

IM10

INFORME MENSUAL

NÚMERO 438 | OCTUBRE 2019



ENTORN ECONÒMIC I FINANCER

ECONOMIA INTERNACIONAL

Alemanya: per què la locomotora europea perd gas?

ECONOMIA ESPANYOLA

El potencial del Regne Unit per a Espanya després del brexit

ECONOMIA PORTUGUESA

Taxa d'estalvi de les famílies portugueses en mínims, fins a quin punt ens ha de preocupar?

DOSSIER: DINERS I CRIPTOMONEDES EN LA NOVA ECONOMIA DIGITAL

*Blockchain i criptomonedes:
benvinguts al nou paradigma digital*

Libra, la criptomoneda de Facebook

*La política e-monetària de la nova
economia digital*

*Els bancs davant les noves formes
de diners*

INFORME MENSUAL

Octubre 2019

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

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com

research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista en cap

Oriol Aspachs

Director del Departament d'Estudis

Sandra Jódar

Directora d'Estratègia Bancària

Adrià Morron Salmeron

Coordinador de l'*Informe Mensual*

Javier Garcia-Arenas

Coordinador del Dossier

BPI Research (UEEF)

www.bancobpi.pt /

<http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-mercados/mercados-financeiros>

deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista en cap

Data de tancament d'aquesta edició:

30 de setembre de 2019

ÍNDEX**1 EDITORIAL****3 LES CLAUS DEL MES****4 PREVISIONS****7 MERCATS FINANCERS****10 ECONOMIA INTERNACIONAL**

13 *Alemanya: per què la locomotora europea perd gas?*

Javier Garcia-Arenas

17 ECONOMIA ESPANYOLA

19 *El potencial del Regne Unit per a Espanya després del brexit*

Clàudia Canals, Javier Ibáñez de Aldecoa i Josep Mestres

21 *Prenent el pols a la competitivitat de l'economia espanyola: part I*

Oriol Carreras i Josep Mestres

24 ECONOMIA PORTUGUESA

26 *Taxa d'estalvi de les famílies portugueses en mínims, fins a quin punt ens ha de preocupar?*

Vânia Duarte

29 DOSSIER: DINERS I CRIPTOMONEDES EN LA NOVA ECONOMIA DIGITAL

29 *Blockchain i criptomonedes: benvinguts al nou paradigma digital*

Javier Garcia-Arenas

31 *Libra, la criptomoneda de Facebook*

Roser Ferrer i Oriol Carreras

33 *La política e-monetària de la nova economia digital*

Adrià Morron Salmeron i Ricard Murillo Gili

35 *Els bancs davant les noves formes de diners*

Sandra Jódar Rosell i Denis Nakagaki

Diners digitals

El món dels pagaments viu una veritable revolució. Fa uns anys, era difícil trobar un establiment on es pogués pagar un cafè amb una targeta de dèbit o de crèdit, i una transferència bancària dins un mateix país podia trigar dies. En l'actualitat, podem pagar un cafè amb el mòbil o amb el rellotge i les transferències que abans trigaven dies ara triguen segons.

El que encara no podem fer és pagar aquest mateix cafè amb *bitcoins*. I no és gens estrany. Aquesta criptomoneda, com moltes altres, no pot ser considerada com diners. No està ni àmpliament acceptada ni, atesa la seva volatilitat, pot servir com unitat de compte o de reserva de valor. El seu ús, limitat, s'ha centrat, sobretot, en finalitats especulatives o en activitats il·lícites.

Per aquest motiu han aparegut noves propostes de diners digitals amb mecanismes per tractar d'estabilitzar-ne el valor. És el que pretén, per exemple, el consorci liderat per Facebook amb la libra. Si vostè adquireix llibres (quan s'emeti, si acaba succeint), l'associació que la gestiona invertirà els euros que vostè lliuri en actius molt segurs (com títols del Tresor) denominats en diverses monedes. Així, doncs, el valor de la libra en euros fluctuarà, però només en la mesura que la cotització de l'euro variï en relació amb les altres monedes incloses a la cistella d'inversions.

Propostes com la libra tenen més possibilitats de ser adoptades de forma més significativa. A més de l'avantatge que representa una cotització més estable, els seus promotors compten amb una àmplia base d'usuaris –més de 2.000 milions de persones només en el cas de Facebook– i amb una capacitat tecnològica indiscutible. Aquest potencial és el que ha posat en alerta un bon nombre de reguladors i de bancs centrals des que es va llançar el projecte.

Els reguladors han subratllat els riscos que podria comportar que la libra es converteixi en un vehicle de pagaments sistèmic a nivell global. Entre d'altres, riscos per a l'estabilitat financera derivats, per exemple, de la possibilitat que les inversions suposadament segures que donen suport a l'emissió de la moneda perdin valor, la qual cosa podria provocar retirades massives de dipòsits en llibres. D'altra banda, hi ha dubtes sobre la capacitat que tindria un operador d'aquest tipus per assegurar el compliment de les regulacions contra el blanqueig de diners i altres activitats il·lícites. Finalment, també es tem que Facebook pugui abusar de la seva posició dominant a les xarxes socials per promoure l'adopció de la libra en detriment d'altres alternatives.

Tot plegat subratlla la importància que un operador d'aquest tipus no operi en l'alegalitat. Les regles de joc han d'estar clares des del principi i han d'oferir un marc de competència equilibrat. Això requeriria, entre altres coses, que estigui subjecte a requisits de capital i de liquiditat, a més de totes les normes contra el blanqueig de diners i contra el finançament del terrorisme (obligació d'identificació de clients, control de les transaccions i report d'activitats sospitoses).

Entre els riscos que comportaria l'adopció massiva de diners digitals emesos per nous operadors també hi ha la desintermediació bancària. Fa referència a la possibilitat que hi hagi un transvasament massiu de dipòsits a diners digitals i que, en conseqüència, els bancs comercials tinguin menys recursos per poder oferir crèdit i que aquest crèdit s'encareixi. No és més que un vell risc: el de perdre negoci si un competidor ho fa millor. La solució és la de sempre: tenir clares les necessitats dels clients i innovar de forma continuada per oferir-los la millor proposta de valor.

Les propostes perquè els bancs centrals emetin monedes digitals poden ser figures d'un altre paner. En alguns casos, se suggereix que això serveixi perquè tothom tingui accés a un compte al propi banc central, des del qual pugui gestionar els cobraments i els pagaments. Això sí que podria posar en una situació difícil el sistema monetari actual. Ja en els anys trenta del segle passat, alguns economistes defensaven la separació de les activitats de gestió de pagaments de la concessió de préstecs (el final de la banca de reserva fraccional), i, ara, les noves tecnologies han permès la resurrecció d'aquests plantejaments. Per les mateixes raons que no van triomfar llavors –perquè no serveixen per evitar crisis financeres, més aviat podrien propiciar-les–, és improbable que triomfin ara.

Enric Fernández
Economista en cap
30 de setembre de 2019

Cronologia

SETEMBRE 2019

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

JULIOL 2019

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

MAIG 2019

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

AGOST 2019

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

JUNY 2019

- 7 Theresa May dimiteix com a líder del Partit Conservador al Regne Unit i es manté com a primera ministra «interina» fins que es triï un nou líder al final de juliol.
- 30 Donald Trump i Xi Jinping acorden reprendre les negociacions comercials entre els EUA i la Xina després de la trobada a la cimera del G-20.

ABRIL 2019

- 10 La UE prorroga el *brexit* fins al 31 d'octubre del 2019.
- 28 Se celebren eleccions generals a Espanya.

Agenda

OCTUBRE 2019

- 2 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (setembre).
- 4 Portugal: *rating* DBRS.
- 10 Portugal: comerç internacional (agost).
- 11 Espanya: IPC (setembre).
- 15 Espanya: comptes financers (2T).
- 17-18 Consell Europeu.
- 18 Portugal: indicadors coincidents d'activitat (setembre).
- 21 Portugal: crèdits i dipòsits (agost).
- 22 Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (agost).
- 24 Espanya: enquesta de població activa (3T).
Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- 29-30 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- 30 Espanya: avanç de l'IPC (octubre).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (octubre).
EUA: PIB (3T).
- 31 Espanya: avanç del PIB (3T).
Zona de l'euro: PIB (3T).

NOVEMBRE 2019

- 5 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (octubre).
- 6 Portugal: ocupació (3T).
- 8 Portugal: comerç internacional (setembre).
- 14 Espanya: IPC (octubre).
Portugal: avanç del PIB (3T).
Japó: PIB (3T).
- 21 Portugal: crèdits i dipòsits (setembre).
- 22 Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (setembre).
- 28 Espanya: execució pressupostària de l'Estat (octubre).
Espanya: avanç de l'IPC (novembre).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (novembre).
- 29 Portugal: avanç de l'IPC (novembre).

Hi haurà recessió, sí o no?

Si llegeixes aquest article amb l'expectativa de saber què passarà en menys de 30 segons, si us plau, atura't. Et sentiràs decebut. Si has accedit a l'article des de LinkedIn o Twitter, millor que reculis i que continuïs llegint titulars. O, si encara llegeixes *l'Informe Mensual* de manera romàntica en paper, pots tancar-lo i buscar una altra revista.

Vivim en l'era de les piulades. En l'era dels missatges curts, contundents i sense matisos. I, així, se'ns exigeix constantment als economistes que ens pronunciem. *Hi haurà recessió, sí o no?*, és la pregunta del moment. I, quan caiem en la temptació de respondre en aquests termes, sense reflectir la veritable incertesa que ens envolta, l'única cosa que aconseguim és erosionar la poca reputació que li queda a la nostra preciosa professió. La realitat és molt complexa, i el moment en què es troba l'economia global avui dia n'és una prova.

Després d'un estiu en què, a moltes capitals, s'han pres decisions polítiques preocupants, i sovint desconcertants, setembre ha estat el mes de les dades macroeconòmiques grises, que confirmen que l'economia global, i, en especial, la dels principals països, s'endinsa en una desacceleració notable. «Desacceleració notable», un concepte una mica enigmàtic que requereix algunes precisions i alguns matisos.

«Desacceleració notable» significa coses molt diferents en funció del país al qual fem referència. A la Xina, significa passar de créixer el 6,6% el 2018 al 6,0% el 2019. Als EUA, vol dir una reducció del creixement d'una magnitud similar, però des de cotes més baixes, del 2,9% del 2018 al 2,2% el 2019. En els dos casos, la desacceleració ha de ser qualificada de notable. Així i tot, el ritme de creixement que mantenen els dos països també és notable. I, en funció de la dimensió que s'emfatitzi, de la desacceleració del creixement o del ritme que encara mantenen, el missatge difereix de forma... notable!

