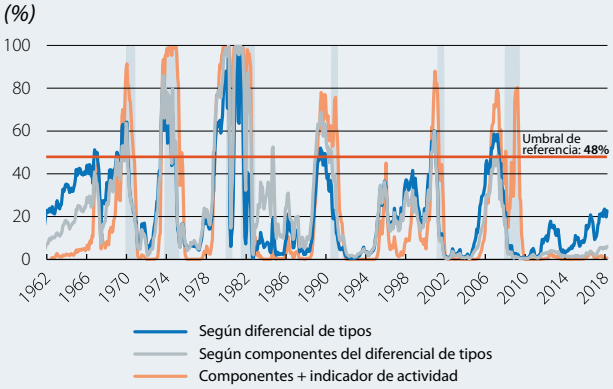
Dado que este indicador ha anticipado correctamente las siete recesiones sufridas desde 1961, el hecho de que la pendiente haya disminuido sostenidamente desde los 300 p. b. de 2013 a los 110 p. b. actuales ha alimentado el debate sobre la posibilidad de una nueva recesión. Para cuantificar esta posibilidad, en el segundo gráfico presentamos la probabilidad de recesión predicha por la pendiente de la curva de tipos según un modelo estadístico.[1] Como muestra la línea azul (más adelante comentaremos las líneas gris y naranja), la curva de tipos asigna actualmente una probabilidad del 23% de que EE. UU. entre en recesión en los próximos 12 meses. Una referencia útil para contextualizar esta cifra es la probabilidad de recesión que indica el modelo cuando la pendiente es perfectamente plana: un

*EE. UU.: recesiones y la pendiente de la curva de tipos de interés **



Notas: ** Las áreas sombreadas denotan los periodos de recesión. La pendiente de la curva de tipos de interés se representa como la diferencia entre los tipos de interés soberanos a 10 años y 3 meses.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y NBER.*

*EE. UU.: probabilidad de recesión según la curva de tipos **



Nota: ** Las áreas sombreadas denotan los periodos de recesión.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg, Reserva Federal de Nueva York y NBER.*

1. Un modelo probit con datos entre junio de 1961 y septiembre de 2016. La variable dependiente indica si se produce (o no) una recesión entre a 3 y 12 meses vista y la variable independiente es el diferencial entre los tipos de interés soberanos estadounidenses a 10 años y 3 meses

48%.[2] Así, aunque, según la curva de tipos, el riesgo de recesión no es desdeñable, todavía se encuentra lejos de los niveles que han constituido, históricamente, una señal clara.

¿Esta vez es diferente?

Una de las principales críticas al uso de la curva de tipos como predictor de recesiones es que las estructuras económicas y financieras han evolucionado mucho desde los años sesenta, por lo que no se debería extrapolar el pasado para predecir la evolución de un entorno radicalmente diferente. En este sentido, uno de los elementos que cambian a lo largo del tiempo son los determinantes de la pendiente de la curva. Anteriormente, comentábamos que los tipos de interés de largo plazo son un reflejo de las expectativas de los tipos de interés de corto plazo que prevalecerán en el futuro. Sin embargo, los tipos de interés tienen otro componente: una prima de riesgo temporal que compensa al ahorrador por el riesgo adicional de comprometerse con una inversión a largo plazo.[3]

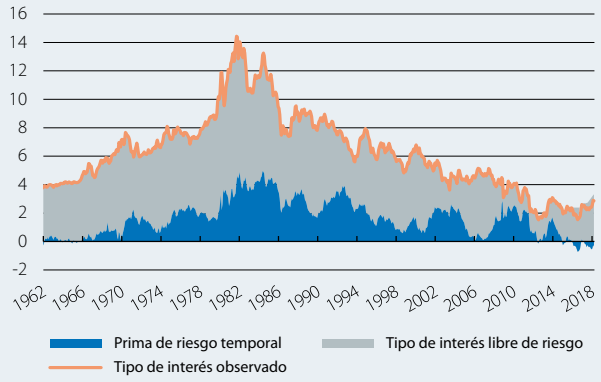
Como se observa en el tercer gráfico, la magnitud de la prima temporal es relevante y, además, fluctúa a lo largo del tiempo. Es más, el aplanamiento de la curva de tipos de los últimos años se debe, mayoritariamente, a la evolución de la prima temporal (véase el cuarto gráfico). Sin embargo, antes argumentábamos que el poder predictivo de la curva de tipos procede del componente de expectativas. ¿Es posible que el modelo prediga una menor probabilidad de recesión si eliminamos la prima temporal y utilizamos una medida más precisa de las expectativas? La respuesta es sí. Esto es precisamente lo que ocurre en la línea gris del segundo gráfico, que corresponde a un modelo en el que descomponemos la pendiente en un término de expectativas y otro de prima temporal: la probabilidad de recesión baja hasta el 6%. En el mismo espíritu, la línea naranja muestra que si, además, añadimos información sobre los indicadores de actividad económica, la probabilidad de recesión se reduce hasta el 1%.

Aunque es tentador enfatizar el efecto atenuante de la prima temporal y los buenos indicadores de actividad, la historia nos recomienda ser cautelosos antes de afirmar que «esta vez es diferente». Por ejemplo, en una comparecencia ante el Senado en 2007, cuando la curva soberana ya estaba invertida e indicaba una probabilidad de recesión del 60%, Ben Bernanke, el entonces presidente de la Fed, afirmaba que «la inversión se debe a la caída de la prima temporal (...) y ello no necesariamente predice una desaceleración de la economía o una recesión». Sin embargo, ahora sabemos que, también entonces, la predicción de la curva de tipos fue correcta. De hecho, la prima temporal es y ha sido un predictor significativo de la probabilidad de recesión: cada inversión de la curva de tipos ha ido de la mano de una compresión del diferencial de primas temporales.

Por último, si reajustamos el modelo para predecir un escenario menos extremo que el de recesión, todas las especificaciones consideradas anteriormente señalan un aumento de la probabilidad de que el crecimiento se desacelere en los próximos trimestres. Esta es una conclusión natural, pues no es más que un reflejo de que, más allá del impulso temporal que ofrezca el estímulo fiscal de la Administración Trump, ya hace meses que EE. UU. avanza en la fase madura del ciclo, con un mercado laboral en pleno empleo y un nivel de producción real que ya ha alcanzado al potencial.

EE. UU.: componentes del tipo de interés soberano a 10 años

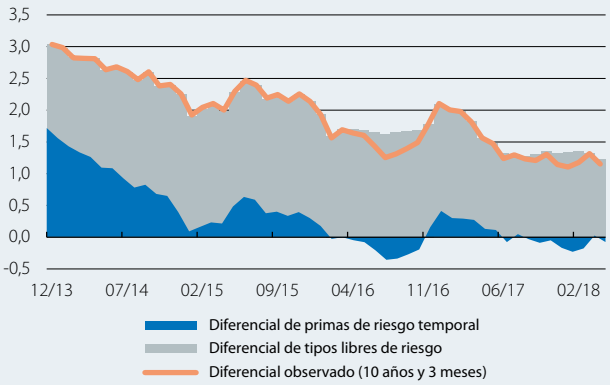
(%)



Nota: *Descomposición según Adrian, T., Crump, R. K. y Moench, E. (2013), «Pricing the Term Structure with Linear Regressions», Journal of Financial Economics.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de Nueva York.*

EE. UU.: evolución de la pendiente de la curva de tipos por componentes

(%)



Nota: *Descomposición según Adrian, T., Crump, R. K. y Moench, E. (2013), «Pricing the Term Structure with Linear Regressions», Journal of Financial Economics.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de Nueva York.*

2. Esta es la referencia porque, al invertirse, el historial predictivo es prácticamente impecable.
3. Para más información sobre la prima temporal, véanse los Focus «La prima de riesgo temporal de los *treasuries* americanos: no está, pero se la espera» del IM12/2014 y «El sesgo en las previsiones de tipos de interés de los mercados» del IM10/2016.

PRINCIPALES INDICADORES

Tipos de interés (%)

	30-abr	31-mar	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2018 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euríbor 3 meses	–0,33	–0,33	0	0,0	0,0
Euríbor 12 meses	–0,19	–0,19	0	–0,4	–6,9
Deuda pública a 1 año (Alemania)	–0,63	–0,65	2	0,8	9,7
Deuda pública a 2 años (Alemania)	–0,59	–0,54	–5	3,7	14,3
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,56	0,66	–10	13,3	24,3
Deuda pública a 10 años (España)	1,28	1,54	–26	–28,7	–36,8
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.)[1]	72	88	–16	–42,0	–61,1
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	1,75	1,50	25	25,0	75,0
Líbor 3 meses	2,36	2,02	34	66,6	118,8
Líbor 12 meses	2,77	2,50	27	66,3	99,6
Deuda pública a 1 año	2,23	2,06	17	49,8	117,2
Deuda pública a 2 años	2,49	2,25	24	60,7	122,8
Deuda pública a 10 años	2,95	2,86	9	54,5	67,0

Spreads *de deuda corporativa (p. b.)*

	30-abr	31-mar	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2018 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	54	52	2	9,6	–12,1
Itraxx Financiero Sénior	57	53	4	13,4	–16,9
Itraxx Financiero Subordinado	116	114	2	11,1	–51,8

Tipos de cambio

	30-abr	31-mar	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2018 (%)	Variación 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

Materias primas

	30-abr	31-mar	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2018 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	445,1	443,9	0,3	3,0	4,8
Brent ($/barril)	75,2	65,8	14,3	12,4	45,3
Oro ($/onza)	1.315,4	1.318,4	–0,2	0,9	3,7

Renta variable

	30-abr	31-mar	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2018 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	2.648,1	2.713,8	–2,4	–1,0	11,1
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.536,5	3.439,0	2,8	0,9	–0,6
Ibex 35 (España)	9.980,6	9.840,3	1,4	–0,6	–6,9
Nikkei 225 (Japón)	22.467,9	22.068,2	1,8	–1,3	17,0
MSCI emergentes	1.164,4	1.195,2	–2,6	0,5	19,1
Nasdaq (EE. UU.)	7.066,3	7.273,0	–2,8	2,4	16,8

Nota: *1. Diferencial entre la rentabilidad del bono español y el bono alemán a 10 años.*

COYUNTURA · Crecimiento global dinámico, pero con riesgos al alza

Perspectiva global: se mantiene el *momentum*. Con el 1T finalizado, los indicadores disponibles sugieren que dicho periodo se habrá cerrado con un crecimiento elevado, del orden del 4%, algo por encima, por tanto, de los registros del segundo semestre de 2017. Como se ha destacado anteriormente en estas mismas páginas, un rasgo distintivo de la fase cíclica actual es el elevado grado de sincronización, de manera que se aceleran tanto los avanzados como los emergentes. Estos últimos, como cabe esperar, circulan a ritmos de actividad superiores. Así, en dicho 1T se moverán en la zona de crecimiento del 5%. A pesar de que en el tramo final del trimestre algunos indicadores cualitativos bascularon a la baja (posible reflejo del agravamiento del balance de riesgos, sobre el cual volveremos en seguida), se espera que la economía mundial acabe registrando en 2018 cifras de crecimiento similares a las de 2017, ya que los factores de apoyo globales se mantienen firmes. Se trata de un diagnóstico similar al que recientemente ha hecho público el FMI.

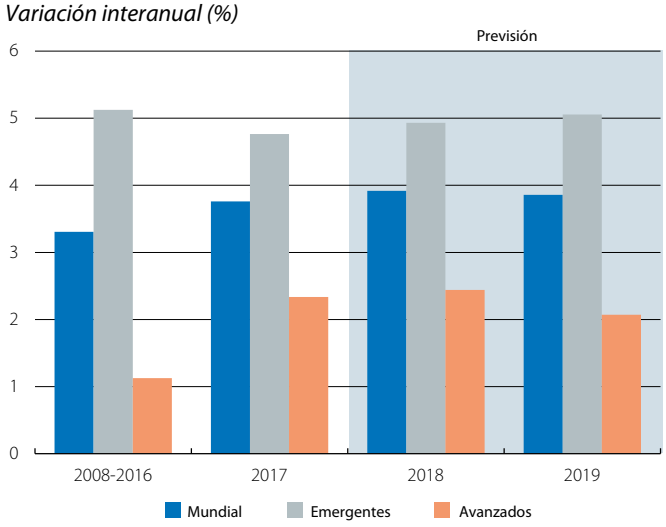
Y, sin embargo, el balance de riesgos sigue sesgado hacia un eventual menor crecimiento. A pesar del buen inicio de año, las perspectivas no están libres de riesgos. En el ámbito macrofinanciero cabe destacar dos de ellos: el creciente nivel de deuda global y la sensibilidad de los mercados financieros (y de ciertos emergentes) ante un endurecimiento de las condiciones financieras internacionales mayor de lo esperado. Asimismo, se mantienen abiertos los focos de incertidumbre de naturaleza política (el proteccionismo, el populismo y los riesgos geopolíticos). En esta categoría quizás el más notorio es el primero, el de un posible giro proteccionista. Como es conocido, las decisiones de EE. UU. de aplicar aranceles a diversos productos importados y la probable respuesta de China han aumentado los temores a que se produzca una escalada de las tensiones comerciales. Sin embargo, no hay que olvidar que, en última instancia, las quejas norteamericanas tienen una base, ya que las prácticas comerciales de China no se adecúan a los estándares de libre comercio que aplican la mayor parte de países. Por ello, aunque sea con medios disruptivos y que, por tanto, generan inestabilidad a corto plazo, esta vía de actuación podría acabar comportando un mejor funcionamiento del sistema de comercio internacional a medio plazo.

ESTADOS UNIDOS

El PIB creció un sólido 0,6% intertrimestral en el 1T 2018. Aunque se trata de un avance ligeramente inferior al del trimestre anterior (un 0,6% intertrimestral frente al 0,7% en el 4T 2017) ha sorprendido positivamente. En términos interanuales, el aumento fue del 2,9%. Por componentes de demanda, la leve desaceleración del ritmo de crecimiento se debió, en buena parte, a la ralentización del avance del consumo privado, del consumo público y de la inversión residencial. Ello, sin embargo, fue parcialmente compensado por la contribución positiva del componente de existencias, el menor avance de las impor-

PIB mundial

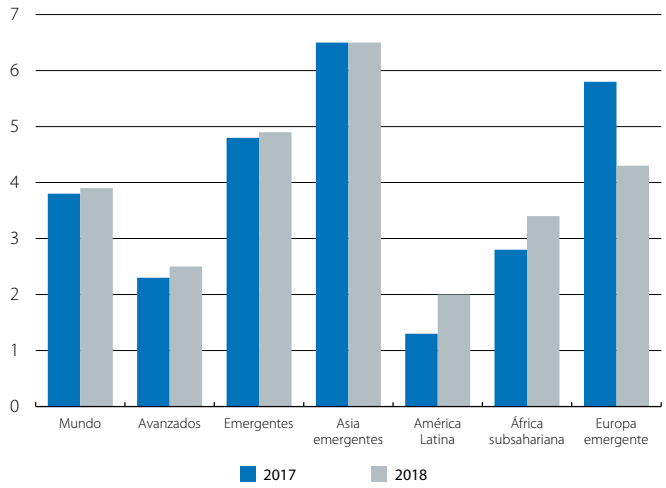
Variación interanual (%)



Fuente: *CaixaBank Research.*

FMI: previsiones del PIB para 2017 y 2018

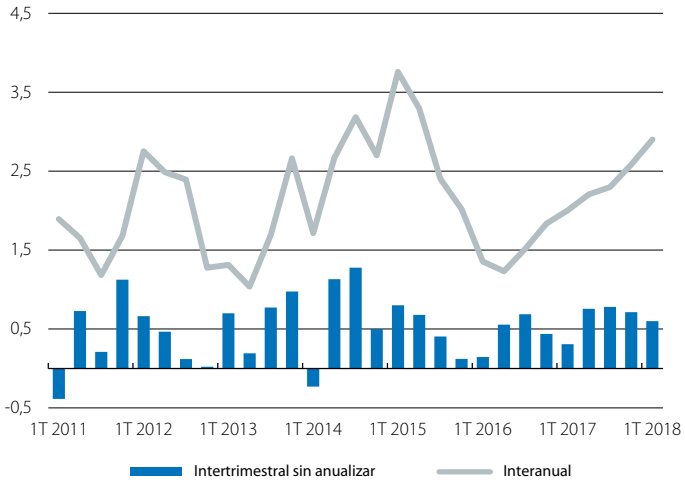
Variación interanual (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del FMI (WEO, abril de 2018).*

EE. UU.: PIB

Variación (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis.*

taciones y la solidez de la inversión no residencial. Esta ligera ralentización de la economía no es una sorpresa, toda vez que algunos indicadores de actividad, como también ha sucedido a nivel global, habían cedido parte de su impulso en el tramo final del trimestre. A este hecho, se le suma un factor idiosincrático de la contabilidad nacional estadounidense. Según reconoce el instituto estadístico del país (BEA, por sus siglas en inglés), existe un problema de desestacionalización de la serie del PIB que provoca que su nivel sea, de forma reiterada, más bajo en el 1T y mayor en los dos siguientes trimestres.

La leve desaceleración en el 1T no cambia la dinámica de fondo. A pesar de la desaceleración del crecimiento registrada en el 1T, cabe esperar que los efectos atípicos antes mencionados dejen de operar en los siguientes trimestres. En particular, CaixaBank Research prevé que el crecimiento se acelere en lo que queda de año gracias a la combinación de la expansión fiscal, unas condiciones monetarias que, a pesar del progresivo aumento del tipo de referencia por parte de la Fed, todavía son acomodaticias, y la solidez de la demanda interna, que seguirá apoyada por un mercado de trabajo favorable.

Un mercado laboral propio de fases maduras. En ese sentido, cabe recordar que, a pesar de que en marzo se crearon solo 103.000 puestos de trabajo, una cifra inferior a la prevista, se trata de un dato lógico habida cuenta del elevadísimo registro del mes anterior (326.000 empleos). En el conjunto del 1T, aparece un cómputo que suaviza la elevada volatilidad de las cifras mensuales: se crearon más de 600.000 puestos de trabajo, algo por debajo de la generación de empleo del 4T 2017 (660.000). Asimismo, la tasa de paro se mantuvo en un muy reducido 4,1% en marzo, mientras que los salarios avanzaron un 2,7% interanual. Finalmente, cabe mencionar que la tasa de actividad se mantuvo sin cambios excesivos en dicho 1T (60,3%, cifra similar a la del conjunto de 2017).

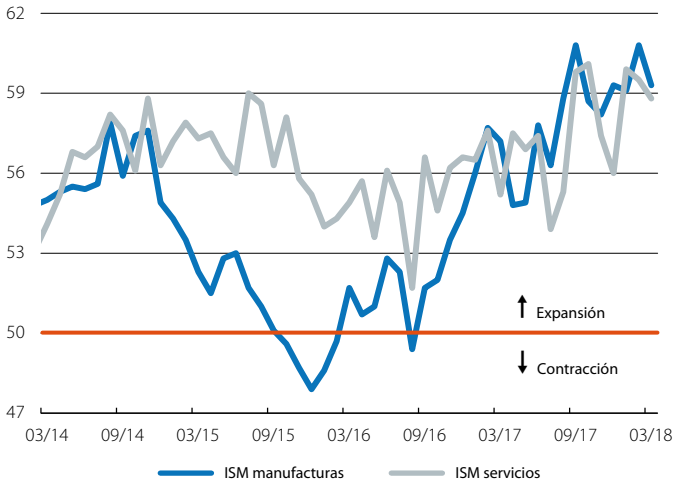
Los precios de consumo, a punto de entrar en una fase más alcista. La inflación aumentó 2 décimas en marzo, hasta el 2,4% interanual. En la misma línea, la inflación subyacente (que no incluye los precios de la energía y los alimentos, sujetos habitualmente a mayor volatilidad), se situó en el 2,1%, 3 décimas por encima del registro de febrero. A pesar de la desaceleración en términos intermensuales del IPC general, por la pronunciada caída del componente energético, tanto la inflación general como la subyacente se situaron por encima de los registros de los últimos meses. Una tendencia que tendrá cierta continuidad, dado que se va a producir un efecto de base al alza relevante, ya que la fuerte caída en los precios de telefonía inalámbrica experimentada el año anterior durante estos meses no se repetirá este año. En este contexto, las minutas de la Fed mostraron una mayor confianza en las perspectivas de crecimiento e inflación, lo cual afianza las cuatro subidas de tipos de interés previstas por CaixaBank Research para este 2018.