A Europa, on el punt de partida era més fràgil i els indicadors semblen menys optimistes, «desacceleració notable» significa que, enguany, el creixement passarà de l'1,9% a l'1,0%. Per valorar de forma adequada aquestes xifres cal tenir present que, a mitjà termini, la capacitat de creixement de la zona de l'euro és clarament inferior a la de la Xina i, també, a la dels EUA (tant per la menor capacitat d'innovació i, per tant, de la productivitat, com per la demografia). De fet, el creixement previst per a enguany no se situa gaire lluny del que s'estima que pot créixer la zona de l'euro a mitjà termini. I, sigui dit de passada, aquest creixement no augmentarà ni amb una política monetària més

laxa ni amb impulsos fiscals que només estimulin la demanda a curt termini.

En part, la desacceleració és conseqüència de la major maduresa del cicle econòmic en què es troben les principals economies. Intuïtivament: era més fàcil créixer quan la taxa d'atur era elevada i molta gent buscava feina. Ara, en canvi, en països com els EUA i Alemanya, on la taxa d'atur es troba en mínims històrics, cada vegada costa més expandir la producció, a causa de les dificultats per contractar nous treballadors.

Malgrat això, s'esperava que, en endinsar-se en la fase madura del cicle, només comportaria una desacceleració suau del creixement. I és que les principals economies no presenten desequilibris macroeconòmics o financers significatius, que és el que sol provocar que els cicles expansius acabin de manera abrupta. Però, en els últims trimestres, i més enllà de les idiosincràsies de cada país, han entrat en escena dos factors d'abast global que fan que la desacceleració sigui més intensa del que es preveia: la guerra comercial entre els EUA i la Xina i la crisi que viu el sector de les manufactures i, en especial, el de l'automòbil (a Europa, a més a més, cal afegir la incertesa que genera la situació política al Regne Unit). Malgrat que l'impacte d'aquests factors sobre la resta de l'economia no és menor, no té per què acabar sumint-la en una recessió global. Així ho reflecteixen les previsions de CaixaBank Research per als propers anys.

No obstant això, perquè aquest pronòstic es compleixi, els missatges que rebem han de ser prou rics en matisos per diferenciar el que passa als diferents àmbits de l'economia. En els últims mesos, una desacceleració intensa del comerç global i una caiguda severa dels indicadors del sector industrial conviuen amb el manteniment en cotes positives de la confiança dels consumidors i del sector serveis. En les últimes setmanes, però, s'han començat a tnyir de gris i s'han situat en cotes menys confortables. És revelador que això vagi acompanyat d'un augment espectacular de les recerques a Google de la paraula «recessió», fins a nivells similars als de la Gran Recessió experimentada el 2009. El conjunt de la societat s'està tornant massa pessimista? La realitat no cap en una piulada.

Oriol Aspachs
Director d'Estudis

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

Mercats financers

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021
TIPUS D'INTERÈS							
Dòlar							
Fed funds (límit superior)	3,43	0,48	1,50	2,50	1,75	1,50	1,75
Líbor 3 mesos	3,62	0,70	1,61	2,79	1,65	1,68	1,90
Líbor 12 mesos	3,86	1,20	2,05	3,08	1,70	1,83	2,20
Deute públic 2 anys	3,70	0,73	1,84	2,68	1,65	1,85	2,00
Deute públic 10 anys	4,70	2,61	2,41	2,83	1,80	2,00	2,20
Euro							
Depo BCE	2,05	0,40	-0,40	-0,40	-0,50	-0,50	-0,25
Refi BCE	3,05	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
Eonia	3,12	0,65	-0,34	-0,36	-0,45	-0,45	-0,25
Euríbor 1 mes	3,18	0,79	-0,37	-0,37	-0,43	-0,43	-0,20
Euríbor 3 mesos	3,24	0,98	-0,33	-0,31	-0,40	-0,40	-0,15
Euríbor 6 mesos	3,29	1,14	-0,27	-0,24	-0,35	-0,35	-0,05
Euríbor 12 mesos	3,40	1,34	-0,19	-0,13	-0,30	-0,30	0,05
Alemanya							
Deute públic 2 anys	3,41	0,69	-0,69	-0,60	-0,80	-0,40	-0,10
Deute públic 10 anys	4,30	1,98	0,35	0,25	-0,45	0,10	0,67
Espanya							
Deute públic 3 anys	3,62	2,30	-0,04	-0,02	-0,09	0,31	0,71
Deute públic 5 anys	3,91	2,85	0,31	0,36	0,07	0,50	0,95
Deute públic 10 anys	4,42	3,82	1,46	1,42	0,35	0,90	1,37
Prima de risc	11	184	110	117	80	80	70
Portugal							
Deute públic 3 anys	3,68	4,42	-0,05	-0,18	-0,03	0,56	1,13
Deute públic 5 anys	3,96	5,03	0,46	0,47	0,21	0,79	1,34
Deute públic 10 anys	4,49	5,60	1,84	1,72	0,40	1,00	1,52
Prima de risc	19	362	149	147	85	90	85
TIPUS DE CANVI							
EUR/USD (dòlars per euro)	1,13	1,30	1,18	1,14	1,10	1,15	1,21
EUR/JPY (iens per euro)	129,50	126,36	133,70	127,89	116,85	121,90	128,26
USD/JPY (iens per dòlar)	115,34	97,50	113,02	112,38	106,23	106,00	106,00
EUR/GBP (lliures per euro)	0,66	0,83	0,88	0,90	0,91	0,90	0,89
USD/GBP (lliures per dòlar)	0,59	0,63	0,75	0,79	0,83	0,78	0,73
PETROLI							
Brent (\$/barril)	42,3	85,6	64,1	57,7	60,0	61,5	63,0
Brent (euros/barril)	36,4	64,8	54,2	50,7	54,5	53,5	52,1

Previsions

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

Economia internacional

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021
CREIXEMENT DEL PIB							
Mundial	4,5	3,3	3,8	3,6	3,0	3,2	3,4
Països desenvolupats	2,7	1,2	2,4	2,2	1,7	1,4	1,6
Estats Units	2,7	1,4	2,4	2,9	2,2	1,6	1,8
Zona de l'euro	2,2	0,4	2,7	1,9	1,0	1,1	1,3
Alemanya	1,6	1,1	2,5	1,6	0,4	0,7	1,6
França	2,0	0,6	2,3	1,7	1,3	1,4	1,5
Itàlia	1,5	-0,7	1,8	0,7	0,2	0,7	0,7
Portugal	1,5	-0,3	3,5	2,4	1,8	1,6	1,6
Espanya	3,7	0,0	2,9	2,4	1,9	1,5	1,5
Japó	1,5	0,4	1,9	0,8	1,1	0,5	0,8
Regne Unit	2,8	1,0	1,8	1,4	1,1	1,1	1,5
Països emergents	6,5	5,2	4,8	4,5	3,9	4,4	4,5
Xina	11,7	8,4	6,9	6,6	6,0	5,8	5,7
Índia	9,7	6,9	6,9	7,4	5,7	6,1	6,0
Indonèsia	5,5	5,7	5,1	5,2	5,0	4,8	4,7
Brasil	3,6	1,7	1,1	1,1	1,0	1,8	2,1
Mèxic	2,4	2,1	2,1	2,0	0,6	1,4	2,1
Xile	5,0	3,2	1,3	4,0	3,2	3,0	2,8
Rússia	7,2	1,0	1,6	2,2	1,1	1,9	1,8
Turquia	5,4	4,8	7,4	3,1	-1,3	2,5	3,1
Polònia	4,0	3,2	4,9	5,2	3,8	2,9	2,4
Sud-àfrica	4,4	1,8	1,5	0,7	0,5	1,8	1,9
INFLACIÓ							
Mundial	4,2	3,8	3,2	3,6	3,5	3,5	3,5
Països desenvolupats	2,1	1,5	1,7	2,0	1,4	1,6	1,8
Estats Units	2,8	1,6	2,1	2,4	1,8	2,0	2,0
Zona de l'euro	2,1	1,4	1,5	1,8	1,1	1,2	1,7
Alemanya	1,7	1,3	1,7	1,9	1,3	1,3	1,8
França	1,8	1,2	1,2	2,1	1,3	1,4	1,8
Itàlia	1,9	1,5	1,3	1,2	0,7	1,0	1,5
Portugal	3,0	1,2	1,4	1,0	0,5	0,8	1,1
Espanya	3,2	1,3	2,0	1,7	0,8	1,2	1,7
Japó	-0,3	0,3	0,5	1,0	0,5	1,3	1,2
Regne Unit	1,9	2,3	2,7	2,5	1,9	1,9	2,1
Països emergents	6,8	5,8	4,3	4,8	4,8	4,7	4,5
Xina	1,7	2,6	1,6	2,1	2,5	2,4	2,6
Índia	4,5	8,5	3,3	3,9	3,6	4,5	5,1
Indonèsia	8,4	5,7	3,8	3,2	3,2	3,0	3,2
Brasil	7,3	6,4	3,5	3,7	3,9	3,9	4,0
Mèxic	5,2	3,9	6,0	4,9	3,9	3,7	3,5
Xile	3,1	3,5	2,2	2,7	2,2	2,8	3,1
Rússia	14,2	9,3	3,7	2,9	4,9	4,2	4,0
Turquia	27,2	8,1	11,1	16,2	15,5	13,0	10,0
Polònia	3,5	2,1	1,6	1,2	2,1	2,5	2,5
Sud-àfrica	5,3	6,2	5,3	4,6	4,6	5,4	5,3

Previsions

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

Economia espanyola

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021
Agregats macroeconòmics							
Consum de les llars	3,6	-0,6	3,0	1,8	0,8	1,2	1,3
Consum de les AP	5,0	0,9	1,0	1,9	2,0	1,5	1,2
Formació bruta de capital fix	5,6	-3,8	5,9	5,3	2,6	2,7	2,4
Béns d'equipament	5,0	-1,5	8,5	5,7	2,4	2,7	2,6
Construcció	5,7	-6,5	5,9	6,6	3,1	2,6	2,4
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,5	-1,2	3,0	2,6	1,3	1,5	1,5
Exportació de béns i serveis	4,8	2,8	5,6	2,2	2,4	2,6	3,1
Importació de béns i serveis	7,0	-1,0	6,6	3,3	0,8	3,1	3,3
Producte interior brut	3,7	0,0	2,9	2,4	1,9	1,5	1,5
Altres variables							
Ocupació	3,2	-1,5	2,8	2,5	2,2	1,6	1,5
Taxa d'atur (% pobl. activa)	10,5	20,8	17,2	15,3	13,9	12,6	11,5
Índex de preus de consum	3,2	1,3	2,0	1,7	0,8	1,2	1,7
Costos laborals unitaris	3,0	0,1	0,7	1,2	2,3	2,5	2,6
Saldo op. corrents (% PIB)	-5,9	-1,1	2,7	1,9	1,7	1,5	1,5
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	-5,2	-0,7	2,9	2,4	1,9	1,7	1,7
Saldo públic (% PIB) ¹	0,4	-7,0	-3,0	-2,5	-2,3	-2,0	-1,5