EMERGENTES

Las entradas de capitales se moderan, pero siguen en cotas elevadas. La tendencia de fondo de las entradas de capitales

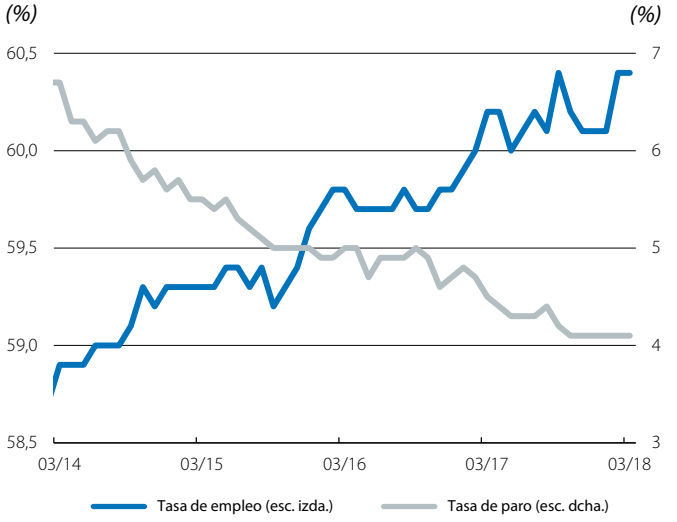
EE. UU.: indicadores de actividad

Nivel



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del ISM.*

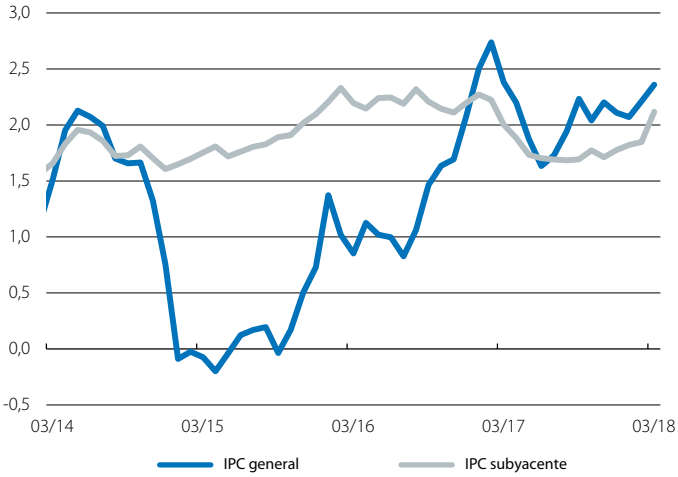
EE. UU.: mercado laboral



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.*

EE. UU.: IPC

Variación interanual (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.*

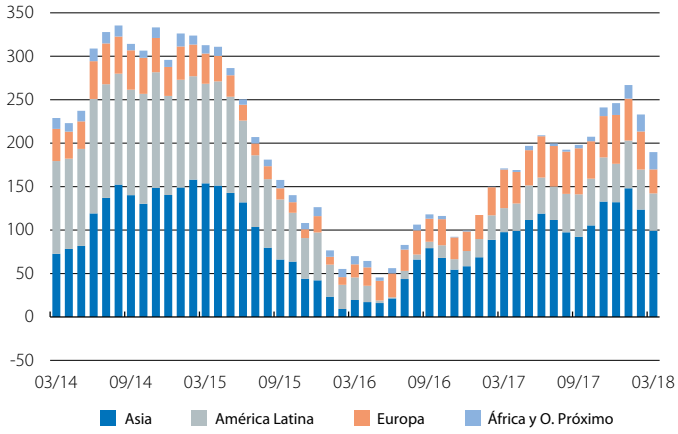
(renta variable y deuda) hacia las economías emergentes es a cierta ralentización. Con todo, el ritmo actual de entradas no es bajo, especialmente si se tiene en cuenta que estas economías son especialmente sensibles al contexto actual, con las condiciones financieras globales en paulatino endurecimiento (véase el Focus «Crecimiento en los emergentes y condiciones financieras globales: una relación comprometida» en este mismo *Informe Mensual*) y los frentes de incertidumbre de carácter geopolítico y político activos. En consonancia con su elevado crecimiento, Asia emergente sigue siendo la gran receptora de capitales financieros.

China, en curso de desaceleración (suave). En China, el dato de crecimiento del 1T se situó en cotas relativamente elevadas: el PIB creció un notable 6,8% interanual, el mismo avance que en los dos últimos trimestres. El avance se apoyó en factores temporales, como un mayor dinamismo de la actividad industrial (las bajas temperaturas de enero y febrero estimularon la demanda energética y redujeron los niveles de contaminación; esto último disminuyó momentáneamente la presión regulatoria del Gobierno en su campaña anticontaminación), y un repunte de la inversión residencial. Los datos de actividad de marzo, que se han publicado a la vez que el PIB del 1T, mostraron un tono positivo en consonancia con el dato de crecimiento. Así, la producción industrial avanzó un significativo 6,0% interanual y las ventas minoristas crecieron un notable 10,1%. Con todo, esta dinámica de corto plazo no enmienda el diagnóstico de que China transitará hacia zonas de menor crecimiento en 2018 debido a la progresiva retirada de estímulos económicos.

Buen crecimiento en muchos emergentes. El resto de los principales emergentes están registrando cifras de crecimiento razonablemente positivas. Aunque cada una de las economías está sometida a factores de apoyo, y de lastre, idiosincráticos, la mayor parte de ellas se están beneficiando de la combinación de financiación global todavía barata y amplia, de la aceleración sincronizada del crecimiento mundial y del ciclo al alza de las materias primas. En este contexto, son quizás los grandes emergentes asiáticos los que están aprovechando en mayor medida estos factores positivos, ya que se están moviendo con holgura en zonas de alto dinamismo (crecimientos interanuales cercanos al 6%). Otros, en cambio, no dejan de ver su crecimiento lastrado por la permanencia de focos de incertidumbre, mayoritariamente de origen político y geopolítico, como sucede en países como Rusia o México. Así, por lo que se refiere a la primera, en el 4T 2017 el PIB creció un 0,9% interanual, por debajo de lo previsto y del avance del 2,2% del trimestre anterior, con lo que el crecimiento para el conjunto del año 2017 quedó en el 1,5%. Este débil final de año, junto con la imposición de nuevas sanciones internacionales, reafirma la previsión de un año 2018 de crecimiento moderado (2,0% previsto). México, por su parte, según el primer avance, creció un 1,2% (frente al 1,5% del 4T 2017), cifras claramente inferiores al potencial de crecimiento que reflejan que la economía acusa la incertidumbre política (NAFTA y elecciones presidenciales).

Emergentes: entradas de capitales de cartera *

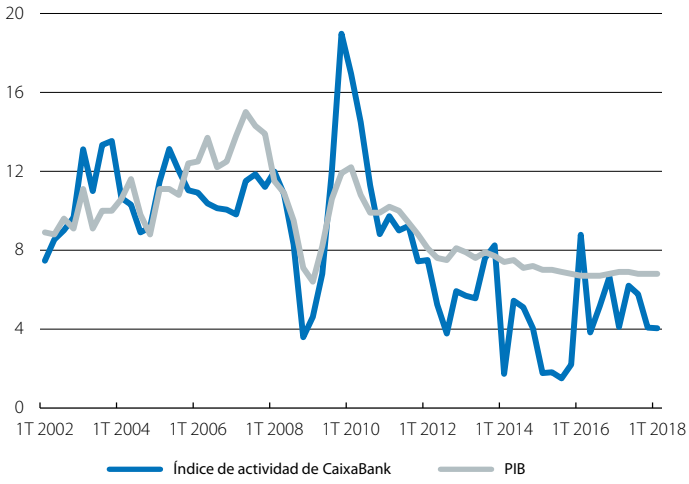
Acumulado de 12 meses (miles de millones de dólares estadounidenses)



Nota: ** Flujos de renta variable y deuda.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del IIF.*

China: PIB vs. índice de actividad económica

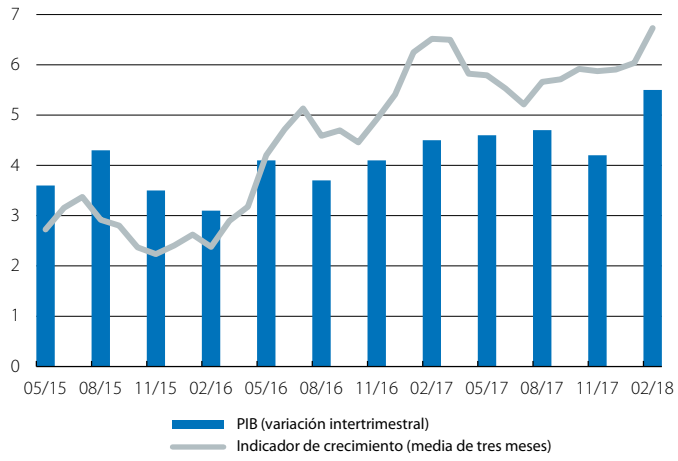
Variación interanual (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadística de China.*

Emergentes: PIB e indicador de crecimiento del IIF

Variación (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del IIF.*

FOCUS · EE. UU. y China: escalada del conflicto comercial

Tras la retirada de EE. UU. del tratado comercial transpacífico (el TPP, por sus siglas en inglés) en 2017, y de lleno en las duras renegociaciones del NAFTA, Trump inició el año 2018 con más cargas al comercio internacional, centradas, en esta ocasión, contra China. Sin duda, ello ha aumentado los temores a que se produzca una involución proteccionista a escala mundial.

Bajo el lema del «América primero», Trump ya ha notificado la subida arancelaria a la importación de paneles solares, lavadoras, aluminio y acero. Asimismo, ha anunciado otra posible subida arancelaria del 25% sobre más de 1.300 productos chinos por valor de cerca de 50.000 millones de dólares. La respuesta de China no se ha hecho esperar: de producirse la amenaza americana, se aplicará una subida arancelaria de similar tamaño.

Aunque, por el momento, las acciones entre ambos países afectan a un porcentaje muy pequeño de los flujos comerciales mundiales (menos del 1%), el clima de mayor incertidumbre podría acabar dañando el buen ritmo de crecimiento de la economía global.

Distintos factores se esgrimen como detonantes a los anuncios estadounidenses. Las prácticas de *dumping*[1] de China, en especial desde su entrada a la Organización Mundial del Comercio (OMC) en 2001, han sido un elemento de fricción constante con el gigante asiático. No en vano, China ha apoyado de manera poco ortodoxa sus exportaciones manteniendo un tipo de cambio infravalorado durante años y ofreciendo unos precios subsidiados de la electricidad, del agua y de otros servicios para las empresas manufactureras exportadoras, entre otras medidas. A modo ilustrativo, los subsidios de China a la industria de construcción naval redujeron los costes de producción del sector entre un 13% y un 20% entre 2006 y 2012. Ello ha permitido que, en muy pocos años, grandes empresas chinas del sector hayan pasado a situarse entre los 10 mayores productores a nivel global.

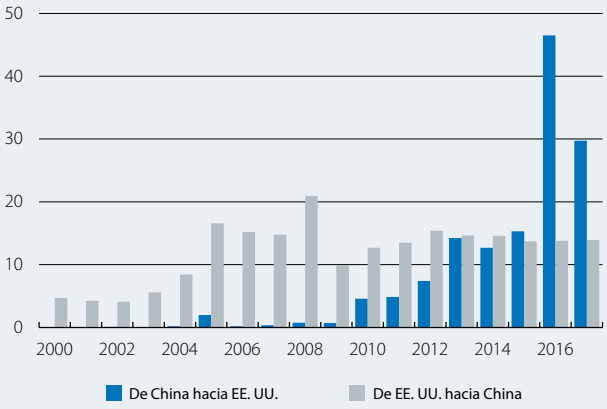
Las críticas de EE. UU. hacia las prácticas chinas van más allá de los habituales temas comerciales de *dumping*. En concreto, actualmente, las quejas se han centrado en tres aspectos. En primer lugar, en las presiones que reciben las empresas norteamericanas operando en suelo chino para transferir tecnología y propiedad intelectual a las empresas chinas con las que colaboran.

En segundo lugar, en la ayuda gubernamental que reciben las grandes empresas chinas para la adquisición de empresas estadounidenses, sobre todo, en sectores de tecnología avanzada. Este elemento, además, se contrapone con las trabas que imponen a las empresas americanas que quieren adquirir empresas chinas (falta de reciprocidad). Así, por ejemplo, en 2015, por primera vez, la inversión extranjera directa de China en EE. UU. sobrepasó a la de EE. UU. en suelo chino. Un cambio de tendencia en los flujos de inversión que, probablemente, irá a más, tal y como indican los datos más recientes para 2016 y 2017 (véase el gráfico adjunto).

1. Las prácticas de *dumping* consisten en la aplicación de un precio de venta de los productos exportados por debajo del precio de mercado.

Inversión extranjera directa

(Miles de millones de dólares)



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

El tercer ámbito en el que se han centrado las protestas actuales de EE. UU. contra China ha sido el robo de información sensible de las empresas estadounidenses mediante el acceso a su red informática.

Llegados a este punto, es necesario mencionar que, si bien numerosas de las disputas relacionadas con la propiedad intelectual y marca se pueden tratar dentro del marco jurisdiccional de la OMC, otras muchas quedan fuera de dicho marco. Por ejemplo, las relacionadas con la transmisión obligatoria de tecnología entre empresas. En este sentido, tal vez se le puede criticar a la OMC no haber hecho más para ampliar el consenso en las reglas del comercio y las relaciones internacionales. De hecho, el mayor peligro de la actual escalada de tensiones comerciales entre EE. UU. y China procede, precisamente, del posible debilitamiento de la OMC como pilar en el establecimiento de dichas reglas y como árbitro en las disputas entre países.

Más allá de la lógica económica, las acciones de Trump pueden interpretarse como una mera estrategia política, puesto que las acusaciones de *dumping*, robo tecnológico y poca reciprocidad en las inversiones no son algo nuevo en las relaciones económicas con China. Una estrategia, sin embargo, que no está claro que acabe favoreciendo al Partido Republicano en las elecciones *midterm* de noviembre. Las represalias de China, si se producen, afectarían a sectores que son muy relevantes en estados muy disputados entre el partido demócrata y el republicano (los llamados *swing states*). En ese caso, si el electorado indefinido y perjudicado por los aranceles chinos culpa a Trump de su deterioro económico, la balanza se podría decantar hacia candidatos demócratas. Pero si algo hemos aprendido estos últimos años es que, cuando el debate se polariza, la reacción de los votantes no siempre responde a la lógica económica. Si no, que se lo digan al *brexit*.

FOCUS · Crecimiento en los emergentes y condiciones financieras globales: una relación comprometida

Las economías emergentes están experimentando una etapa dulce en materia de crecimiento: desde la Gran Recesión de 2009, y hasta 2017, crecieron algo más de un 5% anual y en esas cotas se mantendrán en los próximos cinco años, si las previsiones que manejan los analistas se cumplen. Como ya se comentó en el Focus «Ciclo expansivo en los emergentes: algo nuevo, algo viejo y algo prestado»,[1] parece indudable que parte del estímulo al crecimiento proviene de la extraordinaria relajación de las condiciones financieras globales que se inició tras la Gran Recesión. Pero ahora que la política monetaria de los países avanzados transita, cada una a su ritmo, hacia una lenta, pero continuada, senda de normalización, la pregunta clave es hasta qué punto el futuro endurecimiento de las condiciones financieras globales puede afectar su crecimiento y convertir las previsiones anteriores en poco más que un brindis al sol.

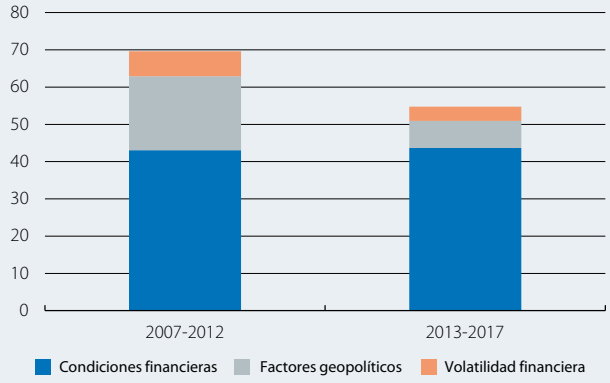
Históricamente, la relación entre el crecimiento de los emergentes y los índices de condiciones financieras globales ha sido muy estrecha.[2] Ciertamente, correlación no implica causalidad, pero si utilizamos técnicas econométricas más sofisticadas, la relación entre ambas variables sigue siendo muy elevada. Concretamente, analizamos la capacidad de explicar el crecimiento del PIB de los países emergentes en función de tres indicadores de referencia: las condiciones financieras,[3] los factores geopolíticos[4] y la volatilidad financiera (VIX). La varianza del crecimiento explicada por estos factores globales es muy elevada, del 70% durante el periodo comprendido entre 2007 y 2012, el más afectado por la Gran Recesión y por el inicio de la política monetaria no convencional, y del 55% entre 2013 y 2017. Del total de la varianza explicada, las condiciones financieras son el factor con un mayor peso durante los dos periodos y, además, este gana importancia a medida que nos alejamos de la crisis (véase el primer gráfico).

Para afinar un poco más la valoración del impacto que podría tener el endurecimiento de las condiciones financieras sobre el crecimiento de los emergentes, analizamos las funciones de impulso-respuesta de un modelo VAR (véase el segundo gráfico). El *shock* al que sometemos las economías emergentes corresponde a un endurecimiento del índice de condiciones financieras utilizado de 1,5 puntos. Esta magnitud parece razonable si analizamos la evolución histórica de las condiciones financieras en épocas de aumento de tipos de interés en EE. UU., y el escenario previsto para los próximos años.[5] Pues bien, un endurecimiento de las condiciones financieras de este calibre, si se produjera de forma repentina, tendría un impacto sobre el crecimiento de los emergentes de alrededor de 1 p. p. al cabo de dos trimestres. Una magnitud para nada desdeñable.

Naturalmente, esperamos que el endurecimiento de las condiciones financieras se produzca de forma mucho más gradual, lo que debería permitir que las economías emergentes sigan manteniendo un ritmo de crecimiento elevado. Pero si la Fed tiene que acelerar el ritmo de subidas de tipos, porque las presiones salariales y/o inflacionistas acaban aumentando más de lo esperado, por ejemplo, el impacto en los países emergentes podría no ser menor.

Factores globales que explican el crecimiento de los emergentes

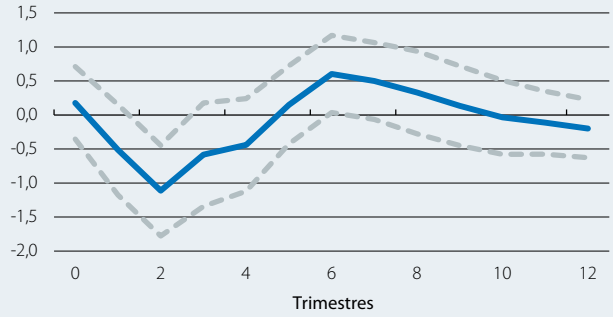
Contribución de cada factor a la varianza explicada (%)



Fuente: *CaixaBank Research.*

Respuesta del crecimiento de los emergentes a un shock financiero global

(p. p.)



Nota: *Se estima un vector autorregresivo de cuarto orden que incluye datos trimestrales del crecimiento de los emergentes, el índice de condiciones financieras globales y el VIX. Las líneas discontinuas representan un intervalo de confianza del 95%.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de FMI, Goldman Sachs y Thomson Reuters Datastream.*

1. Véase el IM02/2018.
2. La disponibilidad de índices de condiciones financieras globales es escasa. En este análisis de regresión, se utilizará el índice de condiciones financieras globales (ICF) de Goldman Sachs. Dicho índice sintetiza las condiciones financieras mediante la integración de la información que ofrecen diferentes activos financieros (tipo de interés, *spreads*, cotizaciones bursátiles y tipo de cambio) relativa a un conjunto de países, avanzados y emergentes.
3. Incluimos el ICF de Goldman Sachs, el ICF de la Reserva Federal de Chicago, el S&P 500, el índice MSCI de los mercados emergentes y el índice de las bolsas emergentes de Bloomberg.
4. Se utiliza el índice de riesgos de Iacoviello y Caldara, el índice de conflictos de CaixaBank Research y el índice de incertidumbre política global de Baker, Bloom y Davis.
5. Sirva también de referencia que, en abril de 2013, en el episodio conocido como *taper tantrum*, este índice aumentó 1 p. p. en tan solo dos meses.