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

Previsions

Economia portuguesa

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

Previsions

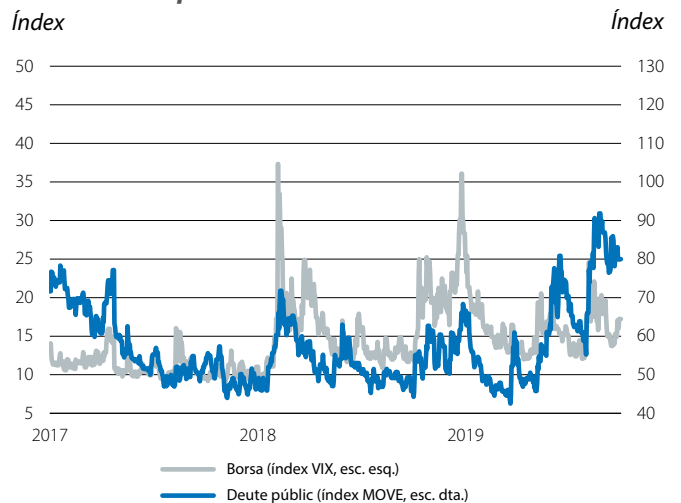
Els bancs centrals agafen les regnes

Els mercats tanquen amb calma un trimestre turbulent. Després d'un estiu de volatilitat, protagonitzat per caigudes borsàries i per descensos en els tipus d'interès sobirans, el mes de setembre es va caracteritzar per una recuperació del to als mercats financers. Els principals catalitzadors d'aquesta millora van ser l'anunci formal de la represa de les negociacions comercials entre els EUA i la Xina i les mesures acomodaticies dels principals bancs centrals (amb una retallada de tipus de la Fed i un nou paquet d'estímul del BCE). Així, l'aversion al risc, que havia imperat durant una gran part dels mesos de juliol i d'agost, va aflluixar la pressió sobre la majoria d'actius i va propiciar una recuperació cautelosa de les borses i dels tipus d'interès sobirans. Només en la part final del mes, la concurrència de diversos esdeveniments puntuals de naturalesa geopolítica (com els atacs amb drons a la major refinera de l'Àrabia Saudita) i la publicació d'alguns indicadors econòmics una mica decebedors, principalment a la zona de l'euro, van avivar el nerviosisme d'uns mercats que continuen susceptibles a les declaracions polítiques, als missatges dels bancs centrals i a la incertesa sobre la desacceleració de l'economia global.

La Fed abaixa els tipus d'interès en resposta a les fonts de risc. En la reunió del setembre, la institució monetària dels EUA va retallar els tipus d'interès en 25 p. b. (fins a l'interval 1,75%-2,00%) i va basar la decisió en unes pressions inflacionistes contingudes i en la persistència dels riscos sobre l'escenari (principalment, la incertesa sobre les negociacions comercials entre els EUA i la Xina i la moderació de l'activitat global). Igual que en la reunió del juliol, la decisió no va ser unànime, i els presidents de les Fed regionals de Kansas i de Boston van votar a favor de mantenir els tipus, mentre que el de la Fed de St. Louis va defensar una retallada de 50 p. b. Aquesta divisió es va reflectir, també, en la senda de tipus d'interès esperada en els propers trimestres: en concret, l'anomenat *dot plot* mostra que 7 dels seus membres apunten a una nova retallada abans d'acabar l'any, mentre que els 10 restants es troben dividits entre mantenir-los o tornar-los a pujar. Pel que fa al quadre macroeconòmic, tant la descripció de l'escenari econòmic com les noves projeccions d'activitat per a l'any vinent es van mantenir favorables i sense canvis destacables, tot i que els membres de la Fed van remarcar la feblesa percebuda en la inversió privada i en el sector exterior. D'altra banda, la Fed de Nova York, per primera vegada en més de 10 anys, va realitzar diverses injeccions de liquiditat en el sistema interbancari, atès el repunt en els tipus d'interès interbancaris a molt curt termini. El drenatge gradual de les reserves que els bancs domèstics dipositen a la Fed, arran de la disminució de la dimensió del balanç de la Reserva Federal en els últims mesos, va provocar tensions de liquiditat en les jornades en què les empreses havien d'afrontar les obligacions tributàries.

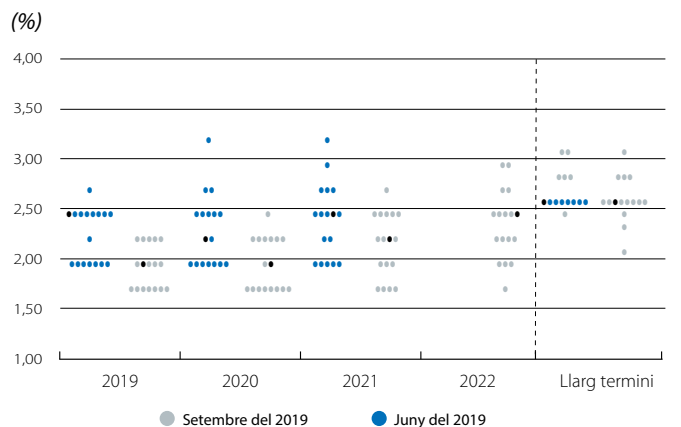
El BCE relança l'estímul monetari. En resposta a un escenari econòmic més decaïgut a la zona de l'euro, en l'última reunió, el BCE va oficialitzar el nou programa d'estímuls monetaris que

Volatilitat implícita als mercats financers



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

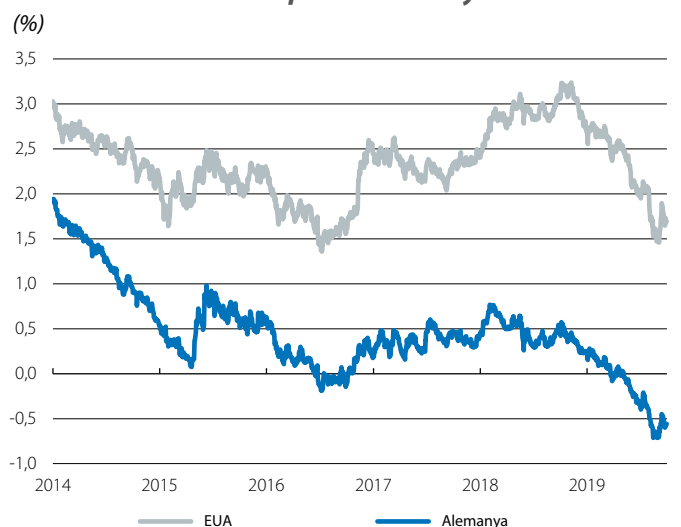
Reserva Federal: evolució esperada dels tipus d'interès



Nota: Cada punt representa un votant del Comitè Federal del Mercat Obert de la Reserva Federal. El votant mitjà està marcat en color negre.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal.

Rendibilitat del deute públic a 10 anys



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

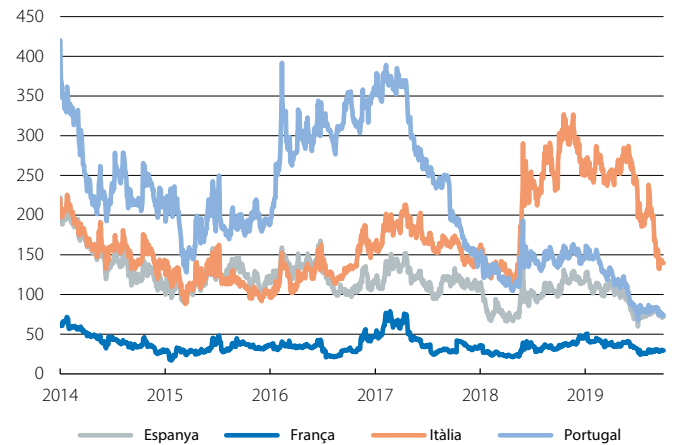
havia preannunciat en la reunió del juliol. Les noves mesures van consistir en la retallada del tipus d'interès de la facilitat de dipòsit de 10 p. b. (fins al -0,50%) i en la represa de les compres netes d'actius (que havien finalitzat al desembre) a partir del novembre a un ritme mensual de 20.000 milions d'euros. A més a més, amb la finalitat de reduir els possibles efectes adversos de l'extensió de l'entorn de tipus baixos en el sistema financer, el BCE va millorar l'atractiu de les injeccions de liquiditat (TLTRO-III) ampliant el termini i reduint el cost i va anunciar un sistema de *tiering* (només una part de l'excés de liquiditat dipositat al BCE estarà gravada al tipus de dipòsit). Finalment, el BCE no va indicar una data orientativa per al final del programa (com sí que ho havia fet en ocasions anteriors) i va suggerir que l'entorn de tipus baixos prevaldrà fins a veure senyals clars de recuperació de la inflació. No obstant això, algunes decisions (com les compres d'actius) no van tenir el suport unànim del Consell de Govern, i algunes informacions van arribar a relacionar aquest fet amb la dimissió de Sabine Lautenschläger dies després.

Els tipus sobirans flexionen a l'alça. Malgrat que els bancs centrals van adoptar un to més acomodaticí, les cotitzacions financeres reflectien l'expectativa per part dels inversors d'un major estímul, motiu pel qual, en resposta a les reunions de la Fed i del BCE, els tipus d'interès sobirans van desfer una part del descens experimentat durant l'estiu, amb alces fins als 17 p. b. als EUA i de 13 p. b. a Alemanya. No obstant això, els tipus es mantenen en mínims dels últims anys, mentre que les primes de risc de la perifèria de la zona de l'euro es van comprimir de manera generalitzada. També van contribuir en aquest sentit la millora de la valoració creditícia per part de l'agència de *rating* Standard & Poor's d'Espanya (alça del *rating* d'A- a A) i de Portugal (*rating* estable en BBB, però millora de la perspectiva) i la bona acceptació per part dels inversors de la nova coalició de Govern a Itàlia.

Les borses es recuperen després de l'estiu. A les decisions dels bancs centrals, es va unir un to més conciliador en les tensions comercials entre els EUA i la Xina, que van contrastar amb l'escalada de l'agost. Aquestes circumstàncies, en un mes sense grans notícies empresarials, van afavorir la recuperació de l'apetència pel risc, i les principals borses de les economies desenvolupades i emergents van tancar el mes amb alces generalitzades (S&P 500 dels EUA, +1,7%; Eurostoxx 50, +4,2%, i MSCI Emergents, +1,7%).