PRINCIPALES INDICADORES

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

ESTADOS UNIDOS

	2016	2017	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18	03/18
Actividad									
PIB real	1,5	2,3	2,0	2,2	2,3	2,6	–	2,9	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	3,7	4,1	4,1	3,0	2,8	2,2	3,7	4,1	3,9
Confianza del consumidor *(valor)*	99,8	120,5	117,5	118,1	120,3	126,0	124,3	130,0	127,0
Producción industrial	–1,9	1,6	0,2	1,9	1,3	3,0	2,9	4,4	4,3
Índice actividad manufacturera (ISM) *(valor)*	51,4	57,4	56,6	55,8	58,7	58,7	59,1	60,8	59,3
Viviendas iniciadas *(miles)*	1.177	1.208	1.238	1.167	1.172	1.256	1.329	1.295	1.319
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano *(valor)*	189	200	197	198	200	204	207,4	209,3	...
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	4,9	4,4	4,7	4,3	4,3	4,1	4,1	4,1	4,1
Tasa de empleo *(% pobl. > 16 años)*	59,7	60,1	60,0	60,1	60,2	60,1	60,1	60,4	60,4
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	–2,7	–2,9	–2,7	–2,8	–2,9	–2,9	–3,0	–3,0	...
Precios									
Precios de consumo	1,3	2,1	2,5	1,9	2,0	2,1	2,1	2,2	2,4
Precios de consumo subyacente	2,2	1,8	2,2	1,8	1,7	1,8	1,8	1,8	2,1

Nota: *1. Saldo acumulado durante los últimos 12 meses.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis, Departamento de Trabajo, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM y Thomson Reuters Datastream.*

JAPÓN

	2016	2017	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18	03/18
Actividad									
PIB real	0,9	1,7	1,3	1,6	1,9	2,1	–	...	–
Confianza del consumidor *(valor)*	41,7	43,8	43,4	43,4	43,7	44,5	44,7	44,3	44,3
Producción industrial	–0,2	4,5	3,9	5,8	4,6	4,1	0,8	2,2	3,9
Índice actividad empresarial (Tankan) *(valor)*	7,0	19,0	12,0	17,0	22,0	25,0	–	24,0	–
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	3,1	2,8	2,9	2,9	2,8	2,7	2,4	2,5	2,5
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	0,7	0,5	0,7	0,6	0,6	0,5	0,8	0,5	0,5
Precios									
Precios de consumo	–0,1	0,5	0,3	0,4	0,6	0,6	1,3	1,5	1,1
Precios de consumo subyacente	0,6	0,1	0,1	0,0	0,2	0,3	0,4	0,5	0,4

Nota: *1. Saldo acumulado durante los últimos 12 meses.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Departamento de Comunicaciones, Banco de Japón y Thomson Reuters Datastream.*

CHINA

	2016	2017	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18	03/18
Actividad									
PIB real	6,7	6,9	6,9	6,9	6,8	6,8	–	6,8	–
Ventas al por menor	10,4	10,2	10,0	10,8	10,3	9,9	9,7	9,7	10,1
Producción industrial	6,1	6,6	6,8	6,9	6,3	6,2	7,2	7,2	6,0
PMI manufacturas (oficial) *(valor)*	50,3	51,6	51,6	51,4	51,8	51,7	51,3	50,3	51,5
Sector exterior									
Balanza comercial [1] *(valor)*	512	435	466	458	435	435	405	449	420
Exportaciones	–8,4	8,5	7,8	9,0	6,9	10,1	10,3	43,7	–3,2
Importaciones	–5,7	16,1	23,9	14,3	14,7	13,2	36,9	6,7	14,6
Precios									
Precios de consumo	2,0	1,6	1,4	1,4	1,6	1,8	1,5	2,9	2,1
Tipo de interés de referencia [2] *(valor)*	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
Renminbi por dólar *(valor)*	6,6	6,8	6,9	6,9	6,7	6,6	6,4	6,3	6,3

Notas: *1. Saldo acumulado durante los últimos 12 meses. Miles de millones de dólares. 2. Final del periodo.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadística china y Thomson Reuters Datastream.*

COYUNTURA · Buenas perspectivas a pesar de la ligera desaceleración del crecimiento

Un momento cíclico sólido para la economía de la eurozona. En los últimos trimestres, el escenario macroeconómico de la eurozona ha mejorado sustancialmente y presenta en estos momentos un crecimiento más firme y homogéneo, cuyos principales países crecen a ritmos superiores al 2% (a excepción de Italia). La demanda interna se mantiene dinámica, apoyada por la política monetaria acomodaticia del BCE y las mejoras en el mercado laboral, a la vez que las exportaciones se ven beneficiadas por el mayor crecimiento global. Persiste, pues, el recorrido cíclico en el crecimiento de la eurozona, sin que hayan surgido todavía restricciones de oferta sustanciales que dificulten el crecimiento (como dificultades para ampliar la producción o contratar a trabajadores). En vista a ello, el FMI ha revisado al alza las previsiones de crecimiento de la eurozona para 2018 hasta el 2,4%, 2 décimas por encima de las estimaciones de hace tres meses. Por países, la mejora ha sido generalizada, destacando las revisiones positivas de Alemania (+0,2 p. p., hasta el 2,5%), Francia (+0,2 p. p., hasta el 2,1%), España (+0,4 p. p., hasta el 2,8%) y Portugal (+0,4 p. p., hasta el 2,4%). Asimismo, los riesgos a corto plazo están equilibrados, aunque a medio plazo ha aparecido la alarma de una guerra comercial con EE. UU., que se añade a los riesgos geopolíticos existentes y al riesgo de un mayor endurecimiento de las condiciones financieras. En todo caso, prevemos que la tasa de crecimiento de la eurozona se modere solo progresivamente hasta niveles inferiores al 2% en 2020, lastrada por el bajo crecimiento de la productividad y el envejecimiento de la población.

Desaceleración temporal del crecimiento en el 1T. La mayoría de indicadores de actividad (como los índices PMI y ESI) disponibles para los tres primeros meses del año apuntan a un menor ritmo de crecimiento en el 1T 2018. A modo de ejemplo, la producción industrial avanzó a un ritmo menor en los meses de enero y febrero (3,5% interanual frente al 4,0% en el 4T 2017). En Francia, país por el que ya tenemos datos del PIB del 1T, el avance fue del 0,3% intertrimestral, inferior al 0,7% del 4T. En este sentido, factores temporales como las condiciones meteorológicas adversas y la incertidumbre acerca de una posible guerra comercial con EE. UU. y, en Alemania, la incertidumbre política en relación con la formación de Gobierno lastraron las expectativas de los agentes económicos. Sin embargo, varios de los indicadores económicos disponibles para el mes de abril apuntan a que la desaceleración de los primeros meses del año se ha frenado en el 2T. Concretamente, el índice PMI compuesto para el conjunto de la eurozona se mantuvo en los 55,2 puntos, el mismo dato que en marzo y en zona claramente expansiva (por encima de los 50 puntos). Además, el índice PMI compuesto registró niveles algo superiores a los del último mes, tanto en Alemania como en Francia (55,3 y 56,9 puntos, respectivamente). Asimismo, el índice de sentimiento

Previsiones de PIB del FMI

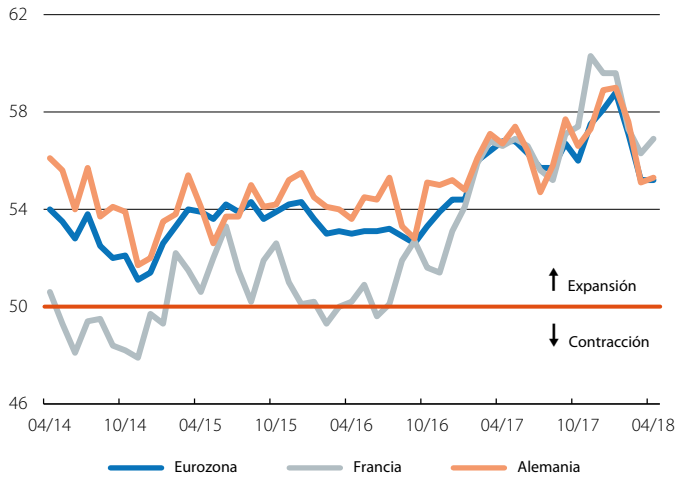
Variación anual (%)

	Previsión PIB			Variación respecto a la previsión de enero de 2018 *	
	2017	2018	2019	2018	2019
Eurozona	2,3	2,4	2,0	▲ 0,2	=
Alemania	2,5	2,5	2,0	▲ 0,2	=
Francia	1,8	2,1	2,0	▲ 0,2	▲ 0,1
Italia	1,5	1,5	1,1	▲ 0,1	=
España	3,1	2,8	2,2	▲ 0,4	▲ 0,1
Portugal	2,7	2,4	1,8	▲ 0,4	▲ 0,1
Reino Unido	1,8	1,6	1,5	▲ 0,1	=

Nota: ** La previsión anterior de Portugal corresponde al artículo IV (octubre de 2017).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del FMI (WEO, abril de 2018).*

Eurozona: indicador de actividad PMI compuesto

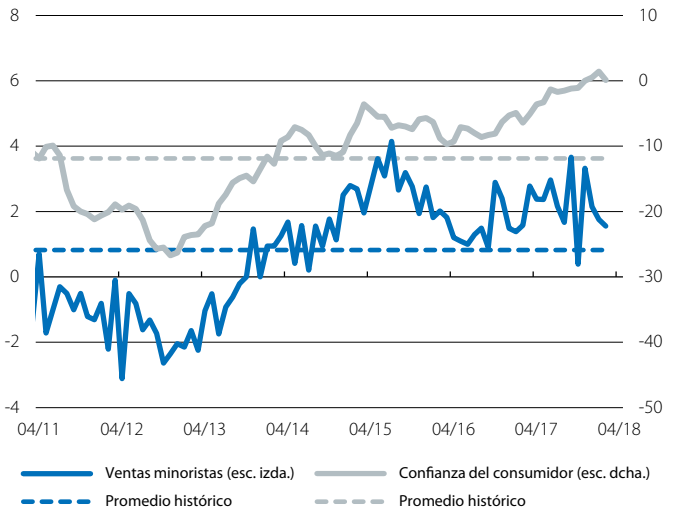
Nivel



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.*

Eurozona: indicadores de consumo

Variación interanual (%) *Nivel*



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y la Comisión Europea.*

económico (ESI) elaborado por la Comisión Europea se estabilizó en los 112,7 puntos en abril, el mismo nivel que en el mes anterior.

El consumo privado de la eurozona mantiene una evolución positiva. En particular, las ventas minoristas aumentaron un 1,8% interanual en febrero, un ritmo algo superior al de enero (1,5% interanual). Asimismo, la confianza del consumidor continúa en niveles elevados. Concretamente, el índice de confianza del consumidor elaborado por la Comisión Europea se situó en los 0,4 puntos en abril, un registro superior al de los dos meses anteriores (0,1) y al promedio de 2017 (–2,5). Este dato sugiere que, de cara al 2T 2018, el consumo privado se mantendrá como uno de los apoyos principales del crecimiento de la eurozona.

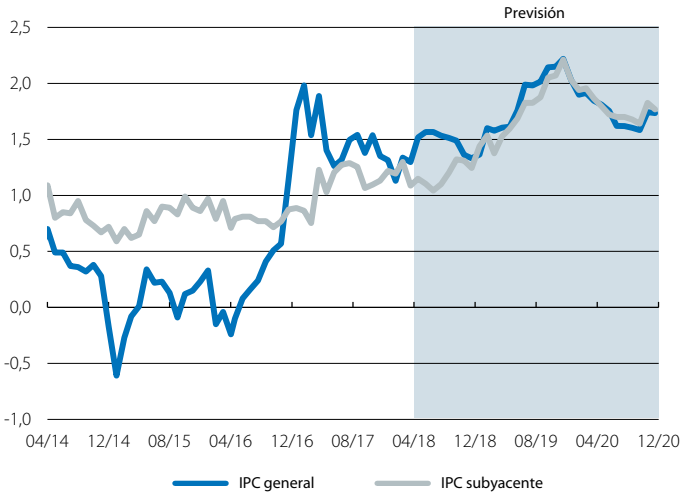
La inflación continúa su aumento gradual en marzo. En particular, el índice de precios al consumo armonizado (IPCA) de la eurozona aumentó hasta el 1,3% interanual en marzo, 2 décimas por encima del registro del mes anterior. El aumento se debió, principalmente, a la mayor contribución de los precios de los alimentos, tanto los elaborados como los no elaborados. Por otra parte, la inflación subyacente también se situó en el 1,3%, 1 décima por encima del registro de febrero. Desde CaixaBank Research, prevemos que la inflación mantenga una tendencia al alza en los próximos trimestres, apoyada por el buen momento de la actividad y el repunte de los precios del petróleo, y que se acerque gradualmente al objetivo de inflación cercano, aunque por debajo del 2%, en 2019.

El dinamismo en la actividad crediticia apoya el crecimiento. La encuesta de préstamos bancarios del BCE muestra que, en el 1T 2018, la demanda crediticia aumentó en todos los segmentos. A su vez, según la encuesta, mejoraron significativamente las condiciones de acceso al crédito y, en particular, para el crédito a empresas y de compra de viviendas. En este contexto, tanto empresas como hogares se están beneficiando de mayores facilidades de acceso al crédito, en parte debido a mayores presiones competitivas y a una disminución de la percepción del riesgo por parte de las entidades bancarias. Asimismo, los resultados de la encuesta sugieren que los factores de oferta no restringirán el crecimiento del crédito a corto plazo.

El ajuste fiscal de la eurozona prosiguió en 2017 apoyado por el fuerte dinamismo de la economía y el menor gasto en intereses. Concretamente, el déficit público de la eurozona se redujo hasta el 0,9% del PIB en 2017, 0,6 p. p. por debajo del nivel registrado en 2016 (1,5%) y cercano al nivel de 2007 (0,6%). Asimismo, las cuentas públicas de varios países de la eurozona ya son superavitarias, y los países que experimentaron unos mayores déficits durante la crisis los han reducido considerablemente. En este sentido, destaca Francia, que en 2017 ha alcanzado su menor déficit en la última década (2,6% del PIB) y que prevé reducirlo hasta el 2% en 2018 y 2019, una rectitud fiscal no vista desde hacía años, apoyada por el mayor crecimiento de la economía gala. Por su parte, la deuda pública en el conjunto de la eurozona se situó en el 86,7% del PIB en

Eurozona: IPC armonizado

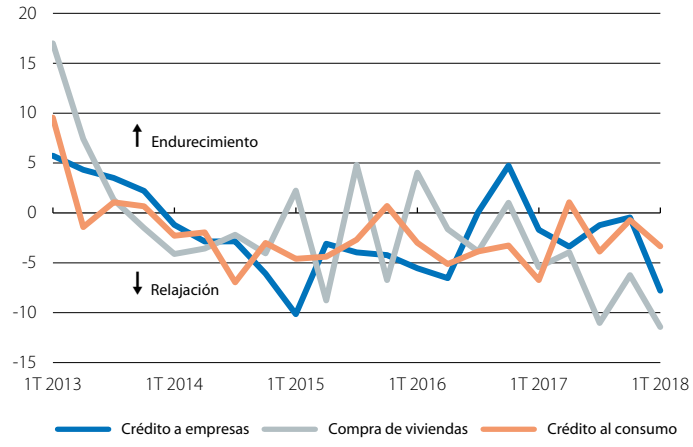
Variación interanual (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

Eurozona: encuesta sobre préstamos bancarios

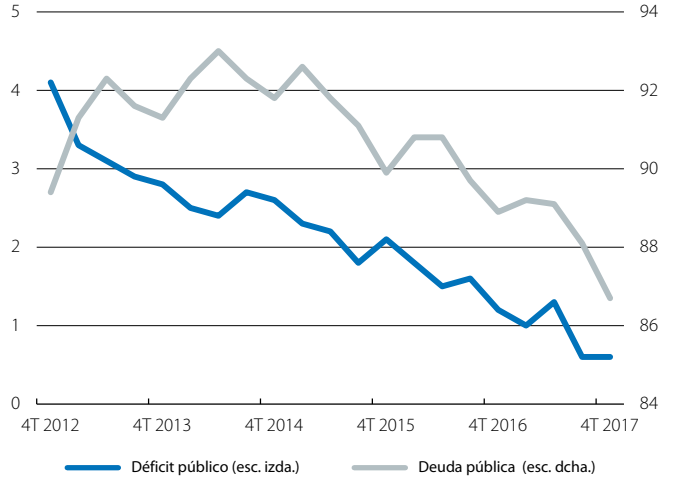
Entidades que endurecen (+) o relajan (–) los criterios de aprobación de los préstamos (% neto)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.*

Eurozona: déficit y deuda pública

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



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

2017, lo que supone una reducción de 2,3 p. p. con respecto al registro de 2016 (89,0% del PIB). Sin embargo, mientras que el déficit se ha reducido hasta niveles cercanos a los registrados antes de la crisis, el nivel de la deuda se mantiene 21,7 p. p. por encima del nivel de 2007. En este sentido, es importante que aquellos países con unos niveles de deuda pública más elevados consigan reducirla de manera más marcada para llevarla a niveles más sostenibles antes de la próxima crisis económica.

PORTUGAL

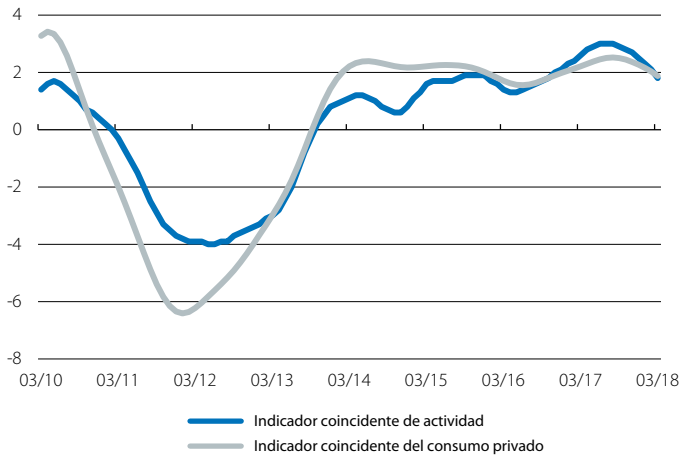
Moderación del ritmo de crecimiento en el 1T. A la espera de los datos del PIB del primer trimestre del año, los indicadores de actividad apuntan a una ligera desaceleración en el ritmo de avance. Concretamente, los indicadores coincidentes de actividad y de consumo privado para marzo avanzaron un 1,8% y un 1,9% interanual, respectivamente, un ritmo menor al de los meses precedentes. A pesar de esta moderación en el ritmo de avance, los indicadores se mantienen en niveles altos, lo que sugiere que el crecimiento debería mantenerse en cotas elevadas en 2018. Asimismo, la buena evolución de la economía lusa, que está contribuyendo a una notable reconducción de los desequilibrios macroeconómicos, se ha visto ratificada por una nueva revisión al alza del *rating* del país (en este caso, por parte de la agencia canadiense DBRS).

El mercado de trabajo continúa su mejora gradual. No hay mejor muestra de la vuelta de tuerca que ha experimentado la economía portuguesa en los últimos años que la progresión de su mercado laboral. Concretamente, el empleo ha aumentado en medio millón de personas desde 2013, alcanzando los 4,7 millones de empleados en 2017. Asimismo, el ritmo de creación de empleo se mantiene elevado y, en febrero, aumentó un 3,0% interanual. Por otra parte, la tasa de desempleo disminuyó hasta el 7,4% en marzo y se sitúa en el nivel más bajo desde 2004. De cara a los próximos trimestres, prevemos que la buena evolución del mercado laboral continúe y que la tasa de paro se sitúe por debajo del 7% en 2019.

El superávit por cuenta corriente se reduce ligeramente, reflejo del deterioro de la balanza de bienes y de rentas. Concretamente, en febrero, el déficit de la balanza comercial de bienes alcanzó los 12.500 millones de euros en el acumulado de 12 meses (+23,4% por encima del déficit registrado en el mismo periodo del año pasado). Este mayor déficit se debe, en buena parte, al fuerte aumento de las importaciones en equipos de transporte y bienes de capital, resultado del mayor dinamismo de la economía portuguesa. No obstante, el superávit de la balanza de servicios sigue aumentando. En particular, este aumentó hasta los 15.900 millones de euros en febrero, lo que supone una mejora del 17,5% respecto al año anterior. La mejora refleja el fortalecimiento del sector turístico luso, aunque no fue suficiente para contrarrestar el deterioro en las otras balanzas. Por otra parte, la balanza de rentas primarias y secundarias registró un déficit de 2.900 millones de euros, resultado de los menores beneficios recibidos por la inversión portuguesa en el exterior.