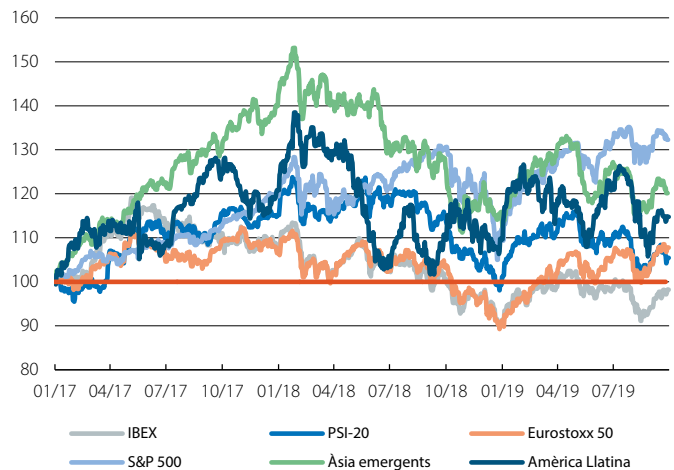
Les tensions geopolítiques encareixen el petroli. L'atac amb drons a la major refinaria de l'Aràbia Saudita, que va reduir gairebé al 50% la capacitat productiva del país, va provocar un repunt fort, però breu, del preu del petroli al setembre. En concret, inicialment, els temors a un possible descens de l'oferta van arribar a encarir el barril el 20% i el van situar per damunt dels 68 dòlars. No obstant això, les declaracions del Govern saudita assegurant una ràpida recuperació de la capacitat productiva i l'àmplia disponibilitat de reserves de cru als EUA i a la majoria de les economies avançades van calmar els ànims dels inversors i van afavorir la moderació dels preus fins a nivells propers als 60 dòlars.

Zona de l'euro: primes de risc del deute públic a 10 anys (p. b.)



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

Principals borses internacionals Índex (100 = gener 2017)



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

Preu del petroli Brent (Dòlars per barril)



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

Tipus d'interès (%)

	30-set.	31-ago	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2019 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Zona de l'euro					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euríbor 3 mesos	-0,42	-0,43	2	-10,9	-10,1
Euríbor 12 mesos	-0,33	-0,38	5	-21,3	-17,2
Deute públic a 1 any (Alemanya)	-0,68	-0,85	17	-11,3	-7,3
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	-0,77	-0,93	16	-15,6	-22,5
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	-0,57	-0,70	13	-81,3	-104,2
Deute públic a 10 anys (Espanya)	0,15	0,11	4	-127,1	-138,5
Deute públic a 10 anys (Portugal)	0,16	0,13	4	-156,1	-174,2
EUA					
Fed funds (límit superior)	2,00	2,25	-25	-50,0	-25,0
Líbor 3 mesos	2,10	2,14	-4	-70,9	-30,0
Líbor 12 mesos	2,04	1,97	7	-96,2	-88,2
Deute públic a 1 any	1,74	1,76	-2	-85,1	-82,9
Deute públic a 2 anys	1,62	1,50	12	-86,6	-119,7
Deute públic a 10 anys	1,66	1,50	17	-102,0	-141,9

Spreads de deute corporatiu (p. b.)

	30-set.	31-ago	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2019 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	55	48	7	-33,4	-12,1
Itraxx Financer Sènior	64	62	3	-44,3	-21,2
Itraxx Financer Subordinat	139	135	5	-89,0	-34,1

Tipus de canvi

	30-set.	31-ago	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2019 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,090	1,098	-0,8	-5,0	-5,9
EUR/JPY (iens per euro)	117,800	116,830	0,8	-6,4	-10,7
EUR/GBP (lliures per euro)	0,887	0,904	-1,9	-1,3	-0,1
USD/JPY (iens per dòlar)	108,080	106,280	1,7	-1,5	-5,1

Primeres matèries

	30-set.	31-ago	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2019 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	387,6	387,2	0,1	-5,3	-6,7
Brent (\$/barril)	60,8	60,4	0,6	13,0	-28,5
Or (\$/unça)	1.472,4	1.520,3	-3,2	14,8	23,8

Renda variable

	30-set.	31-ago	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2019 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	2.976,7	2.926,5	1,7	18,7	1,8
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	3.569,5	3.426,8	4,2	18,9	4,5
Ibex 35 (Espanya)	9.244,6	8.812,9	4,9	8,3	-1,7
PSI 20 (Portugal)	4.973,8	4.887,6	1,8	5,1	-6,4
Nikkei 225 (Japó)	21.755,8	20.704,4	5,1	8,7	-10,3
MSCI emergents	1.001,0	984,3	1,7	3,6	-4,3

Persisteixen els riscos en un entorn de desacceleració mundial

Moderació de l'activitat global en el 3T. En un context amb notables focus d'incertesa geopolítica, que es van intensificar durant l'estiu, els diferents indicadors publicats en l'últim mes han confirmat la moderació de l'activitat econòmica mundial en el 3T 2019. Així ho reflecteixen indicadors d'activitat com l'índex global de sentiment empresarial (PMI) compost, que, a l'agost, es va situar en un nivell contingut (51,3 punts, lleugerament per sota de la dada del juliol). Per components, l'índex de manufactures es va mantenir per sota del límit dels 50 punts (49,5), indicatiu de contracció en l'àmbit manufacturer, mentre que l'índex de serveis va continuar per damunt dels 50 punts (51,8), però cada vegada més a la vora d'aquest llindar. En aquest sentit, el mes passat, a CaixaBank Research vam reduir lleugerament les nostres previsions per al creixement mundial el 2019 i el 2020: ara en el 3,0% i en el 3,2%, respectivament, 2 dècimes menys del que es preveia abans de l'estiu.

Una de freda i una de calenta en la guerra comercial que mantenen els EUA i la Xina. Els EUA van imposar, al començament de setembre, la primera ronda dels aranzels que havia anunciat a l'agost, i la Xina va fer el mateix sobre les importacions nord-americanes. En concret, els EUA han aplicat aranzels del 15% sobre 112.000 milions d'importacions xineses en la primera ronda fins als 300.000 anunciats, i la Xina va imposar aranzels del 5% i del 10% sobre gairebé 2.000 productes nord-americanos. Malgrat l'escalada proteccionista que això representa, al setembre, també va haver-hi alguns elements amb un to més constructiu en el pla comercial: els EUA i la Xina van acordar reiniciar les negociacions a l'octubre, els EUA van anunciar l'ajornament d'alguns dels aranzels sobre les importacions xineses i la Xina va retirar de la seva llista aranzelària 16 productes nord-americanos. En aquest sentit, cal continuar esperant que les dues parts puguin assolir un acord de mínims. Així i tot, la incertesa ja ha afectat el sentiment econòmic, i no és clar que un acord eventual sigui estable a mitjà termini, de manera que la confiança erosionada només es restaurarà de forma gradual i els efectes negatius de les tensions comercials sobre l'activitat econòmica es mantindran fins al final d'enguany i al llarg del 2020.

A Europa, el brexit no dona respir, mentre que, a Itàlia, es redueix la incertesa política. Al Regne Unit, tot fa pensar que és difícil que es produeixi un brexit dur al final d'octubre. El motiu és que la Cambra dels Comuns va aprovar una llei que obliga a demanar una nova extensió del brexit si no s'assoleix un acord amb la UE abans del 19 d'octubre. A més a més, la suspensió del Parlament del país fins al 14 d'octubre va quedar anul·lada pel Tribunal Suprem, la qual cosa reforça l'escenari d'extensió al final d'octubre. Una sortida sense acord, però, no queda descartada, i unes eleccions que desemboquessin en

Creixement del PIB

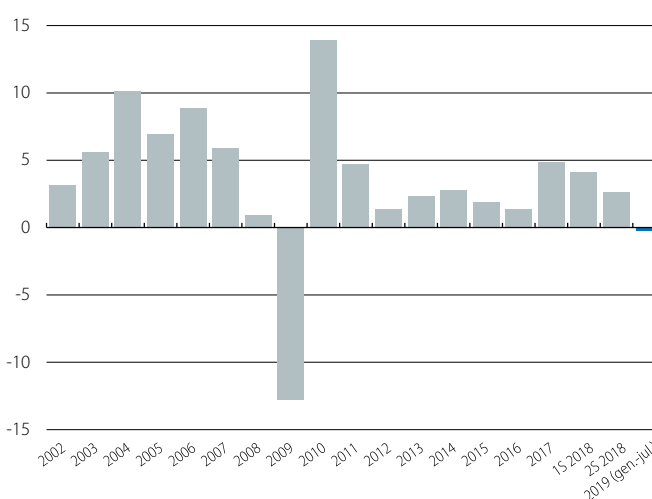
Variació anual (%)

	2018	2019		2020	
	Dada	Previsió actual	Previsió al gener del 2019	Previsió actual	Previsió al gener del 2019
Mundial	3,6	3,0	3,5	3,2	3,5
Països desenvolupats	2,2	1,7	2,0	1,4	1,8
Estats Units	2,9	2,2	2,3	1,6	1,9
Zona de l'euro	1,9	1,0	1,8	1,1	1,7
Països emergents	4,5	3,9	4,5	4,4	4,6
Xina	6,6	6,0	6,2	5,8	6,0

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

Comerç internacional de béns

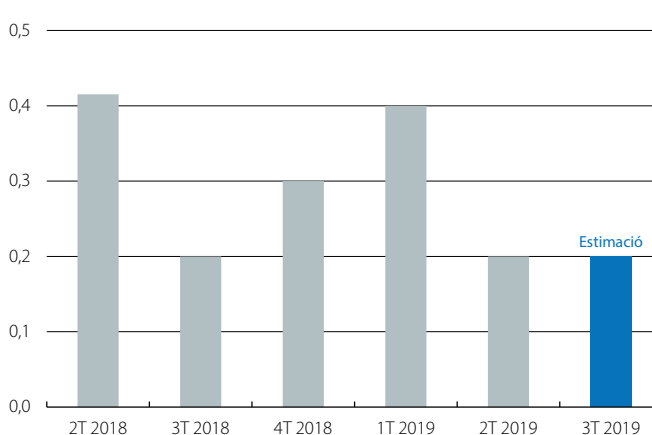
Variació interanual en volums (%)



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

Zona de l'euro: estimació del PIB del 3T de CEPR-Eurocoin

Variació intertrimestral (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i del model de CEPR-Eurocoin per a l'estimació del 3T 2019.

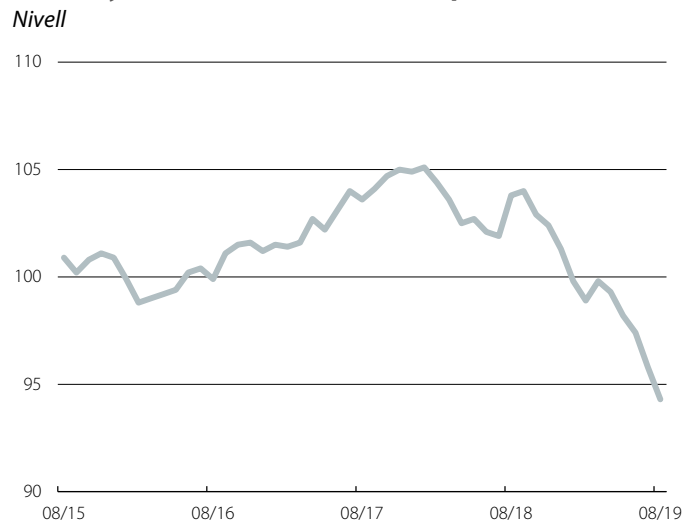
un nou Parlament amb una majoria pro-*brexit* podrien donar suport a aquesta opció. D'altra banda, a Itàlia, i després del col·lapse del Govern a l'agost, l'aliança entre el Moviment 5 Estrelles i el Partit Demòcrata va permetre una nova formació de Govern durant el mes passat, amb una coalició que redueix els riscos d'un nou enfrontament amb la UE en l'àmbit fiscal. Malgrat tot, això no canvia de forma substancial l'escenari macroeconòmic d'Itàlia, amb uns indicadors que continuen sent febles.

EUROPA

A la zona de l'euro, la feblesa continua sent la tònica. Els indicadors d'activitat de la zona de l'euro continuen apuntant a avanços d'activitat molt continguts. Així, el model de previsió en temps real del Banc d'Itàlia preveu que el PIB de la zona de l'euro avançarà un discret 0,2% intertrimestral en el 3T, el mateix registre que en el trimestre anterior i clarament per sota dels avanços del 2017 (en el 0,6%). Aquesta dada suggereix que la moderació de l'activitat que viu la zona de l'euro des del 2018 continuarà en el segon semestre del 2019. Per països, cal destacar la feblesa a Alemanya. Així, la producció industrial d'Alemanya va patir una nova i intensa caiguda al juliol (el -5,3% interanual), la qual cosa va contrastar amb variacions relativament modestes a la resta de les principals economies de la regió. En la mateixa línia, l'indicador IFO d'activitat empresarial a Alemanya es va enfonsar al juliol i a l'agost.

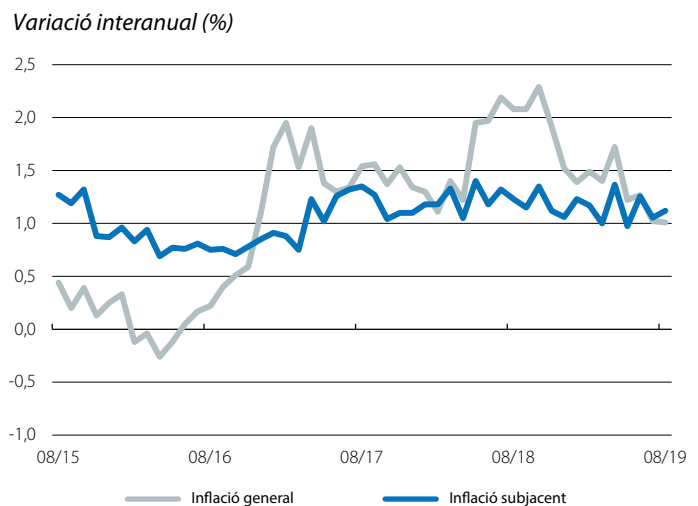
Incertesa comercial i shock automobilístic al nucli de la des-acceleració europea. La incertesa generada pel conflicte comercial entre els EUA i la Xina és un dels elements que més podria estar impactant de forma negativa en l'activitat europea. Malgrat que altres elements idiosincràtics, com el *shock* sectorial en la indústria automobilística, també expliquen l'alentiment europeu. Tot plegat és especialment intens en el cas de l'economia alemanya, on es preveu que el PIB hagi tornat a recular en el 3T de l'any (vegeu l'article «[Alemanya: per què la locomotora europea perd gas?](#)», en aquest mateix Informe Mensual). En aquesta tessitura, en la reunió del setembre, el BCE va presentar un escenari macroeconòmic més afeblit i amb rebaixes en les previsions de creixement i d'inflació. En concret, el 2019, el creixement esperat pel BCE és de l'1,1% (1 dècima per sota de les previsions del juny) i, el 2020, de l'1,2% (2 dècimes inferior). Per la seva banda, la inflació general se situaria en l'1,2% el 2019 i en l'1,0% el 2020, 1 i 4 dècimes per sota del que es preveia uns mesos enrere i clarament per sota de l'objectiu del BCE (~2%). Per aquest motiu, en la reunió, el BCE va presentar un nou programa d'estímul monetari amb els ingredients esperats per la majoria d'analistes: retallada del tipus de la facilitat de dipòsits, represa de les compres netes d'actius, *tiering* a dos trams i millora de l'atractiu de les TLTRO-III (per a més detalls sobre les mesures monetàries, vegeu la secció de [Mercats Financers](#)).

Alemanya: índex IFO d'activitat empresarial



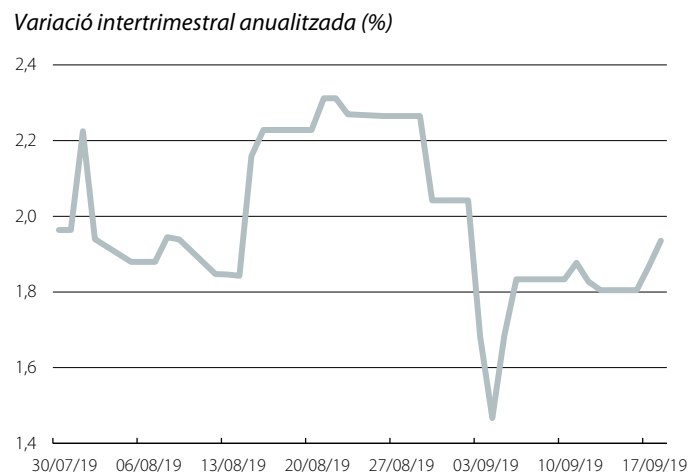
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Institut IFO.

Zona de l'euro: IPC *



Nota: * Les dades es corresponen a l'IPCH.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

EUA: estimació del PIB del 3T de la Fed d'Atlanta *



Nota: * Canvi de l'estimació a mesura que van apareixent indicadors d'activitat clau.
Font: CaixaBank Research, a partir del model de Nowcasting de la Fed d'Atlanta (GDP Now).

ESTATS UNITS

Les dades d'activitat continuen apuntant a avanços considerables, malgrat el conflicte comercial i la posada en marxa de la investigació per a una possible destitució de Trump. Els models de previsió del PIB de les diferents reserves federals situen el creixement del PIB del 3T al voltant del 2,0% en termes inter trimestrals anualitzats (és a dir, en cotes semblants a les del 2T). De fet, es tracta d'un creixement pròxim al potencial que atribuïm a l'economia nord-americana. En aquest entorn, una nova escalada en les tensions comercials i les noves mesures proteccionistes són riscos destacables per a l'activitat econòmica del país. No obstant això, algunes possibles mesures d'estímul fiscal durant el 2020 (any electoral) i la nova reducció de tipus d'interès efectuada per la Fed en la reunió del setembre poden contrarestar una part d'aquests elements disruptius. En concret, la institució monetària del país va rebaixar el tipus d'interès de referència en 25 p. b., fins a l'interval 1,75%-2,00%, al·legant el context de riscos globals, ja que va mantenir gairebé inalterat el quadre de perspectives macroeconòmiques: amb un creixement al voltant del 2,0% i sense una acceleració de les pressions inflacionistes a la vista.

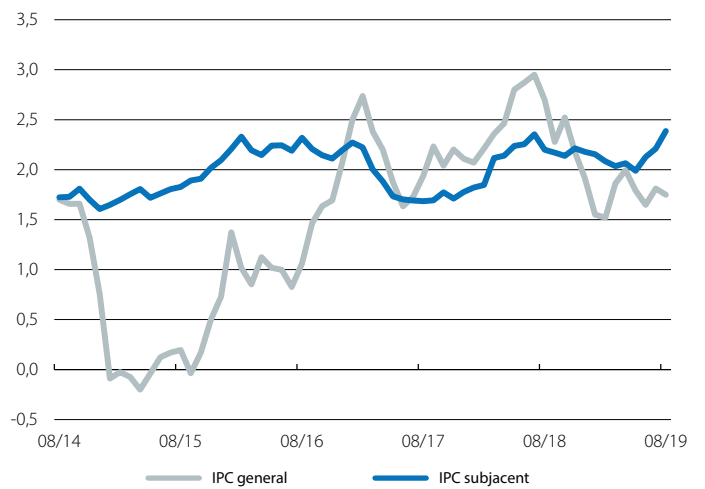
EMERGENTS

L'economia xinesa es continua desaccelerant, de manera que les autoritats continuaran estimulant l'economia. Els principals indicadors d'activitat de la Xina es van desaccelerar a l'agost. En concret, el creixement de la producció industrial es va moderar fins al 4,4% (el 4,8% al juliol), el registre més baix en 17 anys, mentre que les vendes minoristes també es van suavitzar, amb un creixement interanual del 7,5% (el 7,9% al juliol), llastades per la caiguda de les vendes d'automòbils (el -8,1% interanual). En la mateixa línia, les exportacions van recular l'1,0% interanual, llastades pel conflicte comercial i per la desacceleració global. Aquestes dades apunten al fet que l'economia xinesa es continua alentint, i ho podria estar fent una mica per damunt del que prevèiem uns mesos enrere. En aquest context, l'Executiu del país dona suport a l'economia amb diferents mesures, com les dirigides a impulsar la inversió en infraestructures. En concret, s'ha anunciat un increment de la quota de bons emesos per les corporacions locals destinats a finançar projectes d'inversió en infraestructures. Un suport que es mantindrà al llarg dels propers trimestres.

El PIB de Turquia es va contreure menys del que s'esperava en el 2T. En el 2T 2019, el PIB va caure l'1,5% interanual, menys del que es preveia perquè la contribució del sector exterior va ser significativament superior a la dels trimestres anteriors i va compensar amb escreix l'empitjorament de la demanda interna. La dada evidència que l'ajust macroeconòmic es materialitza amb intensitat, en especial en la dimensió exterior: en el 2T, el saldo per compte corrent va ser positiu, el +0,1% del PIB, una situació que no es donava des del 2002. Així i tot, les perspectives immediates continuaran llastades per la contracció de la demanda interna.