Portugal: indicadores coincidentes de actividad y de consumo privado

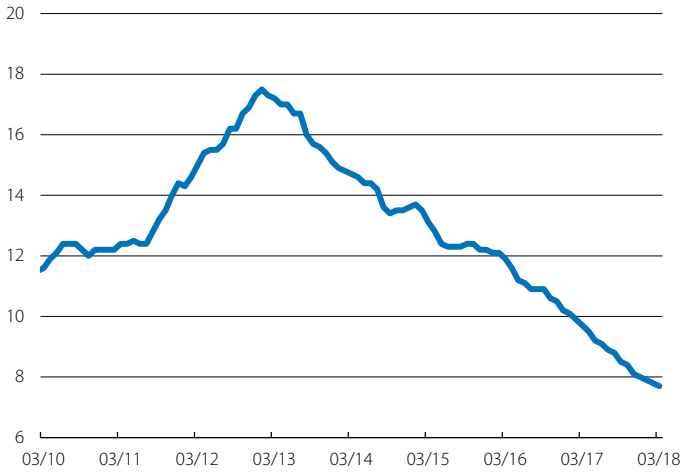
Variación interanual (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de Portugal.*

Portugal: tasa de paro

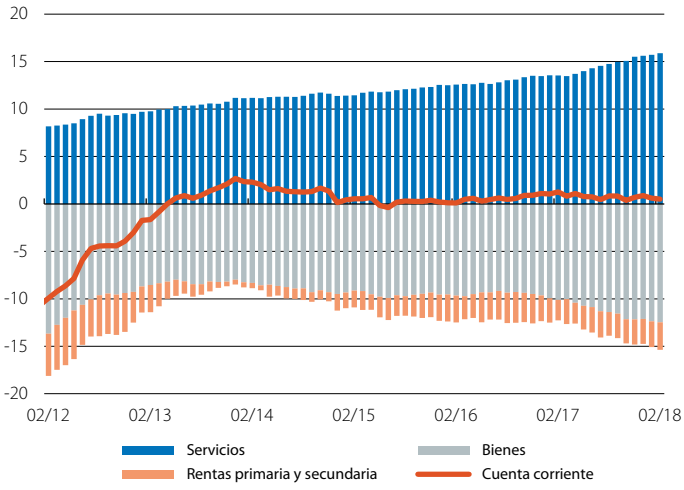
(% de la población activa)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

Portugal: cuenta corriente

Acumulado de 12 meses (miles de millones de euros)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de Portugal.*

FOCUS · El largo camino hacia un activo seguro europeo

La recuperación económica empieza a consolidarse en Europa y, tras varios años de intenso debate y algunas reformas importantes, como los avances en la unión bancaria, corremos el riesgo de pensar que la eurozona dispone de un entramado institucional suficientemente robusto como para afrontar con garantías los retos del futuro. Sin embargo, algunas de las debilidades que la crisis puso de manifiesto todavía no han sido corregidas. Uno de estos ámbitos es el llamado *doom loop* (círculo diabólico) o la relación negativa que se puede producir entre el sector público de un país y el sector bancario durante una recesión.

Concretamente, uno de los motivos que contribuyen al *doom loop* es que las carteras de bonos soberanos de los bancos de cada país presentan un sesgo a favor de la deuda pública de su país. De este modo, en un contexto de crisis, si se produce un aumento de la prima de riesgo de los bonos soberanos, ello repercute sobre la prima de riesgo de los bancos, lo que limita su capacidad crediticia y, en última instancia, acaba afectando negativamente a la economía del país. Se puede generar, en definitiva, un círculo perverso entre el sector público y el sector bancario de un país.[1]

Para romper este vínculo, la Comisión Europea está analizando cómo promover que los bancos mantengan una cartera de bonos de deuda pública más diversificada. Naturalmente, lo más sensato sería reducir las barreras que todavía dificultan la creación de bancos paneuropeos[2] y avanzar hacia una unión fiscal en toda regla, que contemplase, entre otras cosas, la emisión de deuda pública europea respaldada por un presupuesto europeo.

Sin embargo, los avances en estos dos frentes parecen muy difíciles, como mínimo a corto plazo, por lo que la Comisión está estudiando cómo obtener un activo seguro europeo sin que sea necesario establecer una unión fiscal para respaldar la emisión de dicho activo.[3] Concretamente, la propuesta que se está estudiando contempla que un ente (público o privado) compre, utilizando un esquema de ponderación transparente y predecible, una cartera diversificada de bonos soberanos de la eurozona en el mercado secundario y que emita títulos respaldados por estos mismos bonos (SBBS, por las siglas en inglés de *sovereign bond-backed securities*). Concretamente, este ente emitiría dos tipos de títulos: unos sénior y otros subordinados. Aunque la cartera que subyace a ambos títulos sería la misma, el tramo subordinado sería el primero en absorber las eventuales pérdidas que se produjesen y, acorde con este mayor riesgo, ofrecería un mayor retorno. Así, en la práctica, si los títulos subordinados representaran un total del 30% de la cartera, por ejemplo, el tramo sénior solo sufriría pérdidas en caso de que los impagos de la cartera superaran el 30% de su valor.

El tramo sénior de los SBBS, por tanto, estaría formado por activos extremadamente seguros gracias a los principios de diversificación y subordinación. Por un lado, al estar respaldado por una cartera de bonos soberanos diversificados, la exposición del tenedor del activo al riesgo de impago de cualquier bono soberano en particular sería muy limitada. Además, el tramo subordinado protegería al tramo sénior frente a potenciales pérdidas de la cartera.[4]

Este activo podría contribuir a disminuir el nexo entre riesgo bancario y soberano porque facilitaría que los bancos diversificaran su cartera de bonos soberanos. Sin embargo, para que los bancos estuvieran dispuestos a comprar dicho activo, sería necesario equiparar el trato que el regulador otorga a los SBBS al que otorga a los bonos soberanos.[5]

Además, los SBBS presentan otras características deseables. En primer lugar, naturalmente, permitirían un aumento de la oferta de activos libres de riesgo.[6] Asimismo, un activo seguro a nivel europeo podría atraer una mayor demanda a nivel global, lo que, en última instancia, disminuiría los costes de financiación de los países miembros de la eurozona. Finalmente, otro aspecto positivo de los SBBS es que su implementación no distorsionaría el mecanismo de disciplina fiscal impuesta por los mercados sobre los gobiernos, dado que el ente emisor de los títulos solo compraría una fracción de los bonos en circulación de un país (al precio de mercado) y los gobiernos seguirían siendo los responsables últimos de financiarse en el mercado.

Sin embargo, la propuesta también presenta algunos problemas. Uno de los más destacables es que no está claro que los SBBS funcionaran de la manera esperada durante un periodo de crisis, justo cuando serían más necesarios. Concretamente, en episodios de elevada incertidumbre, es probable que la demanda por el tramo subordinado se redujese de forma notable, lo que limitaría los títulos seguros que se pueden emitir. De hecho, las voces más críticas temen que en este contexto aumentaría mucho la presión política para que los estados garantizaran en cierta medida la emisión de los activos subordinados, para poder seguir emitiendo títulos sénior. Se colaría por la puerta trasera una mutualización del riesgo fiscal sin ninguno de los beneficios asociados con los mecanismos de rescate soberano tradicionales,[7] como el hecho de poder condicionar los préstamos de ayuda a la implementación de reformas estructurales y a medidas de ajuste fiscal.

1. El *doom loop* también puede operar de los bancos débiles hacia el soberano por la expectativa de recapitalización con fondos públicos, una cuestión que se intenta solventar con el nuevo marco de resolución de entidades bancarias.
2. Los bancos paneuropeos mantendrían una cartera de bonos diversificada, además de las ganancias de eficiencia que se producirían al operar en un mercado de mayor tamaño y más integrado.
3. Véase ESRB (2018), «Sovereign bond-backed securities: a feasibility study».
4. Según el ESRB (2018), si el tramo subordinado representara un 30% de la cartera y la pérdida esperada por impago fuera del 100%, haría falta, por ejemplo, el impago de los bonos griegos, portugueses e italianos para que el tramo sénior empezara a sufrir pérdidas.
5. Cabe recordar que, en el actual marco regulatorio, los bonos soberanos no acarrean ningún coste en términos de capital, mientras que los SBBS, al ser un producto financiero complejo, sí.
6. Suponiendo que el tramo subordinado representara alrededor del 30% de la cartera, el tramo sénior representaría un volumen de activos superior al del conjunto de aquellos bonos de la cartera que, de manera independiente, reciben la mejor calificación crediticia.
7. Como el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE).

FOCUS · *Made in Portugal*: el nuevo impulso exportador portugués

En los últimos años, el sector exterior portugués ha ido ganando protagonismo. Concretamente, entre 2005 y 2017, las exportaciones han aumentado su peso sobre el PIB en 16 p. p. en términos nominales, hasta situarse por encima del 40% del PIB. Asimismo, las exportaciones han jugado un papel clave en la recuperación de la economía lusa. Desde 2010, han sido el componente de demanda más dinámico, con un ritmo de avance del 6,2% anual en promedio. Por ello, resulta importante analizar hasta qué punto las exportaciones pueden seguir siendo un motor de crecimiento en los próximos años. En este sentido, el análisis de las destinaciones en las que se ha apoyado esta mayor apertura comercial nos ofrece una primera respuesta.

Los datos de comercio de bienes por país de origen y destino[1] muestran, en primer lugar, que el buen desempeño del sector exportador portugués entre 2005 y 2017 ha sido generalizado y, en segundo, que se han diversificado los destinos donde se exporta. En particular, las exportaciones portuguesas de bienes a países de la UE –su principal mercado– han aumentado desde 2005 un 46% en términos nominales y, además, ello ha ido acompañado de una mayor diversificación de los destinos europeos a los que se exporta. Así, Portugal ha reducido la fracción de las exportaciones a sus principales mercados (España, Alemania, Francia y el Reino Unido)[2] y ha aprovechado la ampliación de la UE hacia el este para exportar cada vez más a países con elevado potencial de crecimiento, como Polonia y Rumanía.

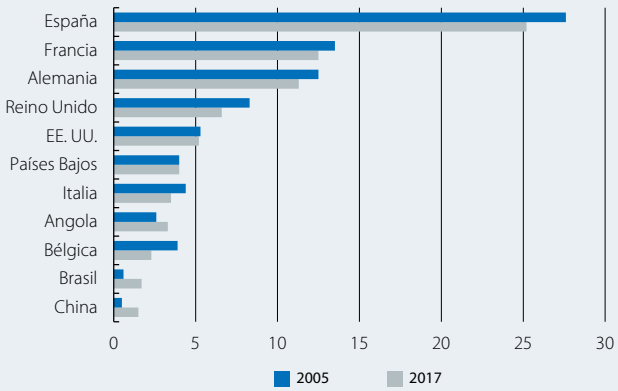
Asimismo, la dependencia de las exportaciones portuguesas al conjunto de países europeos ha disminuido de forma notable,[3] mientras que los mercados de fuera de la UE han ganado una importancia considerable al pasar de representar el 19,7% del total de las exportaciones en 2005 al 26,8% en 2017. De hecho, las exportaciones a países extracomunitarios se han doblado desde 2005 y explican buena parte (cerca del 40%) del crecimiento de las exportaciones. Entre estos mercados, destaca EE. UU., que se mantiene como el socio comercial no europeo más importante, y donde las exportaciones han aumentado un 57% desde 2005. También destacan Angola y Brasil, donde las exportaciones portuguesas se han duplicado y quintuplicado en los últimos 12 años, respectivamente. En ambos casos, el hecho de que los lazos entre Portugal y estas excolonias sean muy estrechos facilita la consolidación de empresas portuguesas en estos mercados. Otra nota positiva es China que, en el marco de una mayor cooperación bilateral con Portugal en distintas áreas (como inversión y cultura), se ha convertido en uno de sus socios comerciales más importantes y donde las empresas portuguesas han cuadruplicado sus ingresos por exportaciones de bienes.

1. Datos del FMI. Las exportaciones de bienes representan el 65% del total de exportaciones.
2. Estos países concentran el 56% de las exportaciones de bienes, 6,1 p. p. menos que en 2005.
3. Del 80,3% del total de las exportaciones portuguesas de bienes en 2005 al 73% en 2017.

Parte del aumento del volumen de comercio de Portugal de estos últimos años se explica por una mayor participación en las cadenas de producción globales. Esta mayor integración en la economía global implica que parte de los productos portugueses que se venden al exterior son un *input* de productos que se acaban consumiendo en terceros países. En vista de ello, podemos fijarnos en la evolución de la demanda final extranjera de Portugal.[4] En este sentido, los datos más recientes de la OCDE, correspondientes a 2011, muestran que la diversificación geográfica de las exportaciones portuguesas desde 2005 es incluso mayor. En particular, la demanda final de países extracomunitarios ha pasado de representar el 32% del total al 41%, en parte gracias al buen desempeño portugués en los países del bloque del ASEAN,[5] China e India.

Portugal: peso de las exportaciones de bienes según destino

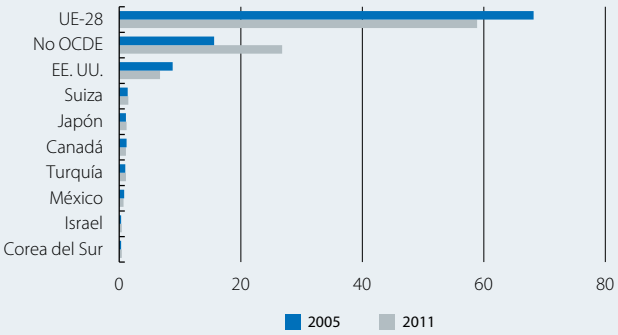
(% del total de exportaciones de bienes)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del FMI DOTS.*

*Portugal: valor añadido doméstico incorporado en la demanda final extranjera **

(% del total)



Nota: ** Captura el valor añadido que Portugal exporta directamente, a través de exportaciones de productos finales, e indirectamente, a través de exportaciones de productos intermedios que llegan al consumidor final a través de otros países.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE.*

4. Medida en términos de valor añadido doméstico.
5. Indonesia, Tailandia, Brunei, Camboya, Laos, Malasia, Myanmar, Filipinas, Singapur y Vietnam.

PRINCIPALES INDICADORES

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18	03/18	04/18
Ventas al por menor *(variación interanual)*	1,6	2,3	2,6	2,5	2,0	1,5	1,8	...	...
Producción industrial *(variación interanual)*	1,7	3,0	2,5	4,0	4,2	3,7	2,9	...	...
Confianza del consumidor	–7,8	–2,5	–2,7	–1,5	–0,2	1,4	0,1	0,1	0,4
Sentimiento económico	104,1	110,7	109,5	111,8	114,4	115,1	114,4	112,7	112,7
PMI manufacturas	52,5	57,4	57,0	57,4	59,7	59,6	58,6	56,6	56,0
PMI servicios	53,1	55,6	56,0	55,3	55,9	58,0	56,2	54,9	55,0
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) *(variación interanual)*	1,3	1,6	1,6	1,7	1,6	–	...	–	–
Tasa de paro: eurozona *(% pobl. activa)*	10,0	9,1	9,1	9,0	8,7	8,6	8,5	...	...
Alemania *(% pobl. activa)*	4,2	3,8	3,8	3,7	3,6	3,5	3,5	...	...
Francia *(% pobl. activa)*	10,1	9,4	9,5	9,5	9,1	9,0	8,9	...	...
Italia *(% pobl. activa)*	11,7	11,3	11,2	11,2	11,0	11,1	10,9	...	...
España *(% pobl. activa)*	19,6	17,2	17,3	16,8	16,6	16,2	16,1	...	...

Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, el Banco Central Europeo, la Comisión Europea y Markit.*

Sector exterior

Saldo acumulado durante los últimos 12 meses en % del PIB de los últimos 4 trimestres, salvo indicación expresa

	2016	2017	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18	03/18
Saldo corriente: eurozona	**3,8**	**3,7**	**3,7**	**3,4**	**3,7**	**3,7**	**3,9**	3,9	...
Alemania	8,6	8,0	8,5	8,0	8,0	8,0	8,3	8,2	...
Francia	–0,9	–0,8	–1,1	–1,2	–0,7	–0,8	–0,6	–0,6	...
Italia	2,6	2,8	2,7	2,6	2,7	2,8	2,7	2,7	...
España	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8	1,9	1,9	1,9	...
Tipo de cambio efectivo nominal [1] *(valor)*	**94,3**	**96,5**	**93,7**	**95,2**	**98,5**	**98,6**	**99,4**	**99,6**	**99,7**

Nota: *1. Ponderado por el flujo de comercio exterior. Valores mayores significan apreciación de la moneda.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, la Comisión Europea y organismos nacionales de estadística.*

Financiación y depósitos de los sectores no financieros

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2016	2017	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18	03/18
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras [1]	**1,8**	**2,5**	**2,2**	**2,3**	**2,4**	**3,0**	**3,4**	**3,2**	**3,3**
Crédito a hogares [1, 2]	1,7	2,6	2,3	2,6	2,7	2,8	2,9	2,9	3,0
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras [3] *(%)*	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda [4] *(%)*	1,8	1,7	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7	1,6	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	10,0	10,1	9,5	10,3	10,6	10,1	9,8	9,4	8,4
Otros depósitos a corto plazo	–1,9	–2,7	–2,3	–2,9	–3,0	–2,4	–1,9	–2,3	–2,0
Instrumentos negociables	2,7	0,9	5,7	0,6	–0,6	–2,2	–6,3	–6,0	–7,8
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares *(%)*	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4	...

Notas: *1. Datos ajustados de ventas y titulizaciones. 2. Incluyen las ISFLSH. 3. Créditos de más de un millón de euros a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial. 4. Préstamos a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco Central Europeo.*

COYUNTURA · El buen inicio de 2018 tiene visos de continuidad

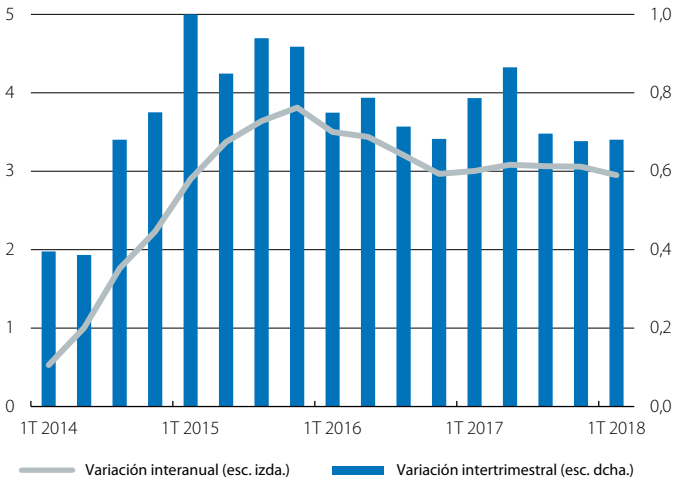
La marcha de la economía española sigue por la senda de la robustez. Según el avance del INE, el crecimiento del PIB del 1T 2018 se mantuvo en un sólido 0,7% intertrimestral (2,9% interanual). La economía española suma ya tres años creciendo en torno al 3,0%, amparada en sus fortalezas internas, en la recuperación de la competitividad y en un cuadro macro más saneado, y en unos vientos de cola externos que, si bien van perdiendo intensidad, lo hacen de una forma más gradual de lo que se anticipaba. Así, mientras el crecimiento de la eurozona sigue a una buena velocidad de crucero y beneficia al sector exterior español, los efectos negativos del encarecimiento del petróleo se ven mitigados por la apreciación del euro. Asimismo, las condiciones financieras siguen siendo altamente acomodaticias y el BCE adopta una actitud de extrema cautela en la retirada de los estímulos monetarios. A ello se suma la mejora de la calificación crediticia de la deuda soberana española, lo cual apoya la reducción de la prima de riesgo respecto al *bund* alemán, que en abril se situó por debajo de los 70 p. b., el mínimo desde 2009. Así, el pasado día 13 de abril, la agencia Moody's mejoró la nota de España (de Baa2 a Baa1), sumándose a los movimientos que Fitch y S&P ya habían hecho en marzo. Todos estos factores contribuyeron a que el FMI revisase al alza sus previsiones de crecimiento para la economía española, del 2,4% al 2,8% en 2018 y del 2,0% al 2,2% en 2019, más en consonancia con las previsiones de CaixaBank Research, que se mantienen invariadas en el 2,8% y el 2,4%, respectivamente.

La inversión mantiene el tono y el consumo privado se muestra muy dinámico. Por el lado de la oferta, la confianza empresarial es elevada, con unos indicadores de actividad del 1T 2018 que mantienen el repunte de fin de año, donde hubo un fuerte gasto en inversión productiva. En marzo, los índices PMI, manufacturas y servicios, cedieron ambos algo más de un punto, pero no cambia el panorama, ya que se mantienen en niveles similares a los de años anteriores y coincidentes con fases expansivas de la actividad económica. En el lado de la demanda, el indicador sintético del consumo privado muestra una clara tendencia al alza. Asimismo, la robustez de las ventas minoristas, que avanzaron un 1,9% interanual en marzo, por encima del promedio de 2017, y la mejora de la confianza de los consumidores en abril, se añaden a los factores que refuerzan nuestra convicción de que el consumo privado, que tiene un peso del 57% en el PIB, está teniendo una evolución vigorosa en esta primera mitad del año.

Pese a la ligera desaceleración, el mercado laboral sigue una tendencia de fondo favorable. La EPA del 1T 2018 evidencia que se sigue creando empleo a buen ritmo, un 0,5% intertrimestral en términos desestacionalizados, un registro similar al del 4T 2017, pero algo inferior al promedio de los tres primeros trimestres de 2017 (0,7%). Los datos de afiliación a la Seguridad Social de marzo también apuntan a una ligera desaceleración,

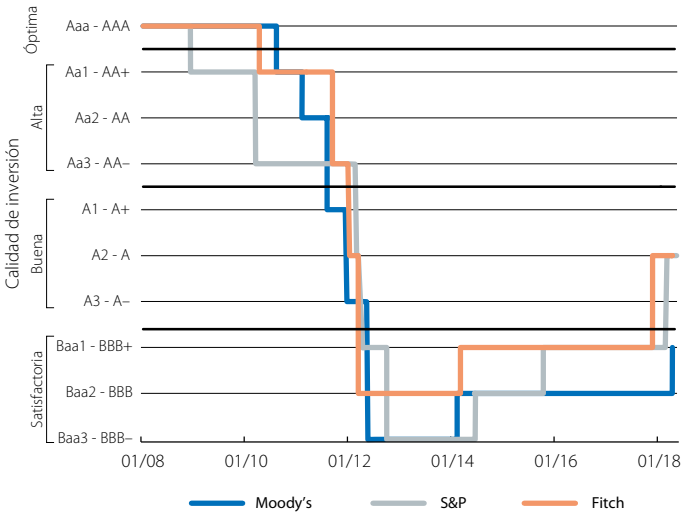
España: PIB

Variación interanual (%) *Variación intertrimestral (%)*



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

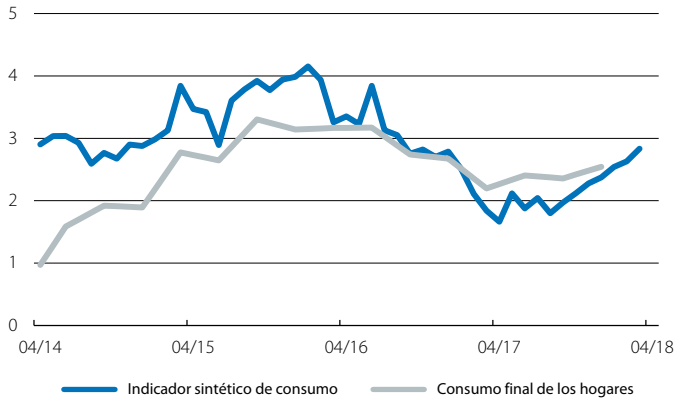
España: rating *soberano*



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

España: indicador sintético de consumo

Variación interanual (%)



Nota: *El indicador sintético de construcción está compuesto por los siguientes indicadores: ventas en grandes empresas de consumo, matriculaciones de automóviles turismo, disponibilidades interiores de manufacturas de consumo, índice de comercio al por menor deflactado, remuneración de asalariados deflactada e indicador de confianza de los consumidores.*
Fuente: *CaixaBank Research, partir de datos del Ministerio de Economía y Competitividad.*

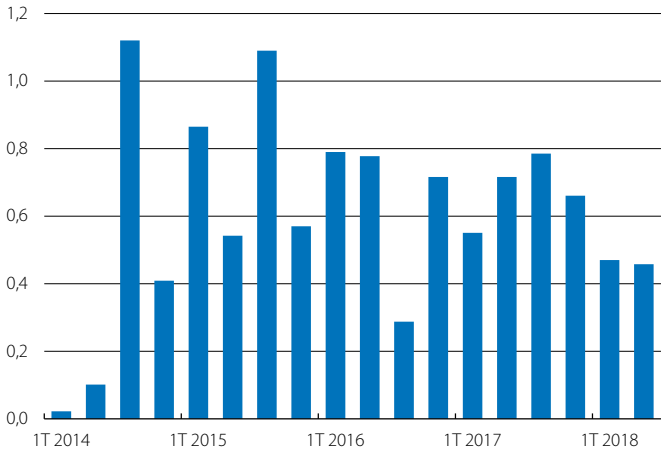
con un aumento del 3,3% interanual, ligeramente por debajo del 3,6% correspondiente al promedio de 2017. Esta continuidad en la creación de nuevos puestos de trabajo permitirá seguir reduciendo la tasa de paro que, a pesar de haber descendido 2 p. p. en el último año, todavía se sitúa en un elevado 16,7%. Por su parte, el incremento de salarios pactados en convenios colectivos en marzo fue del 1,5%, ligeramente por encima del 1,3% correspondiente al mismo periodo de 2017.

La robustez de la actividad se da en un entorno de presiones inflacionistas muy moderadas. La inflación general de abril fue del 1,1%, pese al encarecimiento del precio del petróleo, que sobrepasó el nivel de los 70 dólares por barril, un 35,1% por encima del nivel del mismo periodo de 2017. Los efectos inflacionistas de un petróleo más caro nos llevan a revisar al alza la previsión de inflación promedio en 2018, del 1,5% al 1,6%. La cuantía de esta revisión es moderada, en comparación con la magnitud del incremento del crudo, debido a tres efectos compensadores. El primero de estos efectos es el tipo de cambio, ya que un euro más fuerte frente al dólar hace que, en términos de euros, la apreciación del petróleo se quede en un 14,6%. En segundo lugar, esta moderación de la inflación también se explica por los últimos descensos en el precio de la electricidad, que en marzo se situaba un 1,4% por debajo del nivel del mismo periodo del año anterior. La tercera compensación está en el componente subyacente del IPC (el IPC general sin energía ni alimentos no elaborados, que pesa un 81,2% del índice), que se ha mostrado muy moderado en los últimos meses. Así, aunque el efecto calendario de la Semana Santa, que cayó en marzo mientras que en 2017 fue en abril, trajo los lógicos incrementos en el precio de los paquetes turísticos y de los servicios de transporte privado por carretera, su repercusión fue menor, puesto que la inflación subyacente tuvo una subida mínima, del 1,1% de febrero al 1,2% en marzo, lo que indica que las tensiones inflacionistas, incluidas las que pudieran derivarse de las subidas de salarios, parecen controladas, de momento.

La balanza por cuenta corriente acabará 2018 en positivo pese a un petróleo más caro. El reciente aumento del precio del petróleo también hizo que la previsión de CaixaBank Research de superávit corriente en 2018 se rebajase 1 décima más y quedase en el 1,7% del PIB, 0,2 p. p. por debajo del registro de 2017. La revisión es contenida, ya que la mayor factura energética se compensa por la fortaleza de las exportaciones de bienes y de servicios, así como por la buena evolución prevista de la balanza de rentas, que sigue beneficiándose de los bajos tipos de interés de la deuda española (para más detalles al respecto, véase el Focus «La cuenta corriente española sigue una trayectoria favorable» en este mismo *Informe Mensual*). Los datos de aduanas de febrero refuerzan la tesis de que se mantendrá el superávit corriente porque las exportaciones de bienes crecieron un 7,1% interanual (en el acumulado de 12 meses) y las exportaciones no energéticas, más acordes con las tendencias de fondo, avanzaron un 6,1%, una cifra algo por debajo de los máximos del 4T 2017, pero superior al promedio del 4,3% del periodo comprendido entre enero de 2013 y febrero de 2018. Esta bonanza

España: empleo

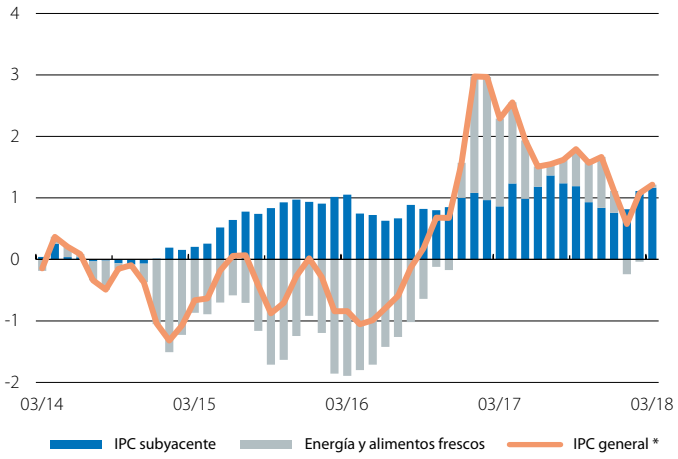
Variación intertrimestral (%)



Nota: *Datos desestacionalizados.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE (EPA).*

España: IPC

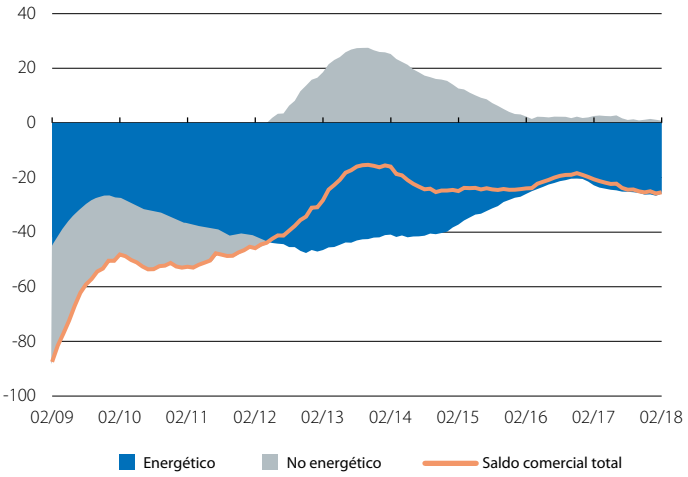
Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



Nota: ** Variación interanual.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

España: saldo comercial

Acumulado de 12 meses (miles de millones de euros)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Dept. de Aduanas.*

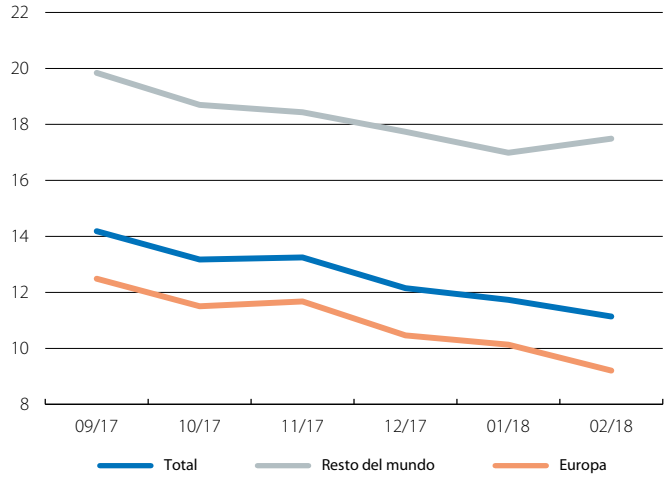
exportadora compensa el auge de las importaciones, fruto del encarecimiento de la factura energética y también de una mayor demanda interna del resto de bienes (las importaciones de bienes no energéticos crecieron un 6,8% interanual en el acumulado de 12 meses, una cifra que también supera el promedio de 5,3% de los últimos años, pero que evidencia cierta desaceleración). En lo referente a la balanza de servicios, las exportaciones de servicios no turísticos crecen por encima de las importaciones, mientras que el sector turístico mantiene los valores de su mejor año. El reto del sector turístico para 2018 será mantener o superar los registros de 2017, que fue un año excepcionalmente bueno. Así, en febrero, llegaron 4,2 millones de turistas internacionales, un 2,6% más que en 2017, que efectuaron un gasto un 4,7% superior al de febrero de 2017. Este mayor gasto se explica por la mayor afluencia de turistas de fuera de Europa, cuyo gasto por persona y día es superior al del turismo europeo.

El vigor de la economía ayuda a la corrección de los desequilibrios fiscales. En 2017, el déficit público fue del 3,1% del PIB, 1,2 p. p. menos que en 2016. Este buen dato hace factible cumplir el objetivo de déficit en 2018, del 2,2% del PIB (para más detalles, véase el Focus «El ajuste de las cuentas públicas, a merced de la mejora económica» en este mismo *Informe Mensual*). Los datos de ejecución presupuestaria muestran que, en los dos primeros meses de 2018, el déficit del conjunto de las Administraciones públicas se ajustó 1 décima respecto al mismo periodo de 2017, de las 9 necesarias para alcanzar el objetivo a final de año. Asimismo, el déficit del Estado, del que ya se han publicado datos hasta marzo, se redujo 1 décima hasta el 0,4% del PIB. Este mayor equilibrio de las finanzas públicas coincide con la paulatina mejora de la situación financiera de los hogares y de las sociedades no financieras, que siguen reduciendo su deuda, que acumula una reducción respecto a sus máximos de 23,8 y 36,9 p. p. de PIB, respectivamente, de modo que en el 4T 2017 se situó en el 61,3% y el 96,8%. Unas finanzas públicas y privadas más saneadas son un soporte para apuntalar la capacidad de crecimiento de la economía a medio plazo.

El mercado inmobiliario sigue en la senda alcista, con unas compraventas de vivienda que crecieron en enero un 17,4% interanual (acumulado de 12 meses) y sobrepasaron las 480.000, un nivel que no se alcanzaba desde el 1T 2009. En coincidencia con esta mayor actividad, el índice de precios de la vivienda que publica el INE, basado en transacciones, subió un 7,2% interanual y perfila una tendencia de aceleración. Los mayores incrementos se dieron en la Comunidad de Madrid, Cataluña y Baleares, con tasas interanuales del 12,3%, 10,0% y 9,1%, respectivamente. Por el lado de la oferta, es de esperar que la construcción prosiga con su recuperación y contribuya positivamente al crecimiento económico más allá de 2018. Una muestra de ello son los visados de obra nueva, que aunque en enero se incrementaron en un 24,4% interanual (acumulado de 12 meses), todavía tienen camino por recorrer, ya que los niveles actuales se sitúan en el 30,2% del nivel correspondiente al periodo comprendido entre los años 1993 y 1997, ambos inclusive, previo a la burbuja inmobiliaria.

España: gasto de los turistas internacionales

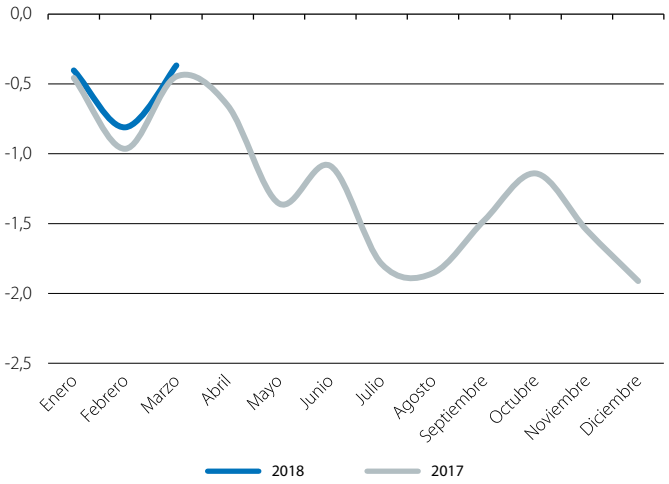
Variación interanual de los datos acumulados de 12 meses (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

España: saldo del Estado

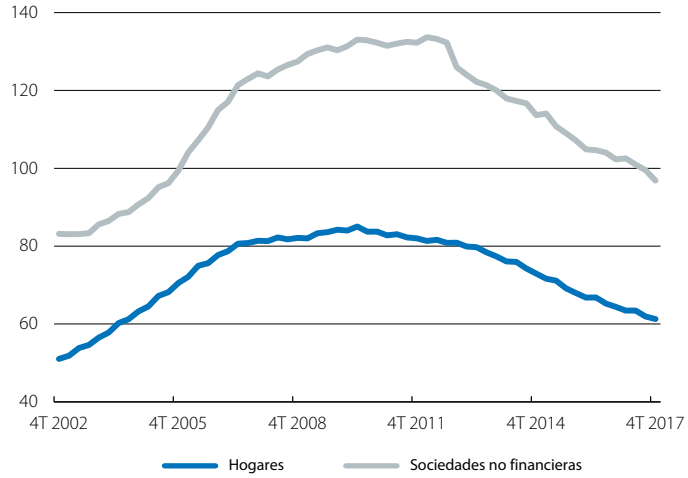
(% del PIB)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del IGAE.*

España: deuda del sector privado

(% del PIB)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.*

FOCUS · El ajuste de las cuentas públicas, a merced de la mejora económica

Las cuentas públicas en España mejoran año tras año. El déficit público se situó en 2017 en el 3,1% del PIB, lo que supone una reducción de 1,2 p. p. respecto al déficit registrado en 2016 y permite cumplir el objetivo de estabilidad pactado con la Comisión Europea. Esta notable disminución ha sido posible, sobre todo, gracias al ajuste en los gastos, que se redujeron en 1 p. p. del PIB. En particular, las rúbricas que lideraron el ajuste (en porcentaje del PIB) fueron las del gasto en intereses de la deuda, la remuneración de los asalariados y las prestaciones sociales. Por otro lado, la mejora de los ingresos, particularmente de los ingresos tributarios y las cotizaciones sociales, que aumentaron un 6,4% y un 4,9%, respectivamente, contribuyó en 0,2 p. p. del PIB al ajuste.

Si bien la reducción del déficit público es en sí misma positiva, el cómo se está logrando es también muy relevante. A juzgar por las partidas en las que se concentró el grueso del ajuste, la buena evolución de la economía fue la principal responsable de la mejora o, lo que es lo mismo, gran parte del ajuste fue cíclico y no estructural.

Sin embargo, medir el ajuste estructural del déficit público de un país no resulta trivial, dado que no es una variable que se pueda observar directamente.

¿Cómo se evalúa, entonces, qué parte del ajuste del déficit público es estructural?

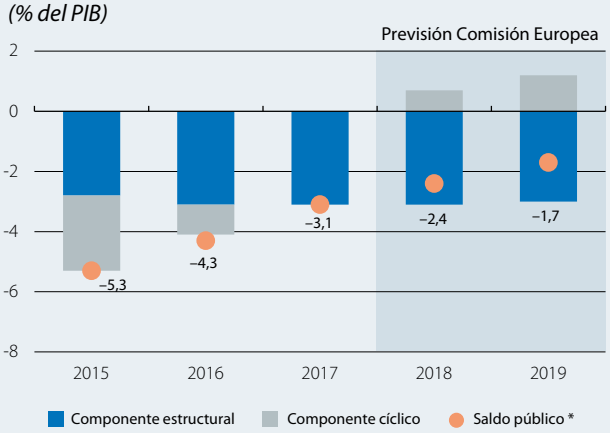
Habitualmente, la medida de referencia es la evolución del saldo estructural, que es el saldo público que observaríamos cuando la economía se encuentra a pleno rendimiento, es decir, cuando el PIB observado es igual al PIB potencial. Esta medida, claro está, no la podemos observar directamente, por lo que hay que estimarla mediante técnicas estadísticas relativamente sofisticadas. Ello es lo que hace la Comisión Europea, para luego tener en cuenta su evolución a la hora de evaluar el cumplimiento de los objetivos enmarcados en el procedimiento de déficit excesivo. Así, según dicho procedimiento, en 2017, y tras el deterioro del saldo estructural experimentado en 2016, España debía mejorar su déficit estructural en 0,5 p. p. sobre el PIB,[1] algo que no ha sucedido (véase el gráfico adjunto).

De cara a 2018, las buenas perspectivas económicas sugieren que las cuentas públicas en España seguirán su mejora gradual y que el déficit público se acercará al objetivo del 2,2% del PIB. Esta mejora será posible gracias a la contención del gasto no financiero, cuyo aumento queda limitado al 1,3%, de acuerdo con el límite de gasto aprobado en julio de 2017 y con el dinamismo de los ingresos tributarios, que está previsto que crezcan cerca del 6%. Con todo, la ausencia de medidas de ajuste estructural para este año sugiere que, al igual que en 2017, el ajuste de las cuentas públicas se producirá gracias a la mejora del saldo cíclico y que el ajuste del saldo estructural pactado con la Comisión Europea, de 0,5 p. p. sobre el PIB, tampoco se realizará. En un contexto expansivo como el actual y con un nivel de deuda pública que roza el 100% del PIB, podría ser aconsejable acompañar la reducción cíclica del déficit con medidas que ayudaran a reducir el déficit estructural.

Finalmente, cabe mencionar los problemas asociados a la estimación del saldo estructural. Estos problemas emanan del hecho de que el cálculo del saldo estructural se basa en la estimación del PIB potencial, y esta estimación está sujeta a importantes problemas de medida. Conscientes de esta limitación, muchos gobiernos complementan sus estimaciones de ajuste del saldo estructural con análisis *bottom up*, basados en estimar el impacto fiscal de las principales medidas presupuestarias. De hecho, el proyecto de presupuestos generales del Estado de 2018 estima el impacto de algunas medidas expansivas, como la rebaja fiscal para las rentas más bajas y familias numerosas, en 2.000 millones de euros. Si bien estos análisis también presentan dificultades en su cálculo, constituyen un buen complemento para las estimaciones del saldo estructural.

España: saldo público

(% del PIB)



Nota: ** Excluye las pérdidas por ayudas a instituciones financieras.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión 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 · La cuenta corriente española sigue una trayectoria favorable

La cuenta corriente española acabó 2017 con un saldo del 1,9% del PIB y sumó su quinto año consecutivo en superávit. Además, es destacable que el superávit por cuenta corriente de 2017 igualara al de 2016, en términos de porcentaje del PIB, a pesar de que algunos vientos soplaron de cara: en 2017, se encareció el petróleo; creció la demanda interna de forma muy robusta, lo que alimenta las importaciones, y los tipos de interés detuvieron la senda decreciente iniciada en 2012, lo que limita la reducción de los pagos por intereses de la elevada deuda externa española.

¿Qué factores ayudaron a capear esta situación en 2017?