EUA: IPC

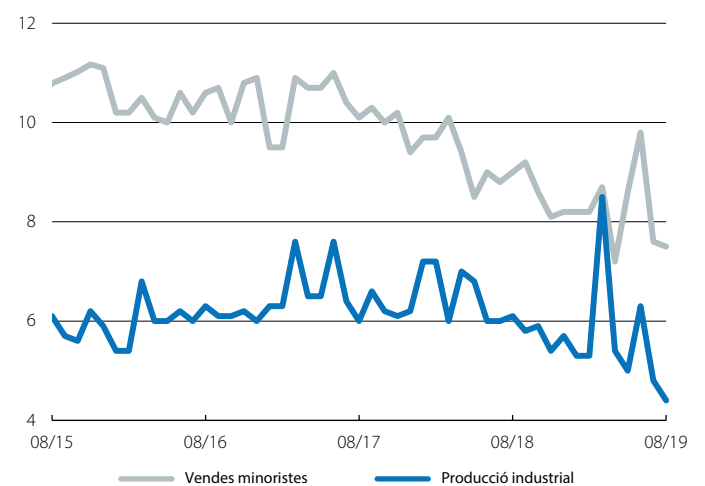
Variació interanual (%)



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

Xina: indicadors d'activitat

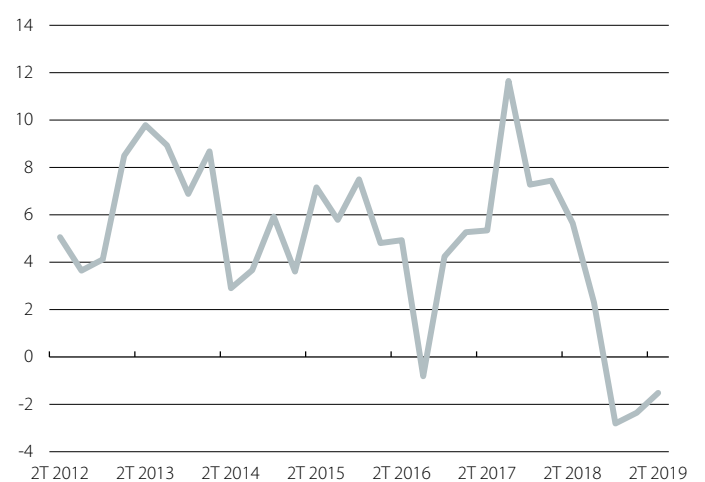
Variació interanual (%)



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

Turquia: PIB

Variació interanual (%)



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

Alemanya: per què la locomotora europea perd gas?

Després de créixer un destacable 2,8% el 2017, Alemanya es va desaccelerar de forma brusca el 2018, i, en els quatre últims trimestres, el creixement interanual ha estat, de mitjana, del 0,8%. En el 2T, de fet, el creixement es va situar en territori negatiu, i tot fa pensar que aquesta tendència s'ha mantingut en el 3T, la qual cosa comportaria l'entrada en recessió tècnica. Tot seguit, s'analitza per què.

El refredament alemany

Dos *shocks* adversos, un global i un altre sectorial, han afectat l'economia alemanya:

- **L'augment de la incertesa global** (arran del conflicte comercial entre els EUA i la Xina i de les tensions europees, com el *brexít* o les tibantors entre Itàlia i la Comissió Europea) ha provocat un alentiment del comerç internacional que ha llastat les exportacions alemanyes (desacceleració de 3,0 p. p. en la mitjana dels quatre últims trimestres en relació amb el primer semestre del 2018). A més a més, el deteriorament del sector manufacturer ha estat considerable, en bona part per una elevada dependència exterior (s'exporta el 59% de les manufactures alemanyes, segons les dades de l'OCDE), que el deixa més exposat a canvis en el cicle manufacturer global.

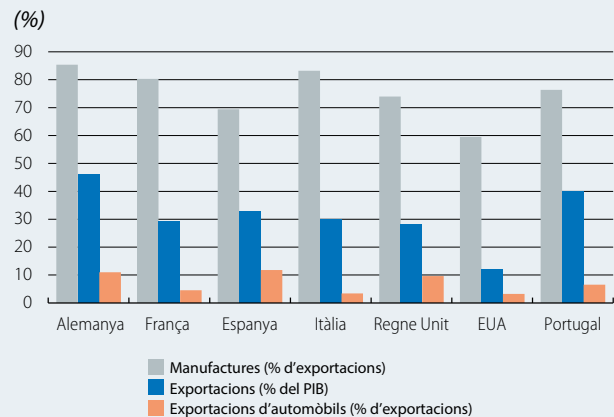
- La sensibilitat dels sectors exterior i industrial d'Alemanya a la demanda global queda ben il·lustrada pel fet que el creixement de les exportacions i de la producció industrial es va començar a reduir coincidint amb la desacceleració del creixement dels principals socis i ha seguit una evolució similar (vegeu el segon gràfic). Així, la desacceleració del PIB dels principals socis explica el 70% de l'alentiment exportador i un terç de la caiguda de la producció industrial.

- Quan analitzem les exportacions alemanyes cap als seus principals socis comercials des del començament de l'any (vegeu el tercer gràfic), observem que les contraccions més destacables s'han centrat en dues economies especialment afectades per l'elevada incertesa: el Regne Unit i Itàlia.¹ En el cas del Regne Unit, la acumulació d'existències en el 1T per afrontar un possible *brexít* sense acord explica la caiguda interanual del 20% de les exportacions alemanyes de l'abril i del maig.

- Al mateix temps, un altre *shock* ha afectat el sector de l'automòbil, que representa el 5% del PIB alemany i que és el sector manufacturer més interconnectat amb la resta de sectors. En concret, els ajustos de producció per adaptar-se a les noves regulacions d'emissions d'automòbils, que van entrar en vigor a la UE al setembre del 2018, i una disminució de la demanda global d'automòbils (en bona part, per una actitud de *wait and see* dels consumidors, per la incertesa reguladora i per l'expectativa d'un abara-

1. En el cas d'Espanya, la frenada del sector de l'automòbil, afectat pels canvis reguladors, és la principal causa: el 20% de les exportacions alemanyes a Espanya són d'automòbils (i de components de l'automoció), i aquestes exportacions han caigut el 9,3% interanual des del gener al juny.

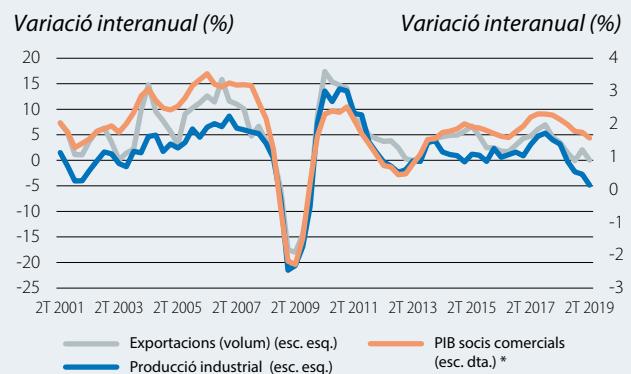
Importància de les manufactures i de l'automòbil al sector exterior



Nota: Dades del 2018. Les exportacions són de béns (excloem els serveis).

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Banc Mundial i del «World Factbook».

Alemanya: exportacions i PIB dels seus socis comercials



Nota: * Mitjana ponderada del creixement del PIB dels principals socis comercials d'Alemanya.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat, d'Oxford Economics i de l'Oficina Estadística Federal d'Alemanya.

timent dels cotxes híbrids i elèctrics gràcies als avanços tecnològics) han provocat una caiguda significativa tant de la producció de vehicles com de les exportacions de cotxes alemanys, que representen l'11% de les exportacions totals d'Alemanya, molt per damunt de la majoria d'economies de la zona de l'euro.

- El consum i la inversió, per la seva banda, es desacceleren en els últims trimestres, tot i que a un ritme molt més suau que el sector exterior (per exemple, el consum privat va créixer el 0,3% intertrimestral en els dos primers trimestres del 2019, en relació amb el 0,4% del 2017-2018; la inversió va créixer el 0,4% en el primer semestre del 2019, en relació amb l'1,0% del 2017-2018). Així, tot i que la demanda interna es continua mostrant resilient, gràcies al dinamisme del mercat laboral i a unes condicions financeres acomodaticies, si aquests *shocks* persisteixen més de l'esperat, podríem començar a veure una desacceleració més intensa d'aquests components.

Per què Alemanya?

- **Alemanya és una economia molt més oberta que la resta de les principals economies europees** i més integrada en les cadenes de valor globals. Per tant, la incertesa global la penalitza més. L'evidència històrica mostra que el grau de sensibilitat de les exportacions a un shock d'incertesa global d'una magnitud com la del que s'ha desencadenat en els últims mesos és clarament superior a Alemanya que en altres economies, com França, Espanya o Portugal. Els resultats mostren que **l'impacte negatiu és més gran sobre les exportacions alemanyes** i només és significatiu en el seu cas (vegeu el quart gràfic).
- **El sector manufacturer alemany està més orientat a l'exterior** que la resta d'economies de la zona de l'euro, de manera que es veu més afectat per la desacceleració de les exportacions. L'evidència històrica mostra que, a Alemanya, una desacceleració de les exportacions es transmet amb més força a l'activitat manufacturera (vegeu el cinquè gràfic).
- Un altre factor, una mica més subtil, és que **Alemanya es troba en una fase més madura del cicle expansiu**, de manera que, possiblement, el seu creixement s'havia de suavitzar de tota manera. Alguns indicadors de mercat laboral donen suport a aquesta visió: per exemple, **la ràtio de vacants** que mostra el grau de tensionament del mercat laboral, és molt superior a Alemanya (el 3,3%) que en països com França (l'1,3%), Itàlia (l'1,2%), Espanya (el 0,9%) o Portugal (l'1,0%). Un altre índex de la maduresa del cicle és el creixement salarial, que és més intens a Alemanya (del 3,2% en el 2T 2019, en relació amb el 2,7% del conjunt de la zona de l'euro).

Perspectives: i, d'ara endavant, què?

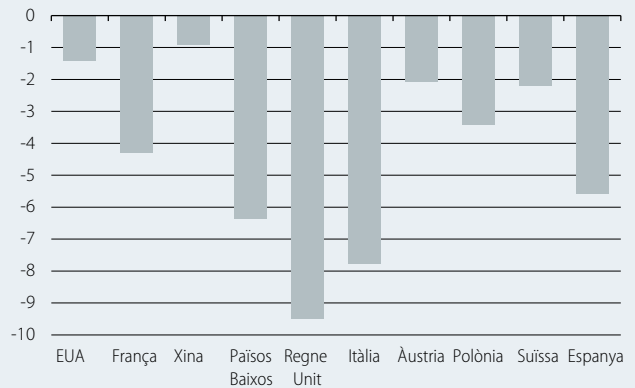
- No sembla que la incertesa sobre els conflictes geopolítics hagi de desaparèixer a curt termini, de manera que tot fa pensar que **l'economia alemanya continuarà mostrant feblesa fins al final d'enguany**. Un element que cal tenir en compte és que, segons les nostres previsions, **el creixement dels socis comercials d'Alemanya s'estabilitzarà**, la qual cosa pot generar un modest repunt de les exportacions en els propers trimestres.
- La relativa resiliència de la demanda interna i la fortaleça d'un mercat laboral en plena ocupació (la taxa d'atur, del 3,0%, està en mínims històrics) suggereixen que, si la incertesa es mitiga, Alemanya recuperarà el pols a partir del 2020.
- Si fos necessari, Alemanya té marge fiscal per a un estímul important (segons el ministre de Finances, podria arribar a 50.000 milions d'euros, l'1,4% del PIB). Amb un saldo fiscal que podria tancar el 2019 amb un superàvit proper a l'1,0% del PIB, Alemanya es pot permetre impulsar inversions que donin suport no solament al creixement a curt termini, sinó també a la competitivitat de l'economia a mitjà i llarg termini (per exemple, mitjançant les millores d'infraestructures clau i donant suport a la transició energètica del sector industrial i de l'automobilístic en particular).