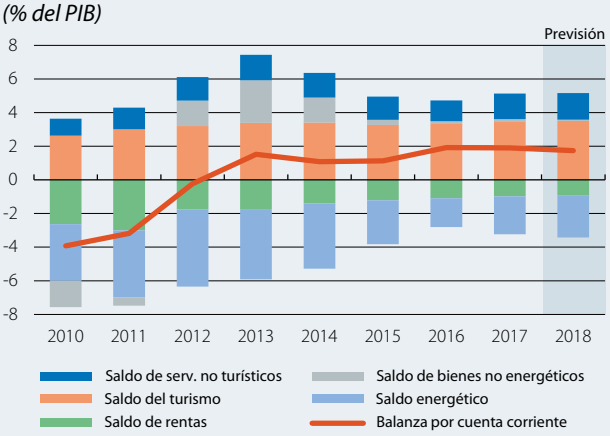
A grandes rasgos, destacan la fortaleza de las exportaciones, tanto de bienes como de servicios, y la menor posición deudora neta respecto al resto del mundo. En cuanto a la balanza comercial de bienes, sobresale el fuerte dinamismo que mantuvieron las exportaciones, con un crecimiento del 8,1% en el conjunto del año. Ello permitió compensar parcialmente el encarecimiento de la factura energética (de un 0,8% del PIB) y el aumento de las importaciones de bienes no energéticos. Así, en el conjunto del año, la balanza de bienes «solo» acabó deteriorándose en 0,6 p. p. del PIB.

Por lo que respecta a la balanza de servicios, destacan tanto la evolución de los servicios turísticos como la de los no turísticos. Concretamente, 2017 fue un año muy bueno para el turismo, con un avance de las exportaciones del 10,1%, que más que compensó el fuerte empuje que también se registró en las importaciones turísticas (españoles que viajan al exterior). Las exportaciones de servicios no turísticos merecen una mención especial, ya que anotaron tasas de crecimiento del 10,5% en este caso. Destaca la buena evolución de las exportaciones de sectores de alto valor añadido, como telecomunicaciones e informática y, especialmente, servicios empresariales de consultoría y técnicos relacionados con el comercio. Todo ello permitió que el saldo de la balanza de servicios mejorara en 0,4 p. p. del PIB en 2017.

Finalmente, el tercer factor que ayudó a mantener el superávit corriente en el 1,9% del PIB fue la buena evolución de la balanza de rentas, que experimentó una mejora de 0,1 p. p. del PIB respecto al registro de 2016. El menor déficit de rentas se explica tanto por la menor rentabilidad que ofreció la deuda española, lo que redujo los pagos a los tenedores de deuda extranjeros, como por la reducción del volumen de deuda en manos extranjeras. Ello más que compensó la ligera bajada en el rendimiento de los activos que los españoles tienen en el exterior.

España: la composición del saldo por cuenta corriente

(% del PIB)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España y del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad.*

¿Qué podemos esperar de cara a 2018?

Por un lado, es de esperar que la robustez de las exportaciones de bienes y de servicios no turísticos se mantenga gracias a las ganancias de competitividad de los últimos años y al bueno tono de la economía mundial y, en especial, de la eurozona, nuestro principal socio comercial. Asimismo, los últimos datos de turismo apuntan a una continuidad de la salud del sector. En efecto, los últimos datos de llegadas de turistas correspondientes al mes de febrero muestran un aumento del 2,6% interanual, una cifra notable teniendo en cuenta que ya se parte de niveles elevados tras años de aumentos continuados y significativos. En este sentido, es especialmente destacable que el gasto turístico crece todavía más que las entradas de turistas (4,7% interanual en febrero).

Sin embargo, los vientos de cara seguirán siendo notables. En este sentido, destaca el aumento del precio del petróleo, que es de esperar que cierre el año en cotas superiores a las de 2017, lo que generará un nuevo deterioro del saldo de bienes energéticos. También esperamos que las importaciones de bienes y servicios mantengan un elevado dinamismo, fruto de la recuperación de la actividad económica a nivel doméstico. Por lo que respecta a los tipos de interés, aunque no se esperan nuevos descensos, todo apunta a que este año se mantendrán relativamente estables, por lo que no se esperan grandes variaciones en la balanza de rentas. En conjunto, por tanto, es probable que 2018 cierre con un superávit corriente ligeramente inferior al de 2017, pero todavía elevado, lo que permitirá que se siga reduciendo la deuda externa.

FOCUS · ¿Debe preocuparnos la baja tasa de ahorro de los hogares?

La tasa de ahorro de los hogares se situó por debajo del 6% de la renta bruta disponible en 2017,[1] un registro similar al del año 2007, justo antes del estallido de la burbuja inmobiliaria, y muy inferior al máximo alcanzado en 2009, del 13,4%. ¿Qué factores explican el pronunciado descenso que se ha producido en los últimos años? ¿Debería ser motivo de preocupación?

En gran medida, la caída del ahorro se debe al fuerte crecimiento del consumo, que en los últimos años ha aumentado a un ritmo superior al de la renta bruta disponible (RBD). Esta dinámica se circunscribe en un entorno económico muy positivo, en el que se ha reducido la incertidumbre sobre la capacidad de crecimiento de la economía y en el que han mejorado las expectativas de empleo de los hogares de forma notable (véase el primer gráfico).[2] Ello ha propiciado que los hogares materialicen las decisiones de consumo de bienes duraderos que se habían pospuesto durante la crisis.[3] Sin embargo, es de esperar que el empuje que proporciona la demanda embalsada al consumo vaya perdiendo intensidad, lo que debería propiciar una desaceleración gradual del consumo de los hogares.

Por el otro lado, es de esperar que el crecimiento de la RBD de los hogares se mantenga en cotas relativamente elevadas en los próximos años. Si bien es cierto que se espera cierta moderación en el ritmo de creación de empleo, que ha sido extraordinariamente dinámico en los últimos años, ello es probable que sea parcialmente compensado por un crecimiento de los salarios que vaya ganando cierta intensidad a medida que la economía se adentra en una fase más madura del ciclo. Ello debería permitir que la tasa de ahorro deje de descender, o incluso que inicie una gradual tendencia alcista.

Hay dos aspectos adicionales que merece la pena destacar y que hacen que la valoración del nivel en el que se encuentra hoy en día la tasa de ahorro sea muy diferente a la del año 2007. En primer lugar, la reducción del ahorro no ha ido acompañada de un aumento de los pasivos financieros de los hogares, como ocurrió en los años anteriores a la crisis (véase el segundo gráfico). Al contrario: los hogares siguieron desendeudándose en 2017, aunque de forma menos intensa que en años anteriores, de manera que la deuda, como porcentaje de la RBD, se situó en el 99,8%, comparado con el 135,1% registrado en 2007.

1. Ante todo, conviene recordar que el ahorro es el flujo resultante de la diferencia entre los ingresos y el consumo en un determinado periodo y, por tanto, no debe confundirse con lo que comúnmente se entiende como los «ahorros» de las familias en términos de *stock* (a los que denominamos activos o riqueza financiera de los hogares).
2. Además de la reducción de la incertidumbre, el crecimiento del consumo también podría estar relacionado con el efecto riqueza ante el aumento de las valoraciones de los activos (financieros e inmobiliarios). Sin embargo, la propensión al consumo ante un aumento de la riqueza en España se estima que es relativamente limitada (véase «Efectos de la riqueza inmobiliaria sobre el consumo: resultados a partir de la Encuesta Financiera de las Familias», Banco de España, mayo de 2005).
3. Para un análisis sobre la evolución del consumo de bienes duraderos en la recuperación, véase el artículo «La recuperación del consumo en España: factores explicativos y perspectivas», del Dossier del IM10/2017.

En segundo lugar, el descenso de la tasa de ahorro que se ha producido en los últimos años ha sido compatible con un incremento de los activos financieros. En 2017, concretamente, estos aumentaron en 7 p. p. de la RBD. Ello está permitiendo una notable recuperación de la riqueza financiera neta de las familias, que en 2017 alcanzó el 192% de la RBD, frente a un 146% en 2007. Por otro lado, solamente se destinó un 5,5% de la RBD a la inversión bruta (mayoritariamente inversión inmobiliaria), mientras que en 2007 representaba un 15,3%. Se ha producido, por tanto, un cambio importante en el uso (o destino) de los recursos de los hogares que pone en evidencia que las decisiones financieras de las familias son bien distintas a las de hace una década: mientras que en 2007 los hogares incrementaron su nivel de endeudamiento para invertir en activos inmobiliarios, la situación actual es de un nivel de inversión mucho más contenido y una deuda que todavía sigue contrayéndose.

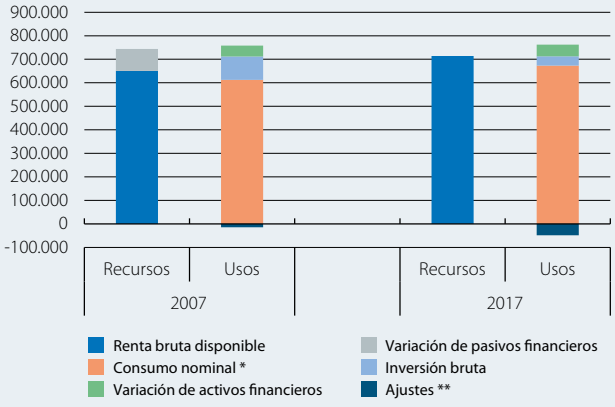
España: tasa de ahorro y expectativas de desempleo *

(% de la renta bruta disponible) *Índice*

Nota: ** Las expectativas de desempleo reflejan el porcentaje neto de hogares que esperan que el número de personas desempleadas aumente en los siguientes 12 meses con respecto al porcentaje de hogares que esperan que se reduzca.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE y la Comisión Europea.*

España: recursos y usos de los hogares

(Miles)



Notas: ** Consumo nominal calculado como la diferencia entre la renta bruta disponible y el ahorro bruto. ** Ajuste entre las cuentas financieras y las no financieras, entre otros. Datos en términos nominales.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

PRINCIPALES INDICADORES

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

Indicadores de actividad

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18	03/18	04/18
Industria									
Consumo de electricidad	0,1	1,7	1,4	0,5	3,0	–2,0	3,6	5,1	...
Índice de producción industrial	1,9	3,2	2,8	2,8	5,2	0,1	3,1	...	...
Indicador de confianza en la industria *(valor)*	–2,3	1,0	–0,5	–0,1	4,3	4,2	2,4	1,9	3,3
PMI de manufacturas *(valor)*	53,2	54,8	54,9	53,6	55,9	55,2	56,0	54,8	...
Construcción									
Visados de obra nueva *(acum. de 12 meses)*	43,7	22,9	18,4	23,5	25,1	24,4	...	...	...
Compraventa de viviendas *(acum. de 12 meses)*	13,1	13,8	12,2	13,3	14,5	15,1	16,4	...	...
Precio de la vivienda	1,9	2,4	1,6	2,7	3,1	–	...	–	–
Servicios									
Turistas extranjeros *(acum. de 12 meses)*	8,2	9,9	10,2	10,3	9,1	8,3	7,8	...	...
PMI de servicios *(valor)*	55,0	56,4	57,8	56,8	54,5	56,9	57,3	56,2	...
Consumo									
Ventas comercio minorista	3,8	0,9	2,0	1,1	0,3	2,1	1,9	1,8	...
Matriculaciones de automóviles	11,4	7,9	6,3	6,7	10,8	20,3	13,0	2,1	...
Indicador de confianza de los consumidores *(valor)*	–3,8	–0,7	1,5	0,2	–1,5	1,3	0,4	–3,5	–0,7

Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Economía, el Ministerio de Fomento, el Instituto Nacional de Estadística, Markit y la Comisión Europea.*

Indicadores de empleo

	2016	2017	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18	03/18
Afiliados a la Seguridad Social [1]									
Sectores de actividad									
Industria	2,8	3,1	3,0	3,1	3,1	3,2	3,3	3,4	3,2
Construcción	2,6	6,1	5,3	6,1	6,1	7,1	7,6	7,2	5,7
Servicios	3,2	3,6	3,4	3,8	3,6	3,6	3,5	3,5	3,5
Situación profesional	3,5	4,2							
Asalariados	3,5	4,2	4,0	4,4	4,1	4,1	4,1	4,0	3,8
No asalariados	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**
Población ocupada [2]	**2,7**	**2,6**	**2,3**	**2,8**	**2,8**	**2,6**	**–**	**2,4**	**–**
Contratos registrados [3]									
Indefinidos	14,2	12,4	15,4	10,2	11,0	12,9	15,2	15,4	8,4
Temporales	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**
Paro registrado [3]									
Menores de 25 años	–12,6	–12,2	–13,3	–17,3	–9,4	–8,7	–9,7	–8,5	–8,4
Resto de edades	–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**

Notas: *1. Datos medios mensuales. 2. Estimación EPA. 3. Datos del Servicio Público de Empleo Estatal.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Empleo y Seguridad Social, el Instituto Nacional de Estadística y el Servicio Público de Empleo Estatal.*

Precios

	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**
Subyacente	0,8	1,1	1,1	1,3	0,8	0,8	1,1	1,2	...
Alimentos sin elaboración	2,3	2,6	2,5	–0,2	4,0	1,6	0,3	1,6	...
Productos energéticos	–8,4	8,2	8,0	5,4	4,1	–1,7	1,4	1,3	...

Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Instituto Nacional de Estadística.*

Sector exterior

Saldo acumulado durante los últimos 12 meses en miles de millones de euros, salvo indicación expresa

	2016	2017	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18
Comercio de bienes								
Exportaciones *(variación interanual, acum. 12 meses)*	1,7	8,9	5,1	5,6	7,6	8,9	8,1	7,6
Importaciones *(variación interanual, acum. 12 meses)*	–0,4	10,5	3,7	5,7	9,0	10,5	9,7	8,7
Saldo corriente	**21,5**	**22,1**	**21,8**	**22,0**	**21,0**	**22,1**	**22,0**	**22,5**
Bienes y servicios	33,7	33,5	32,2	33,4	32,7	33,5	32,8	33,6
Rentas primarias y secundarias	–12,2	–11,4	–10,4	–11,5	–11,7	–11,4	–10,8	–11,1
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación	**24,2**	**24,8**	**24,2**	**24,3**	**23,5**	**24,8**	**25,0**	**25,5**

Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales y el Banco de España.*

Sector público

Porcentaje del PIB, acumulado en el año, salvo indicación expresa

	2016	2017	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación[1]	**–4,5**	**–3,1**	**–0,5**	**–2,2**	**–1,6**	**–3,1**	–	–
Administración central	–2,7	–1,9	–0,5	–1,1	–1,5	–1,9	–0,4	–0,9
Comunidades autónomas	–0,8	–0,3	–0,2	–0,7	0,1	–0,3	0,0	0,0
Corporaciones locales	0,6	0,6	0,1	0,1	0,5	0,6	–	–
Seguridad Social	–1,6	–1,5	0,1	–0,5	–0,6	–1,5	0,1	0,1
Deuda pública *(% PIB)*	**99,0**	**98,3**	**99,7**	**99,5**	**98,5**	**98,3**	–	–

Nota: *1. Incluye pérdidas por ayudas a instituciones financieras.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la IGAE, el Ministerio de Hacienda y el Banco de España.*

Crédito y depósitos de los sectores no financieros [1]

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2016	2017	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18	03/18
Depósitos[2]									
Depósitos de hogares y empresas	2,5	2,8	3,2	2,5	2,3	3,2	2,5	2,4	2,5
A la vista y ahorro	16,0	17,6	18,6	18,8	17,2	15,9	13,1	12,0	11,4
A plazo y preaviso	–16,0	–24,2	–22,0	–24,9	–25,1	–24,6	–23,5	–23,1	–22,6
Depósitos de AA. PP.	–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 vivo de crédito[2]									
Sector privado	–3,6	–2,2	–2,7	–2,1	–2,3	–1,9	–1,7	–2,2	–3,0
Empresas no financieras	–5,3	–3,6	–4,3	–3,0	–3,9	–3,3	–2,9	–4,4	–6,4
Hogares - viviendas	–3,7	–2,8	–3,0	–2,8	–2,7	–2,6	–2,6	–2,5	–2,4
Hogares - otras finalidades	2,0	3,7	3,6	3,2	3,3	4,5	4,5	6,5	5,0
Administraciones públicas	–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**
Tasa de morosidad *(%)*[3]	**9,1**	**7,8**	**8,8**	**8,4**	**8,3**	**7,8**	**7,9**	**7,8**	...

Notas: *1. Datos agregados del sector bancario español. 2. Residentes en España. 3. Dato fin del periodo.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.*

EL DINERO: PASADO, PRESENTE Y FUTURO

Del trueque a la criptomoneda: una breve historia del intercambio

Dinero. ¿Qué ha pensado el lector al leer esta palabra: «dinero»? Puede que se haya trasladado a una situación agradable, quizás una velada en un restaurante elegante o unas vacaciones en una playa paradisíaca. Sin duda, algo que le produzca bienestar. Pero no solo eso. Muy posiblemente, también habrá visualizado la imagen de un billete, unas cuantas monedas o una tarjeta de crédito. El dinero no es un coche, ni una comida sabrosa, ni unas vacaciones exóticas. El dinero es una moneda de metal, un billete de papel, una tarjeta de plástico, es decir, un objeto sin valor intrínseco alguno. Imagine que la persona más rica del mundo viaja al pasado y se presenta ante el hombre y la mujer de la Edad de Piedra cargado de sacos llenos de fajos y fajos de billetes: donde nosotros hoy vemos riqueza, ellos verían poco más que papel para hacer fuego. Lo que para ellos sería dar el mejor uso a los billetes, para nosotros sería la destrucción de una fortuna. ¿Qué ha pasado para que unos y otros veamos cosas tan diferentes en un trozo de papel? La respuesta la encontraremos en momentos clave de la historia del dinero.

El nacimiento del dinero

Empezamos esta historia en un tiempo remoto en el que no existía el dinero. Es decir, cuando no se podía vender un producto, como, por ejemplo, un saco de trigo, y obtener un objeto (llamado dinero) cuyo único uso sería volverlo a intercambiar para comprar el producto deseado, como, por ejemplo, unas botas de cuero. En esa época remota, el comercio se vehiculaba con el trueque: si la propietaria del saco de trigo deseaba obtener unas botas de cuero, debía encontrar a alguien que poseyera unas botas y deseara comprar trigo. Para que el trueque funcionara, era necesario que cada parte deseara exactamente lo que la otra parte ofrecía, y en la cantidad y el momento del tiempo en el que lo ofrecía (la llamada «doble coincidencia de deseos»). Como imaginará el lector, este estado de los negocios imponía fuertes restricciones sobre la actividad económica, la especialización y el desarrollo tecnológico: en un ejemplo extremo, si uno se dedicaba en exclusiva a estudiar las leyes del universo, corría el riesgo de morir de hambre, pues no debía ser fácil encontrar a muchos ganaderos y agricultores dispuestos a intercambiar algo de carne y verdura por largas y complejas digresiones de física teórica.

La diversidad y la complejidad de la economía acentuaron los problemas del trueque para encontrar una mutua coincidencia de deseos y se producían largas listas de precios cruzados (si Ernesto intercambió zanahorias por guisantes con Carlos y este cambió algunas zanahorias por madera con Pedro, ¿cuántos guisantes debería ofrecer Ernesto por un trozo de madera?). En esta coyuntura, el dinero ofrecía una tecnología para facilitar los intercambios: emergió como un objeto que, a medida que era aceptado por más gente, permitía vehicular intercambios entre más tipos de bienes. Con su aparición, un carnicero podría comprar verduras, calzado, vestido, etc. sin tener que encontrar un agricultor, un zapatero o un sastre que quisieran vender sus bienes a cambio de carne. De este modo, el carnicero no debía dedicar tiempo a fabricar su propio calzado y vestido y podía especializarse todavía más en la producción de carne. En otras palabras, el dinero no solo actuaba como un lubricante de la economía, al vehicular todo tipo de transacciones, sino que también permitía aumentar el grado de especialización de los trabajadores.

Además de ofrecer un medio de pago, el dinero también satisface otras dos importantes funciones: actúa como unidad de cuenta (fija el precio de todos los bienes y servicios en una misma unidad) y como depósito de valor (lo que permite trasladar fácilmente los recursos entre distintas regiones y momentos del tiempo). Sin embargo, la implementación de esta tecnología no fue fácil y hay una larga y curiosa lista de objetos que sirvieron como dinero en distintas regiones y épocas: dientes de ballena, granos de arroz, caracolas de mar, ganado e incluso esclavos. De hecho, debió requerir cierta valentía aceptar, por primera vez, la venta del producto del propio trabajo (carne, verdura, herramientas, vestido, etc.) a cambio de un diente de ballena o unas cuantas caracolas de mar. Este acto, de hecho, resalta la importancia de la confianza en el prójimo, algo que analizaremos más adelante. En cualquier caso, el objeto que terminó por imponerse fue la moneda metálica (de oro, plata o una aleación de ambas, como la moneda lidia del siglo VI a. de C.), posiblemente favorecida por su valor intrínseco (el propio metal precioso) y el hecho de ser pequeña, duradera y fácil de transportar y de partir en unidades más pequeñas.