Javier Garcia-Arenas

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

Alemanya: exportacions cap als 10 primers socis comercials

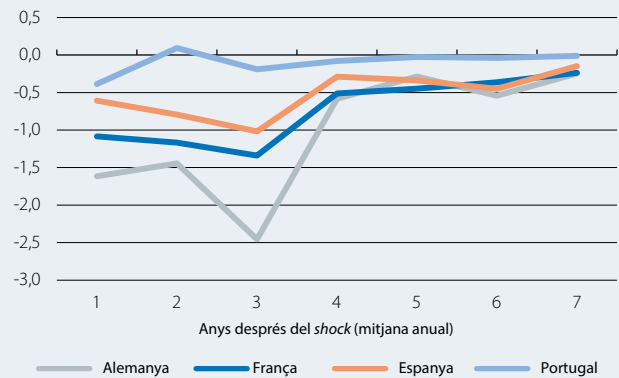
Variació interanual (gener-maig 2019, %)



Font: CaixaBank Research, a partir de la Direcció d'Estadístiques de Comerç (DOTS) de l'FMI.

Resposta del creixement de les exportacions a un shock d'incertesa global

(p. p.)

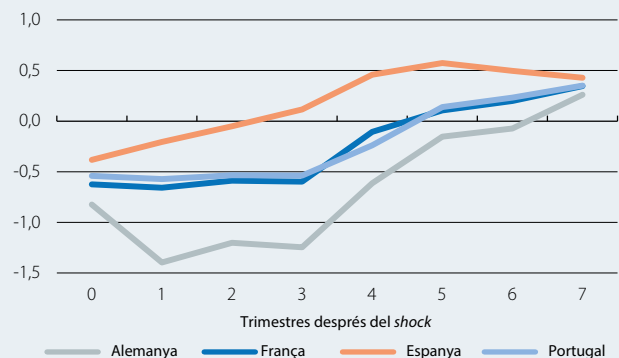


Nota: S'estima un vector autoregressiu de sisè ordre que inclou les dades trimestrals de l'índex d'incertesa global de Baker, Bloom i Davis, el deflactor mundial del PIB per als béns exportats i el creixement interanual de les exportacions del país. Simulem un shock exogen que incrementa la incertesa global en 100 punts (l'increment vist entre el 3T 2018 i el 2T 2019 en relació amb els dos primers trimestres del 2018). És significatiu al 95% per a Alemanya en els primers trimestres.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de les estadístiques oficials dels països.

Resposta del creixement de la producció industrial a un shock advers sobre les exportacions

(p. p.)



Nota: S'estima un vector autoregressiu de sisè ordre que inclou dades trimestrals del creixement de les exportacions, del PMI manufacturer, del creixement de la producció industrial i del PMI de serveis (per a Portugal, no incloem els PMI, ja que no existeixen). Shock sobre el creixement de les exportacions de mitja desviació estàndard (equivalent a una desacceleració de 3,0 p. p., que és el que s'ha observat a Alemanya). L'impacte és significatiu al 95% per a tots els països en els primers trimestres.

Font: CaixaBank Research.

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

ESTATS UNITS

	2017	2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	06/19	07/19	08/19
Activitat									
PIB real	2,4	2,9	3,1	2,5	2,7	2,3	–	–	...
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	4,5	4,7	5,4	3,4	3,4	3,6	3,8	4,1	4,2
Confiança del consumidor (valor)	120,5	130,1	132,6	133,6	125,8	128,3	124,3	135,8	134,2
Producció industrial	2,3	3,9	5,0	4,0	2,9	1,2	1,1	0,5	0,4
Índex d'activitat manufacturera (ISM) (valor)	57,4	58,8	59,7	56,9	55,4	52,2	51,7	51,2	49,1
Habitatges iniciats (milers)	1.209	1.250	1.234	1.185	1.213	1.256	1.233	1.215	1.364
Case-Shiller preu habitatge 2a mà (valor)	200	211	212	214	215	216	216	216	...
Taxa d'atur (% pobl. activa)	4,4	3,9	3,8	3,8	3,9	3,6	3,7	3,7	3,7
Taxa d'ocupació (% pobl. > 16 anys)	60,1	60,4	60,4	60,6	60,7	60,6	60,6	60,7	60,9
Balança comercial ¹ (% PIB)	-2,8	-2,4	-2,9	-3,0	-3,0	-3,1	-3,1	-3,1	...
Preus									
Inflació general	2,1	2,4	2,6	2,2	1,6	1,8	1,6	1,8	1,7
Inflació subjacent	1,8	2,1	2,2	2,2	2,1	2,1	2,1	2,2	2,4

JAPÓ

	2017	2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	06/19	07/19	08/19
Activitat									
PIB real	1,9	0,8	0,1	0,3	1,0	0,8	–	–	...
Confiança del consumidor (valor)	43,8	43,6	43,4	42,8	41,3	39,5	38,7	37,8	37,1
Producció industrial	2,9	1,0	-0,1	0,5	-1,1	-1,2	-2,2	-1,1	-2,0
Índex activitat empresarial (Tankan) (valor)	19,0	20,8	19,0	19,0	12,0	7,0	–	–	5,0
Taxa d'atur (% pobl. activa)	2,8	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,3	2,2	2,2
Balança comercial ¹ (% PIB)	0,5	-0,1	0,1	-0,2	-0,3	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6
Preus									
Inflació general	0,5	1,0	1,1	0,9	0,3	0,8	0,7	0,6	0,2
Inflació subjacent	0,1	0,3	0,3	0,3	0,4	0,6	0,6	0,6	0,5

XINA

	2017	2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	06/19	07/19	08/19
Activitat									
PIB real	6,8	6,6	6,5	6,4	6,4	6,2	–	–	...
Vendes al detall	10,3	9,0	9,0	8,3	8,5	8,5	9,8	7,6	7,5
Producció industrial	6,6	6,2	6,0	5,7	6,4	5,6	6,3	4,8	4,4
PMI manufactures (oficial)	51,6	50,9	51,1	49,9	49,7	49,6	49,4	49,7	49,5
Sector exterior									
Balança comercial ^{1,2}	420	352	349	352	381	396	396	413	422
Exportacions	7,9	9,9	11,7	4,0	1,2	-1,0	-1,3	3,3	-1,0
Importacions	16,3	15,8	20,4	4,4	-4,5	-4,0	-7,3	-5,4	-5,6
Preus									
Inflació general	1,6	2,1	2,3	2,2	1,8	2,6	2,7	2,8	2,8
Tipus d'interès de referència ³	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Renminbi per dòlar	6,8	6,6	6,8	6,9	6,8	6,8	6,9	6,9	7,1

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

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

ZONA DE L'EURO

Indicadors d'activitat i ocupació

Valors, llevat que s'indiqui el contrari

	2017	2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	06/19	07/19	08/19
Vendes al detall (variació interanual)	2,5	1,6	1,3	1,6	2,5	2,0	2,8	2,2	...
Producció industrial (variació interanual)	3,0	0,9	0,5	-2,0	-0,5	-1,3	-2,4	-2,0	...
Confiança del consumidor	-5,4	-4,9	-5,1	-6,4	-7,0	-7,0	-7,2	-6,6	-7,1
Sentiment econòmic	110,1	111,2	110,9	108,8	106,0	104,1	103,3	102,7	103,1
PMI manufactures	57,4	55,0	54,3	51,7	49,1	47,7	47,6	46,5	47,0
PMI serveis	55,6	54,5	54,4	52,8	52,4	53,1	53,6	53,2	53,5
Mercat de treball									
Ocupació (persones) (variació interanual)	1,6	1,5	1,4	1,4	1,4	1,2	-	-	...
Taxa d'atur (% pobl. activa)	9,1	8,2	8,0	7,9	7,8	7,6	7,5	7,5	7,4
Alemanya (% pobl. activa)	3,8	3,4	3,4	3,3	3,2	3,1	3,1	3,1	3,1
França (% pobl. activa)	9,4	9,1	9,0	8,9	8,7	8,5	8,5	8,5	8,5
Itàlia (% pobl. activa)	11,3	10,6	10,3	10,5	10,3	9,9	9,7	9,8	9,5
PIB real (variació interanual)	2,7	1,9	1,7	1,2	1,3	1,2	-	-	...
Alemanya (variació interanual)	2,8	1,6	1,1	0,6	0,9	0,4	-	-	...
França (variació interanual)	2,4	1,7	1,5	1,2	1,3	1,4	-	-	...
Itàlia (variació interanual)	1,8	0,7	0,5	0,0	-0,1	-0,1	-	-	...

Preus

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

	2017	2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	06/19	07/19	08/19
General	1,5	1,8	2,1	1,9	1,4	1,4	1,3	1,0	1,0
Subjacent	1,1	1,2	1,2	1,2	1,1	1,2	1,3	1,1	1,1

Sector exterior

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

	2017	2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	06/19	07/19	08/19
Saldo corrent	3,4	3,4	3,6	3,4	3,3	2,9	2,9	2,9	...
Alemanya	8,1	7,3	7,6	7,3	7,2	7,1	7,1	7,3	...
França	-0,7	-0,6	-0,7	-0,6	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	...
Itàlia	2,6	2,5	2,6	2,5	2,5	2,6	2,6	2,7	...
Tipus de canvi efectiu nominal¹ (valor)	96,5	98,9	99,2	98,5	97,3	97,3	97,9	97,5	98,1

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2017	2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	06/19	07/19	08/19
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres ²	2,5	3,8	4,2	4,0	3,7	3,9	3,9	3,9	...
Crèdit a les llars ^{2,3}	2,6	3,0	3,1	3,2	3,3	3,3	3,3	3,4	...
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres ⁴ (%)	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	...	...
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge ⁵ (%)	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	...	...
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	10,1	7,9	7,3	7,1	7,0	7,7	7,7	8,3	...
Altres dipòsits a curt termini	-2,7	-1,5	-1,4	-0,9	-0,4	0,4	-0,1	0,1	...
Instrumentos negociables	1,4	-4,4	-5,6	-3,4	-3,7	-4,6	-4,7	-1,2	...
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars (%)	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	...	...