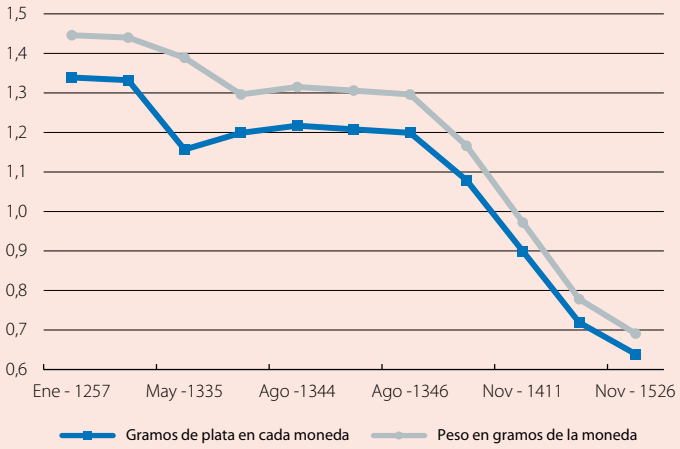
De la degradación de la moneda a la aparición de una nueva forma de dinero

La fuerte expansión del comercio en la época del renacimiento europeo hizo que el mercado quedara inundado por monedas procedentes de territorios muy diversos. Además, el comercio requería un espectro más amplio de las denominaciones de la moneda que facilitara tanto las pequeñas transacciones (con monedas de poco valor) como las grandes transacciones (con monedas de elevado valor). Frente a la elevada demanda de monedas de baja denominación (con las que se vehiculaban la mayoría de los intercambios), para el productor de moneda era mucho más rentable producir monedas de alta denominación (puesto que se amortizaba mejor su coste de producción), lo que frecuentemente generaba escasez de monedas pequeñas y alimentaba los incentivos de los agentes privados a producir su propia moneda.

Con la suma de estos elementos, los comerciantes se encontraron con un entorno en el que coexistía una gran diversidad de monedas. Por ejemplo, en 1606, un informe del parlamento holandés identificó 341 monedas distintas de plata y 505 de oro. Además, los productores de moneda mostraban una tendencia sistemática a degradar su valor mediante la reducción tanto del contenido de metal precioso como del propio tamaño de la moneda (véase el caso del penique inglés en el gráfico adjunto). Así, la coexistencia de tantas monedas distintas empezó a ser problemática porque hacía cada vez más difícil y costoso descubrir el verdadero contenido de oro o plata de cada una de ellas. Es más, esta incertidumbre se veía acentuada por el hecho de que era la moneda de baja calidad la que dominaba el mercado: todo el mundo quería deshacerse de las monedas malas y atesoraba las buenas, de modo que, paradojalmente, la moneda de baja calidad acababa siendo la que más transacciones vehiculaba (lo que se denomina «ley de Gresham»).

Valor del penique inglés: 1257-1526

Peso y contenido de plata (gramos)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de John Munro.*

En esta coyuntura, se produjeron dos grandes innovaciones. Por un lado, la aparición de la prensa cilíndrica permitió mecanizar y estandarizar más la producción de monedas, que pasaron a ser mucho más parecidas entre sí y, por lo tanto, más difíciles de falsificar. Así, los gobiernos aprovecharon esta innovación para incrementar la producción de su moneda a expensas de las otras rivales presentes en el mercado, lo que redujo la diversidad de monedas y empezó a sentar las bases del monopolio que acabarían imponiendo los estados.

Por otro lado, en 1609, se creó en Holanda el Banco de Ámsterdam. En esta importante ciudad comercial de la época, el banco abría cuentas (respaldadas por depósitos de dinero en metálico) para que sus clientes pudieran vehicular los intercambios y transacciones. Así, les ahorraba tener que intercambiar dinero metálico porque las transacciones se saldaban con anotaciones en los libros de contabilidad del banco: a los compradores se les anotaba una reducción de los depósitos y a los vendedores, un incremento. Una característica crucial era que el propio Banco de Ámsterdam se encargaba de analizar el contenido metálico de las monedas y certificar que en las cuentas solo había monedas de buena calidad. De este modo, el banco reducía la incertidumbre y daba seguridad y confianza a los clientes. Pero no solo eso: al vehicular las transacciones a través de los libros de contabilidad, puso en marcha una nueva forma de dinero que ya no se encarnaba directamente en un objeto físico.

El Gobierno toma el control: la creación de los bancos centrales

Otras ciudades, como Rotterdam, siguieron la experiencia del Banco de Ámsterdam y, más tarde, los estados se sumaron a la iniciativa con la creación de los primeros bancos centrales que, poco a poco, conseguirían el monopolio de la emisión de dinero y eliminarían la gran diversidad de monedas en circulación. El primero de ellos fue el Riksbank, el banco central de Suecia, que fue creado en 1668 con la tarea de proporcionar crédito al Gobierno y un sistema de pagos a los comerciantes. Le seguiría el Banco de Inglaterra en 1694, que también nació con el objetivo de ofrecer líneas de crédito al Gobierno para financiar la guerra contra Francia. Además, aunque fue creado como una entidad privada, el Banco de Inglaterra recibió la autorización gubernamental para emitir billetes respaldados por el oro que mantenía en reservas (un privilegio que ningún otro banco tenía). De modo parecido, en 1716, John Law consiguió el apoyo de la monarquía francesa para fundar el Banco General Privado en París, con el que concedía crédito al Gobierno y emitía billetes que, además de estar respaldados por los depósitos de oro, eran atractivos porque el Gobierno francés los admitía como método de pago de impuestos.

Aunque los del Banco de Inglaterra no fueron los primeros billetes (de hecho, los historiadores fijan el nacimiento del dinero papel en China algo antes del siglo X d. de C. y, en el mundo occidental, en las colonias estadounidenses a finales del siglo XVII d. de C.), su buena reputación fue clave para la consolidación del papel moneda. En efecto, el Banco de Inglaterra, que se regía por un sistema de patrón oro (mantenía reservas en oro que aceptaba intercambiar por billetes a una tasa fija), se hizo con el monopolio de la emisión de dinero en Inglaterra gracias al apoyo del Gobierno, que ajustaba la legislación para impedir la emisión de dinero por parte de otros agentes, la buena reputación a la hora de satisfacer las peticiones de reconversión de los billetes en metal y el hecho de que los impuestos se podían pagar con el papel moneda emitido por el banco central.

El papel central en el sistema financiero internacional del siglo XIX que consolidó el Banco de Inglaterra dio paso al dominio de la Fed en el siglo XX. Con su actuación, ambos dejaron claro que los bancos centrales habían ganado el control de la oferta de dine-

ro. De este modo, la emergencia de los bancos centrales no solo redujo la incertidumbre alrededor de la calidad del dinero que circulaba, sino que también impuso un mecanismo para la estabilidad de precios, dado que la convertibilidad de los billetes ataba la oferta de dinero a las reservas de oro. Así, una evolución estable de la oferta de oro impedía una explosión de la oferta de dinero que derivara en explosiones de la inflación. Además, al tener el monopolio de la emisión de dinero, los bancos centrales se convirtieron en bancos de los bancos, dado que les suministraban liquidez, y esto los situó en la posición idónea para gestionar la política monetaria (influenciando el universo de tipos de interés con la liquidez prestada a los bancos comerciales) y jugar un papel de prestamista de última instancia en caso de pánicos bancarios. En conjunto, pues, en poco más de 200 años, los bancos centrales pasaron de ser una fuente de financiación de los gobiernos a entidades independientes que asentaron un entorno de mayor estabilidad macroeconómica y financiera.

Confianza y dinero fiduciaro: el caso del dólar estadounidense

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

El papel de la confianza: *In God We Trust*

Con el fin del sistema de Bretton Woods en 1971, bajo el cual la Fed se comprometía a convertir billetes de dólar en oro, el mundo pasó a un sistema monetario puramente basado en el dinero fiduciario: hoy en día, si el lector fuera a la ventanilla de la Fed para convertir un billete de dólar, solo recibiría a cambio un mismo billete de dólar. Es decir, el dinero fiduciario se respalda a sí mismo. Su único valor es el hecho de que todos confiamos en que todos aceptaremos ese trozo de papel para vehicular los intercambios. Esto ha llevado a algunos economistas a afirmar que el dinero fiduciario requiere fe en la eternidad: fe en que mañana, pasado, el siguiente y el siguiente, etc. los ciudadanos aceptarán los billetes que hoy poseemos como medio de pago. De hecho, no hay ilustración más clara de esta fe que la inscripción que lleva el propio dólar estadounidense: *In God We Trust*, es decir, confiamos en Dios (véase la imagen), que muestra, además, que la buena reputación de los bancos centrales fue clave para generar un clima de confianza que permitiera abandonar el colateral metálico del dinero.

Conclusión

Terminamos esta historia volviendo a la pregunta con la que empezábamos: ¿Por qué, al pensar en dinero, evocamos directamente conceptos como riqueza y felicidad, en vez de pensar en un trozo de papel, de metal o de plástico? La respuesta se encuentra en la (prácticamente) infinita liquidez de estos objetos en los que se encarna el dinero. Son tan fáciles de convertir en cualquier tipo de bienes o servicios, que ya los vemos directamente como lo que pueden ser y no como lo que son: objetos sin valor intrínseco alguno. Este salto es el fruto de las mejoras tecnológicas e institucionales que nos han llevado a evolucionar desde una economía basada en el trueque a los actuales sistemas de pagos basados en dinero fiduciario y, de manera creciente, en dinero digital (como las tarjetas de crédito o los sistemas de pago a través de teléfonos móviles), así como de las anotaciones a mano en los libros de contabilidad del Banco de Ámsterdam a los registros electrónicos de las cuentas bancarias actuales. ¿Cuál será el próximo paso en esta historia del dinero? ¿Serán el *bitcoin* u otras criptomonedas la siguiente revolución? Invitamos al lector a avanzar su viaje hacia el futuro en los próximos artículos de este Dossier.

Cristina Farràs y Adrià Morron Salmeron
CaixaBank Research

¿Qué podemos esperar de las criptomonedas?

En 2009, el elusivo Satoshi Nakamoto, pseudónimo usado por parte de una o varias personas para mantener su anonimato, publicó un artículo en el que describía cómo crear el equivalente al dinero en metálico en formato digital, y lanzó el *software* que creó el *bitcoin*, la primera criptomoneda.[1] Desde entonces, las criptomonedas han proliferado y su valor de mercado ha crecido de forma vertiginosa. En este artículo, miraremos en detalle qué son las criptomonedas, en qué consiste la tecnología que las hace posibles y cuáles son las perspectivas que ofrecen. Tal y como veremos, aunque nos mostramos escépticos respecto a los fundamentos que sostienen el crecimiento de las criptomonedas, la tecnología que subyace bajo ellas presenta un amplio recorrido en aplicaciones alternativas.

Empecemos con un breve repaso de la evolución del mercado de las criptomonedas. Tal y como mostramos en la tabla, el valor de mercado de las criptomonedas ha experimentado un fuerte aumento en los dos últimos años. Sin embargo, esta euforia se disipó, al menos de forma parcial, tras los rumores a mediados de enero de 2018 de que las autoridades de Corea del Sur y China planeaban introducir limitaciones en su uso. Asimismo, a pesar del fuerte crecimiento de las criptomonedas, la elevada volatilidad mostrada por este mercado dista de suscitar demasiadas preocupaciones a nivel de estabilidad macrofinanciera. Ello es debido a que las criptomonedas aún representan una fracción muy pequeña del PIB mundial. En su cénit, apenas representaban un 1% del PIB, lo que contrasta, por ejemplo, con las cotizaciones de las compañías tecnológicas durante la euforia de las *dotcom*, que alcanzaron un valor aproximado del 30% del PIB mundial.[2]

Criptomonedas: tabla de indicadores

	Dic-15	Dic-16	Dic-17	07-Ene-18	Abr-18
Tipos de criptomonedas	561	633	1.308	1.355	1.543
Capitalización (en millones de dólares de EE. UU.)	6.998	14.834	483.711	823.859	307.877
*Porcentaje del PIB mundial**	*0,01%*	*0,02%*	*0,61%*	*1,03%*	*0,39%*
Coste en electricidad	62 TWh por año, aproximadamente el consumo eléctrico anual de Suiza				

Nota: ** PIB mundial en precios corrientes en dólares.*
Fuentes: *CaixaBank Research, a partir de información en: Carney, M. (2018); https://coinmarketcap.com; https://digiconomist.net/bitcoin-energy-consumption.*

Es preciso entender qué son las criptomonedas para poder evaluar la evolución de su mercado. Simplificando, una criptomoneda es una forma de dinero digital combinada con un sistema de pago. Como dinero digital, las criptomonedas no aportan ningún elemento innovador: la versión digitalizada del dinero forma parte de nuestras vidas desde hace muchos años y la usamos de forma habitual a través de cuentas bancarias electrónicas y tarjetas de débito y de crédito. En cambio, las criptomonedas como sistema de pago sí que constituyen una innovación. Por primera vez, podemos intercambiar dinero de forma digital, relativamente segura y anónima, directamente entre comprador y vendedor sin que la transacción tenga que ser procesada de manera centralizada por un intermediario como lo sería, por ejemplo, un banco.[3]

Ello ha sido posible gracias a la tecnología del *blockchain*. Antes del *blockchain*, el intercambio digital de dinero de manera directa entre usuarios no era posible debido al riesgo de falsificación. Al fin y al cabo, una cuenta electrónica no es más que un archivo informático y, sin nadie que verifique que este archivo no ha sido alterado de manera fraudulenta, se podría modificar o falsificar el valor que aparece en dicha cuenta. El *blockchain* intenta minimizar este riesgo de dos maneras. Primero, crea un registro público de todas las transacciones que se realizan en criptomoneda. Cualquier transacción nueva se añade a la cadena de transacciones previas –de ahí el nombre de *blockchain*, que se traduce del inglés como cadena de bloques– y pasa a ser pública también. Ello permite que cualquier usuario que recibe un pago pueda verificar que el otro usuario dispone de los fondos para realizarlo. Por ejemplo, si Javier quisiera pagar dos *bitcoins* a María mediante el *blockchain*, es posible verificar que anteriormente Javier habría recibido dos *bitcoins* de Ana y que, por tanto, dispone de los fondos para pagar a María. Segundo, establece un sistema por el que el proceso de verificar las transacciones se realiza de manera descentralizada y conlleva un coste.[4] Este mecanismo hace más difícil que se introduzcan transacciones fraudulentas.

Tal y como comentábamos anteriormente, las criptomonedas han permitido llevar al mundo digital las ventajas del dinero en metálico. No solo permiten realizar pagos de forma directa entre comprador y vendedor, sino que además las transacciones pueden ser anónimas. La anonimidad se debe a que aunque el registro de transacciones contenido en el *blockchain* es público, las firmas digitales que la conforman están protegidas mediante códigos encriptados que preservan la identidad de los usuarios.

Sin embargo, por fascinantes que sean los detalles técnicos acerca de las criptomonedas, su futuro depende de su viabilidad como forma de dinero. Tal y como se ha explicado en el artículo de este mismo Dossier «Del trueque a la criptomoneda: una breve historia del intercambio», los economistas consideran que un bien puede ser aceptado como dinero si puede cumplir tres funciones básicas: ser un medio de pago, un depósito estable de valor y una unidad de cuenta. Evaluemos las criptomonedas según cada una de estas dimensiones.

1. Véase Satoshi Nakamoto (2009), «Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System».
2. Véase Mark Carney, (2018), «The Future of Money».
3. En la práctica, no hay un intermediario, sino hasta cuatro: el banco del comprador, el banco del vendedor, la empresa propietaria de la tarjeta y el regulador (generalmente el banco central del país). Queda claro que el sistema de pago digital actual no es en absoluto anónimo.
4. En la práctica, el sistema de verificación se hace mediante computadoras que deben resolver algoritmos numéricos derivados del campo de la criptografía. Así, el coste de verificación se materializa a través de la electricidad consumida por parte de los ordenadores. Este coste no es irrisorio. Tal y como se puede ver en la tabla, en la actualidad se estima que el sistema de verificación de Bitcoin consume en electricidad el equivalente del consumo eléctrico anual de un país como Suiza.

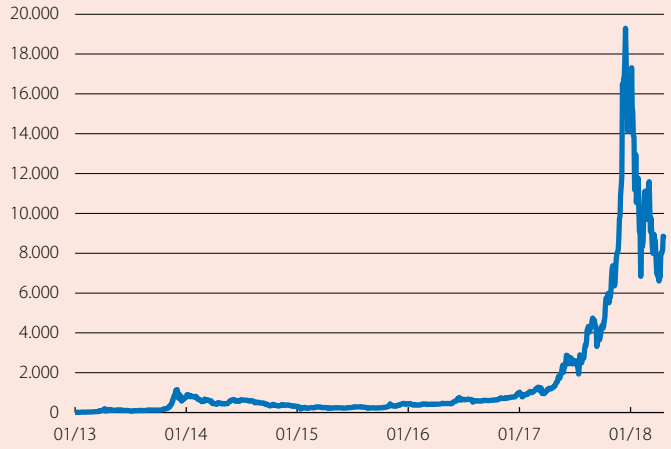
En primer lugar, parece improbable que las criptomonedas puedan llegar a ser un medio de pago efectivo. La confianza es el elemento principal que sustenta cualquier moneda. Aunque el dinero que usamos hoy en día es fiduciario (no tiene ningún valor intrínseco), nos sentimos cómodos usándolo porque sabemos que otras personas lo aceptarán como medio de intercambio. Ello es así, en gran medida, porque la moneda está respaldada por un Gobierno que obliga a los ciudadanos a aceptarla como medio de pago (la moneda es de curso legal). Este no es el caso de las criptomonedas: ningún Gobierno respalda su uso y, por lo tanto, dado que no tienen ningún valor intrínseco, su valor como medio de pago reside puramente en la expectativa de que otras personas lo acepten como tal.

Además, la competencia por parte de los medios de pago tradicionales es feroz. Comparemos las 65.000 transacciones por segundo que VISA puede realizar con las 1.500 que Ripple, una criptomoneda diseñada específicamente para agilizar el número de transacciones por segundo, puede procesar o las 7 por segundo de Bitcoin.[5]

Tampoco está claro hasta qué punto las criptomonedas pueden llegar a ser un buen depósito de valor. Muestra de ello es la elevada volatilidad de su precio (véase el gráfico). En una comparativa con el euro, mientras que en los últimos cuatro meses el *bitcoin* ha perdido alrededor del 60% de su valor, la variación anual promedio del valor del euro de los últimos 15 años ha sido del 1,6%. Y eso que el *bitcoin* es una de las criptomonedas más estables.

Precio del bitcoin

(Dólares de EE. UU.)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de https://blockchain.info.*

Esta volatilidad se debe en gran medida al punto que mencionábamos anteriormente: las criptomonedas tienen valor en la medida que esperamos que otras personas le confieran un valor, algo de por sí muy volátil. Además, siguiendo con la anterior comparativa, las monedas tradicionales tienen un valor estable no solo debido a que los gobiernos las respaldan, sino porque hay un banco central que adecúa su oferta en función de las condiciones económicas y, por tanto, de la demanda que haya por ellas. Ello es imprescindible, y de ahí el papel central que han adquirido los bancos centrales en las economías desarrolladas. Este no es el caso para la mayoría de criptomonedas, cuya oferta se rige por reglas predeterminadas que no tienen en cuenta la demanda que hay por ellas.[6]

Finalmente, las criptomonedas tampoco parece que actúen como unidad de cuenta. El Banco de Inglaterra, por ejemplo, informa de que la mayoría de los vendedores que aceptan *bitcoins* actualizan su precio a frecuencias elevadas para asegurar un precio estable respecto a monedas tradicionales como el dólar americano o la libra esterlina. Asimismo, también informa de que no es conocedor de ninguna empresa que opere con *bitcoins* y que tenga sus cuentas denominadas en criptomoneda.[7] Así, parece que los usuarios de criptomonedas siguen usando las monedas tradicionales como unidad de cuenta en lugar de las propias criptomonedas.

Por si fuera poco, las criptomonedas presentan ciertos riesgos añadidos. Primero, la naturaleza del *blockchain* implica que las transacciones no son reversibles. Así, si una transferencia se produce por error, no hay manera de deshacerla. Asimismo, las criptomonedas pueden ser objeto de ciberataques. De hecho, algunos de estos ataques han logrado eludir el sistema de anonimato de los usuarios de las criptomonedas.

Las criptomonedas también sufren de riesgo regulatorio. Así, en la medida en la que el uso de las criptomonedas se ha ido popularizando, los gobiernos han empezado a regular su uso. En algunas ocasiones esto se ha hecho de forma gradual. Por ejemplo, EE. UU. ha tipificado las criptomonedas como activos financieros en lo que se refiere a su trato fiscal. Varios países también han empezado a regular los actores clave dentro del sistema de las criptomonedas, como, por ejemplo, los portales de intercambio de criptomonedas por monedas tradicionales. Sin embargo, otros estados han adoptado una actitud más hostil, como en el caso de China, cuyo Gobierno ha limitado de manera severa el uso de las criptomonedas en amplias áreas de su economía. Este tipo de riesgo es el que ha propiciado la caída del valor de las criptomonedas observado durante el mes de enero de 2018.

En definitiva, a pesar de la reciente euforia que las criptomonedas han levantado, somos escépticos respecto a su potencial de crecimiento dados los riesgos inherentes a ellas y su limitado potencial para suplantar las monedas tradicionales. Sin embargo, nuestro escepticismo no aplica a la tecnología que subyace las criptomonedas: el *blockchain*. Esta tecnología permite mantener un registro descentralizado, exhaustivo y público de cualquier transacción digital. La tecnología es joven aún, y sus aplicaciones, fuera del campo de las criptomonedas, son muy amplias. Exploramos una de ellas en el artículo de este Dossier «El dinero digital en la economía del futuro: nuevas posibilidades, nuevos retos». ¡Animamos al lector a que no se baje del tren y siga leyendo!

Oriol Carreras Baquer
CaixaBank Research

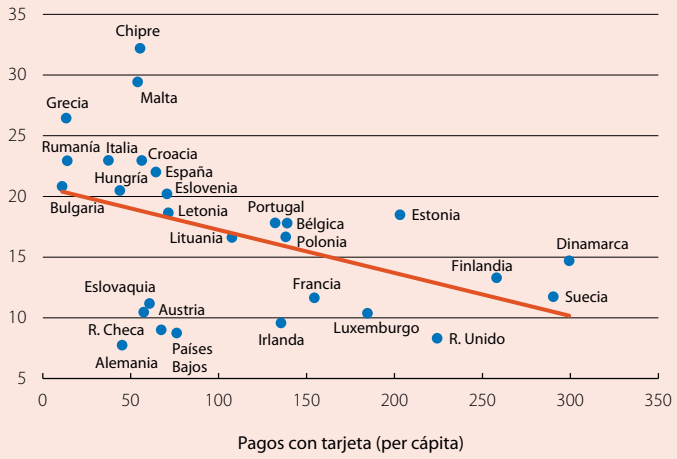
5. Véase Carney, M. (2018), https://ripple.com y https://blockgeeks.com/guides/blockchain-scalability/.
6. Por ejemplo, el sistema de Bitcoin fija que se alcancen los 21 millones de unidades en 2040 y que se dejen de acuñar nuevos *bitcoins* a partir de aquel momento.
7. Véase Mark Carney, (2018), «The Future of Money».

El dinero digital en la economía del futuro: nuevas posibilidades, nuevos retos

Los abrumadores avances tecnológicos que estamos presenciando actualmente abren la puerta a un uso más generalizado de las monedas digitales en un futuro no muy lejano. Pero, ¿cuál es el potencial de estas monedas y hasta dónde pueden llegar? En este artículo, la última parada de nuestra singladura sobre el dinero, nos trasladaremos al futuro para reflexionar acerca de estas cuestiones y sus posibles implicaciones; se trata de un tema futurista y apasionante dado que hoy en día tenemos más preguntas que certezas. Pero ello no debe desanimarnos, tal y como dijo el gran escritor francés Victor Hugo: «El futuro tiene muchos nombres. Para los débiles es lo inalcanzable. Para los temerosos, lo desconocido. Para los valientes es la oportunidad».

Economía sumergida y pagos con tarjeta (2015)

Economía sumergida (% del PIB)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del FMI y el BCE.*

Para empezar, conviene aclarar que las monedas digitales ya existen: las reservas que tienen los bancos comerciales en los bancos centrales o los pagos que hacemos con tarjeta de crédito son ejemplos de dinero digital. Dicho esto, en este artículo vamos un poco más allá, ya que creemos que los progresos tecnológicos relacionados con la tecnología *blockchain* y la agilidad de los sistemas electrónicos de pago permitirán que el dinero digital tenga mucho más protagonismo en la economía del futuro.

Una vez se haya conseguido perfeccionar la tecnología, se podrá empezar a pensar en cómo implementar una moneda digital de uso mucho más generalizado. El primer interrogante radica en quién debería implementarla. Existen dos alternativas: monedas digitales privadas (ya existen en la actualidad ejemplos como el *bitcoin*) o una moneda digital que tenga la garantía del banco central (que llamaremos MDBC, por las siglas de moneda digital del banco central). Las monedas digitales privadas pueden parecer una opción atractiva, pero lo cierto es que, tal como hemos visto en el artículo «¿Qué podemos esperar de las criptomonedas?» de este mismo Dossier, adolecen de ciertos límites que dificultan que su uso pueda extenderse con éxito. En cambio, los mecanismos institucionales de los que goza el banco central en el sistema financiero pueden facilitar que la implementación sea más fructífera. Y es que el banco central, gracias a su reputación y credibilidad,[1] tiene la capacidad para garantizar que la MDBC sea de curso legal (*legal tender*) y para generar un clima de confianza que haga que sea percibida como un activo fiable y seguro. Además, un banco central dispone de muchos más recursos, información y capacidades técnicas para poder implementar una política monetaria adecuada en cada momento y preservar la estabilidad de la moneda digital como unidad de cuenta y, de este modo, evitar fluctuaciones abruptas de su precio. Ello contrasta con los escollos a los que se enfrentaría una moneda digital privada; al fin y al cabo, es difícil que un ente privado que se encargue de implementar una moneda digital disponga de las herramientas pertinentes para diseñar una regla de oferta monetaria creíble y con unos objetivos socialmente deseables como son la estabilidad de precios y de la actividad económica. Esto nos lleva a una primera conclusión en este intrépido «viaje al futuro» que hemos emprendido: una moneda digital respaldada por el banco central tendrá más opciones de tener una implementación y utilización exitosas que una moneda digital privada. Por este motivo, en el resto del artículo, nos centraremos en analizar cómo se podría implementar la MDBC para, a continuación, desmenuzar sus ventajas e inconvenientes. En todos los escenarios supondremos que la MDBC convive con el dinero en efectivo.

A grandes rasgos, existen dos avenidas naturales para implementar una MDBC, una primera más restringida (opción 1) y una segunda más disruptiva (opción 2). La primera opción consistiría en que, a la hora de hacer un pago o transferencia, los euros que tenemos en la cuenta bancaria se convirtieran en MDBC para que la transacción se liquidara a través de la tecnología diseñada para implementar la moneda digital. Claramente, esta primera opción no afectaría para nada a particulares y empresas a la hora de planificar su economía doméstica: sencillamente, cada vez que realizasen un pago o transferencia, sus euros se convertirían en MDBC y la tecnología subyacente permitiría que el dinero fluyese del emisor al receptor sin que estos notasen ningún cambio apreciable. Merece la pena enfatizar que la creación de la MDBC no introduciría mejoras sustanciales respecto a los últimos avan-

1. Véase, para más detalles sobre los bancos centrales, el artículo «Del trueque a la criptomoneda: una breve historia del intercambio» en este mismo Dossier.

ces relacionados con los sistemas de pagos. Dos ejemplos paradigmáticos de estos avances son la Zona Única de Pagos en Euros (SEPA, por sus siglas en inglés), que fija un plazo máximo de un día hábil para la ejecución y el abono de las transferencias denominados en euros entre 34 países europeos, y el conjunto de servicios que permiten realizar transacciones financieras instantáneas a través de teléfonos móviles. Avances notables en ambos casos que se han podido realizar sin la necesidad de emitir una moneda digital respaldada por el banco central. Una ventaja de la MDBC en este escenario podría ser, quizás, el aumento de la rapidez de las transferencias en sistemas de pagos no interconectados, como son las transferencias internacionales. Se trata de un campo en el que el *bitcoin* y otras monedas digitales ya han demostrado ciertas ventajas.

La segunda opción iría más lejos que la mera creación de la MDBC a la hora de realizar pagos; en la opción 2, el banco central patrocinaría una moneda digital sin restricciones que se convertiría en un activo más a disposición de los particulares y hogares, y que, por consiguiente, competiría con los depósitos bancarios y el efectivo. La materialización de esta segunda avenida se podría llevar a cabo de distintas maneras. Las dos alternativas más lógicas serían permitiendo que los particulares y las empresas pudieran depositar parte de sus ahorros en forma de MDBC bien en monederos digitales[2] o bien directamente en cuentas del banco central.

Este escenario sí que supondría una novedad en la vida cotidiana de la gente: los hogares y las empresas podrían decidir depositar parte de sus ahorros directamente en sus monederos digitales o en el banco central (recordemos que hoy en día solamente un grupo restringido de instituciones financieras pueden depositar dinero en el banco central). Curiosamente, existe un precedente histórico muy similar a la segunda alternativa para materializar la opción 2, aunque, lógicamente, sin el soporte digital de los tiempos modernos: hasta principios del siglo XX, tanto en el Banco de Inglaterra como en el Banco de Suecia, se permitía a los particulares y a las empresas depositar allí su dinero, aunque posteriormente se acabó con esta práctica, ya que en la era del papel era muy poco práctico y ocupaba mucho espacio anotar todos los detalles de la gran cantidad de cuentas que se habían abierto.

A partir de ahora, nos centraremos en analizar las implicaciones de la opción 2, dado que, a diferencia de la primera, sí que tendría importantes repercusiones. Empecemos hablando de sus ventajas. Hemos identificado tres ventajas potenciales asociadas a la implementación de la MDBC. La primera sería una potencial reducción de la economía sumergida. Ello depende críticamente del grado de anonimidad de la MDBC. Lo más razonable es que la MDBC sea anónima en transacciones de poca cuantía pero que, a partir de un cierto monto, haya un cierto control. Si esto es así, una MDBC que fuera popular gracias a su agilidad y rapidez podría desincentivar la utilización de efectivo y reducir la economía sumergida. Diversos estudios avalan esta teoría[3] y han documentado que un aumento de los sistemas de pagos electrónicos disminuye la economía sumergida. En el primer gráfico se puede comprobar esta relación negativa en la eurozona y las cifras son reveladoras: un aumento de 100 euros per cápita al año en pagos con tarjeta disminuiría la economía sumergida como porcentaje del PIB en 3,5 p. p.

La segunda ventaja sería el acceso por parte de hogares y empresas a un activo libre de riesgo (el banco central por definición no puede quebrar) que, a diferencia del efectivo, no tendría costes de almacenamiento.

Finalmente, una tercera ventaja sería que el banco central podría mejorar la efectividad de la política monetaria. Concretamente, en el caso en el que la MDBC se materializase permitiendo a los hogares y empresas abrir cuentas directamente en el banco central, este podría ajustar directamente los tipos de interés de los activos de los hogares y empresas. Ello podría ser una herramienta complementaria útil en crisis financieras, si el mecanismo de transmisión de política monetaria no funciona bien. De hecho, la fijación de un tipo de interés sobre la MDBC también afectaría a los depósitos de los bancos comerciales, ya que estos deberían ofrecer una remuneración lo suficientemente atractiva para evitar que sus clientes transfirieran sus depósitos al banco central. En cualquier caso, el debate sobre los beneficios de esta herramienta debería pivotar en torno a hasta qué punto esta mejoraría la efectividad de la política monetaria respecto a los instrumentos de los que dispone actualmente el banco central. Y es que debemos recordar que, estos últimos años, los bancos centrales han influido de forma mucho más directa en los costes de financiación de los particulares y de las empresas a través de la compra de títulos de deuda pública (véase el segundo gráfico) y deuda corporativa que han llevado a cabo en los distintos programas de expansión cuantitativa (QE).[4]

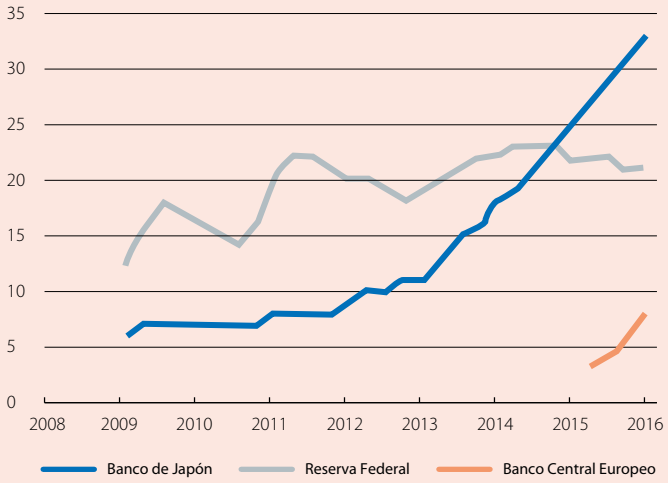
A pesar de las ventajas que hemos glosado sobre esta implementación de la MDBC, mal haríamos en caer en la complacencia, dado que también existen riesgos no menores. El principal riesgo de crear una MDBC de uso generalizado sería un excesivo

2. Monederos que podrían estar desvinculados de los bancos comerciales. Serían muy parecidos a los monederos de ahora donde guardamos billetes y efectivo, pero con soporte digital.
3. Para más detalles, véase el artículo «Economía sumergida: un lastre excesivamente oneroso» en el Dossier del IM09/2013.
4. Según datos del FMI, 9 de los 15 billones de dólares de los activos adquiridos por los bancos centrales que se han embarcado en programas de QE en la última década son títulos de deuda soberana.

protagonismo del banco central en la distribución de recursos de la economía y, en función de las actuaciones de este, un potencial encarecimiento del crédito. Para entender el por qué, hay que tener presente que con esta implementación de MDBC, parte de los depósitos bancarios de hogares y empresas en los bancos comerciales pasarían a ser MDBC (ya sea en los monederos digitales o en las cuentas del banco central) y, para que los bancos comerciales pudieran continuar financiando la demanda de crédito, la avenida más natural sería que estos obtuvieran la liquidez necesaria del banco central. Si el banco central decidiera asumir este rol más intervencionista como proveedor de liquidez, habría una elevada dependencia de los bancos comerciales de la liquidez que debería proveer el banco central.

Deuda pública en manos de los bancos centrales

(% del total de deuda pública)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de los bancos centrales.*

Si el banco central es ágil y la distribución de liquidez se lleva a cabo con los criterios adecuados, el problema estaría resuelto. Sin embargo, en caso contrario, se podría generar un encarecimiento del crédito. De hecho, el aumento del protagonismo del banco central a la hora de distribuir los recursos de la economía podría implicar distorsiones en la asignación de recursos (un mecanismo descentralizado en manos del sector privado siempre dará lugar a una asignación más eficiente) y complicaría la formación de precios con base en criterios de mercado. Este último punto solo es novedoso hasta cierto punto, dado que podemos hacer un paralelismo con el mayor rol que han tomado los bancos centrales a través de las políticas ultraexpansivas del QE en la última década. En este sentido, el Banco Internacional de Pagos ha mostrado repetidamente su temor a que los tipos de interés a niveles anormalmente bajos por tanto tiempo estén generando distorsiones en la valoración de algunos activos financieros y contribuyendo a prolongar la espiral alcista en los niveles de deuda de las principales economías.

En caso de que el banco central renunciara, por el contrario, a este papel intervencionista y adoptara una postura *hands-off* ante problemas de liquidez, los bancos comerciales deberían conseguir ellos mismos los recursos para financiar su demanda de crédito (posiblemente aumentando los tipos de los depósitos, para evitar que el dinero se transfiriese al banco central), lo que también acabaría generando un encarecimiento del crédito.

Finalmente, cabe añadir que la potencial dependencia de la economía respecto al banco central podría ser especialmente acusada en épocas de recesión, toda vez que es precisamente en periodos de crisis económica cuando los particulares y las empresas suelen ser más aversos al riesgo y, por tanto, seguramente sustituirían un volumen superior de sus depósitos en los bancos comerciales por MDBC, lo que podría generar episodios de inestabilidad financiera. Estos riesgos no deben caer en saco roto y, de hecho, han sido esgrimidos por el Banco Internacional de Pagos y por el miembro del BCE Yves Mersch[5] para mostrar sus reticencias respecto a la deseabilidad de esta opción.

En definitiva, acabamos nuestro intenso viaje con la convicción de que no es ninguna quimera que los bancos centrales decidan emitir su propia moneda digital a un público amplio en el futuro. Esta posibilidad es un ejemplo paradigmático de cómo el desarrollo tecnológico está haciéndonos repensar el sistema actual. En los próximos años, los principales bancos centrales y organismos financieros pondrán sobre el tapete las ventajas e inconvenientes de estas monedas y habrá que seguir con mucha atención las novedades que se puedan ir produciendo al respecto. Este artículo pone su granito de arena en la discusión identificando posibles repercusiones de la emisión de esta clase de dinero. El debate es y será más que bienvenido, siempre que se analicen con rigor los costes y se entiendan bien las posibles implicaciones.

Javier García-Arenas y Marta Guasch
CaixaBank Research

5. Véase el informe «Central bank digital currencies» (2018), del Comité de Pagos e Infraestructuras de Mercados del BIS y Mersch, Y. (2017), «Digital Base Money: an assessment from the ECB's perspective», discurso en el Banco de Finlandia.

CaixaBank Research

PUBLICACIONES

Todas las publicaciones están disponibles en internet: **www.caixabankresearch.com**
Correo electrónico: **research@caixabank.com**

DOCUMENTOS DE TRABAJO

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 y 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 y Josep Mestres, 10/2017

¿Un sistema europeo de garantía de depósitos?
Enric Fernández, Gerard Arqué y 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 y Ayman El Dahrawy Sánchez-Albornoz, 03/2016

La posición externa de la economía española: claves para reducirla
Jorge Meliveo y 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

Vulnerabilidad de las economías emergentes
Àlex Ruiz, 02/2013

Sareb: claves estratégicas
Sandra Jódar-Rosell, 01/2013

Ajuste de capacidad en el sistema financiero español
Inmaculada Martínez, 09/2012

El ahorro y la eficiencia energéticos: un impulso para la competitividad de la economía española
Pere Miret, 08/2012

DOCUMENTOS DE ECONOMÍA CAIXABANK

La eficiencia del sector público, clave para la consolidación fiscal
Oriol Aspachs, Anna Campos, Jordi Gual y Judit Montoriol

¿Por qué Europa genera poco crecimiento y empleo?
Jordi Gual

La prociclicidad del sistema financiero después de las reformas
Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual

Unión Bancaria: ¿de hormigón o de paja?
Jordi Gual

Enseñanzas latinoamericanas para una crisis europea
Àlex Ruiz

Los requisitos de capital de Basilea III y su impacto en el sector bancario
Jordi Gual

Perspectivas de desapalancamiento en España
Oriol Aspachs-Bracons, Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual

Diferencial de inflación con la eurozona: ¿mejora sostenible?
Pere Miret

La recuperación del comercio mundial. Lo que la crisis se llevó
Marta Noguer

Inmigración y mercado laboral: antes y después de la recesión
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 situación económica (disponible también en inglés)

PULSO ECONÓMICO

ACTUALIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO

COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

El tiempo que llega. Once miradas desde España
José Luis García Delgado (editor)

ESTUDIOS ECONÓMICOS

Europa, como América. Los desafíos de construir una federación continental
Josep M. Colomer

El cambio climático: análisis y política económica. Una introducción
Josep M. Vegara (director), Isabel Busom, Montserrat Colldeforns, Ana Isabel Guerra y Ferran Sancho

GRUPO CAIXABANK: DATOS MÁS RELEVANTES
31 de marzo de 2018

	MILLONES €
Recursos de clientes	351.420
Crédito a la clientela, bruto	223.249
Resultado atribuido al Grupo, acumulado en el año	704
Capitalización bursátil	23.150
Clientes (millones)	15,7
Empleados	37.107
Oficinas	5.318
Oficinas *retail* en España	4.618
Número de cajeros en España	9.394

OBRA SOCIAL DE LA FUNDACIÓN BANCARIA "la Caixa": PRESUPUESTO 2018

	MILLONES €
Social	307,5
Investigación y formación de excelencia	91,1
Divulgación, cultura y conocimiento	121,4
TOTAL PRESUPUESTO	**520**

CaixaBank Research en Twitter @CABK_Research

Síguenos en Twitter para estar al día de las últimas novedades de CaixaBank Research.

Todas nuestras publicaciones están disponibles en www.caixabankresearch.com

Nuestro objetivo es la creación y difusión de conocimiento en los ámbitos económico y social para contribuir al desarrollo de la sociedad española y europea.

El *Informe Mensual* es una publicación de CaixaBank Research, que contiene informaciones y opiniones que proceden de fuentes que consideramos fiables. Este documento tiene un propósito meramente informativo, por lo cual CaixaBank no se responsabiliza en ningún caso del uso que se pueda hacer del mismo. Las opiniones y las estimaciones son propias de CaixaBank Research y pueden estar sujetas a cambios sin notificación previa.

© CaixaBank, S.A., 2018

Se permite la reproducción parcial del *Informe Mensual* siempre que se cite la fuente de forma adecuada y sea remitida una copia al editor.

Diseño y producción: www.cegeglobal.com
Depósito Legal: B. 10511-1980 ISSN: 1134-1947

CaixaBank Research

ELEMENTAL CHLORINE FREE GUARANTEED

FSC
www.fsc.org
MIXTO
Papel procedente de fuentes responsables
FSC® C015618