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

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

L'economia espanyola creix a un ritme més moderat del que s'havia anticipat

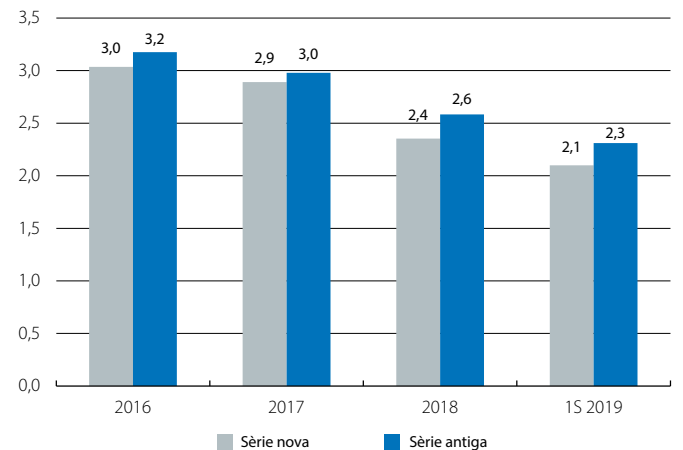
La revisió estadística del PIB reflecteix un creixement més moderat. El mes de setembre ha estat marcat per un conjunt de revisions de sèries històriques de variables macroeconòmiques que han modificat, en certa manera, l'anàlisi de la conjuntura actual. L'Institut Nacional d'Estadística (INE) va revisar a la baixa el creixement anual del PIB entre el 2016 i el 2018 i, més concretament, va disminuir en 0,2 p. p. el creixement de l'activitat el 2018, fins al 2,4%. Així mateix, la institució va revisar a la baixa en 0,2 i en 0,1 p. p. el creixement intertrimestral del PIB en el 1T i en el 2T 2019, respectivament. Per components, el principal factor que explica la revisió a la baixa del creixement el 2018 és el consum privat, que passa de créixer el 2,3% anual a l'1,8%. Aquest menor creixement del consum en un context domèstic favorable, de funcionament ferm del mercat laboral i de condicions financeres acomodaticies (sustentades pel BCE) podria reflectir que els consumidors van reaccionar a l'augment de la incertesa en l'entorn exterior i van modificar les decisions de despesa per dotar-se d'una major solidesa financera davant l'augment dels riscos baixistes. En aquest sentit, l'INE també ha revisat la sèrie de la taxa d'estalvi, que ara mostra que l'estalvi de les llars se situa, tal com veurem més endavant, en cotes més altes de les estimades amb anterioritat. En conjunt, les noves dades ens mostren una demanda interna que avança a ritmes més moderats del que s'havia previst, arran d'un entorn internacional més exigent, i ens empenyen a revisar les nostres previsions de creixement a la baixa en 0,4 p. p. (respecte de les nostres previsions de juliol) el 2019 i el 2020, fins a l'1,9% i l'1,5%, respectivament.

Els indicadors d'activitat apunten a un creixement moderat en el 3T. Els últims indicadors d'activitat mostren que el comportament dispar entre el sector serveis i el sector industrial (que hem observat des del final del 2018) es manté. Així, mentre que el PMI del sector manufacturer de l'agost es va situar en els 48,8 punts, encara per sota del llindar de creixement dels 50 punts, l'homòleg del sector serveis va pujar 1,4 punts, fins als 54,3 punts. De la mateixa manera, mentre que, al juliol, la producció industrial va mantenir un to moderat i va créixer el 0,8% interanual, un ritme contingut i similar a la mitjana de la primera meitat de l'any (el 0,7%), les vendes minoristes van créixer a un ritme notable, del 3,2% interanual. En conjunt, atesos aquests i altres indicadors, el model de previsió del PIB de CaixaBank Research apunta al fet que el creixement del PIB en el 3T se situarà al voltant del 0,3%-0,4% intertrimestral.

La creació d'ocupació es desaccelera de forma gradual, però els salaris continuen a l'alça. Les dades d'afiliació a la Seguretat Social mostren que l'ocupació va créixer el 2,55% interanual a l'agost, un ritme lleugerament inferior al del mes anterior (el 2,6%). D'aquesta manera, es va materialitzant una desacceleració del mercat laboral que era més gradual del que s'esperava en la primera meitat de l'any. Per la seva banda, l'augment progressiu dels costos laborals va continuar en el 2T 2019. Així, segons l'enquesta trimestral, el cost laboral per hora efectiva va avançar el 3,1% interanual en el 2T, un registre +0,6 p. p. supe-

Revisió de la sèrie del PIB

Variació anual (%) *



Nota: * Excepte la dada 1S 2019, que correspon a la mitjana de la variació interanual del 1T i del 2T 2019.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

Espanya: PIB

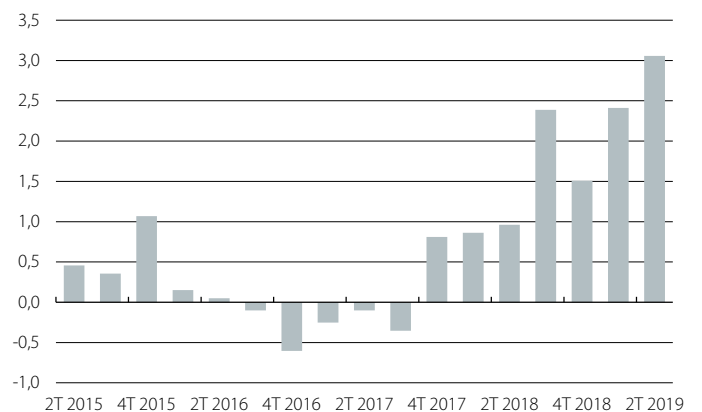
Variació intertrimestral (%)



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

Espanya: cost laboral per hora efectiva *

Variació interanual (%)



Nota: * Corregit per calendari i desestacionalitzat.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE (ETCL).

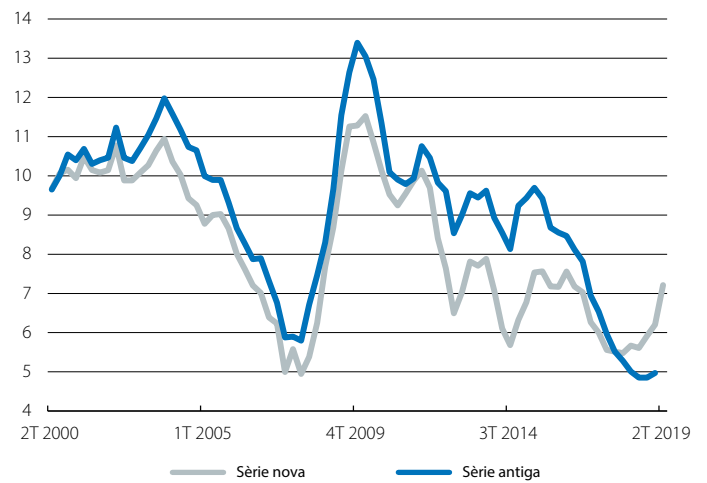
rior al del 1T 2019. Al seu torn, el cost salarial per hora efectiva, que representa més de dues tercers parts del total del cost laboral, va augmentar el 2,7% (el +2,2% en el 1T 2019). D'aquesta manera, prossegueix la recuperació dels salaris, que també es pot observar en els augments salarials pactats als convenis col·lectius, del 2,3% a l'agost de 2019.

La desacceleració del consum privat s'ha traslladat a un augment de l'estalvi. Amb les noves dades disponibles, es pot apreciar que la taxa d'estalvi, després d'assolir un mínim al final del 2017, es va començar a recuperar i va assolir el 7,2% de la renda bruta disponible (acumulat de quatre trimestres) en el 2T 2019. Aquesta dada contrasta amb l'estimació prèvia, que mostrava que l'estalvi de les llars havia caigut de manera sostinguda des de mitjan 2015 fins a estabilitzar-se al voltant del 5,0% en el 1T 2019. Aquest increment de l'estalvi, tot i que empeny menys l'actual ritme de creixement, reforça l'economia davant els possibles riscos baixistes.

El saldo per compte corrent es manté estable gràcies al menor ritme importador. El Banc d'Espanya ha dut a terme, en coordinació amb els països de la UE, amb el BCE i amb Eurostat, una revisió important de la sèrie. Aquesta revisió no canvia les tendències que operen sobre la balança de pagaments des del 2016, però incrementa el nivell del superàvit corrent en 1,1 p. p. de PIB. Amb les dades noves, en l'acumulat de 12 mesos fins al juliol del 2019, el saldo per compte corrent es va situar en els 21.945 milions d'euros (l'1,79% del PIB), un nivell semblant al registre del mes anterior (l'1,75% del PIB). Aquesta estabilitat (que contrasta amb el deteriorament sostingut del saldo per compte corrent entre el final del 2016 i el març del 2019) és deguda, principalment, a la partida de béns no energètics, que s'ha estabilitzat des de l'abril per la desacceleració de les importacions: al juliol, van créixer l'1,9% interanual (acumulat de 12 mesos), per sota del 2,5% del mes anterior i del 5,9% del juliol del 2018. No obstant això, l'entorn internacional advers es continua manifestant en la feblesa de les exportacions, que, al juliol, van avançar un modest 1,3% (l'1,6% al juny i el 4,4% al juliol del 2018).

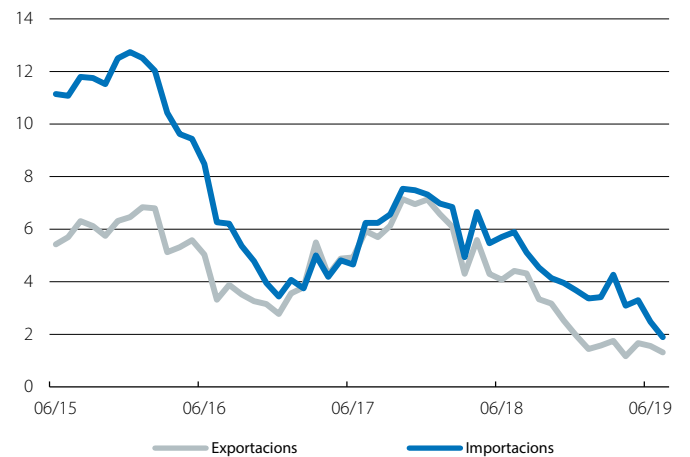
El mercat immobiliari emet indicis de moderació. El preu de taxació de l'habitatge va reduir el ritme d'avanç en el 2T 2019, amb un augment del 0,1% intertrimestral (l'1,1% en el 1T). Així mateix, en el 2T 2019, el preu de transacció de l'habitatge també va reduir el ritme de creixement en 0,3 p. p., fins a l'1,2% intertrimestral. L'alentiment del preu de l'habitatge s'emmarca en un context en què la demanda mostra signes d'estabilització. Més concretament, les compravendes d'habitatge amb prou feines han crescut des del gener d'enguany (el 0,6% en l'acumulat del gener al juliol), tot i que aquesta desacceleració és deguda, en part, a l'impacte temporal de la implementació de la nova llei hipotecària (les compravendes van caure el 9,0% al juny), tot i que, al juliol, es van recuperar (el +3,8%). Així mateix, els indicadors d'oferta també es desacceleren, per bé que el creixement del sector de la construcció continua sent significativament superior al del conjunt de l'economia. De cara als propers trimestres, la moderació del ritme de creixement del sector tindrà continuïtat, en un context d'alentiment del ritme de creixement de l'economia, tot i que això no s'ha interpretar com un signe de feblesa del sector, sinó, més aviat, com una normalització cap a taxes de creixement més sostenibles després del fort repunt experimentat durant la recuperació.

Espanya: taxa d'estalvi
(% de la renda bruta disponible)



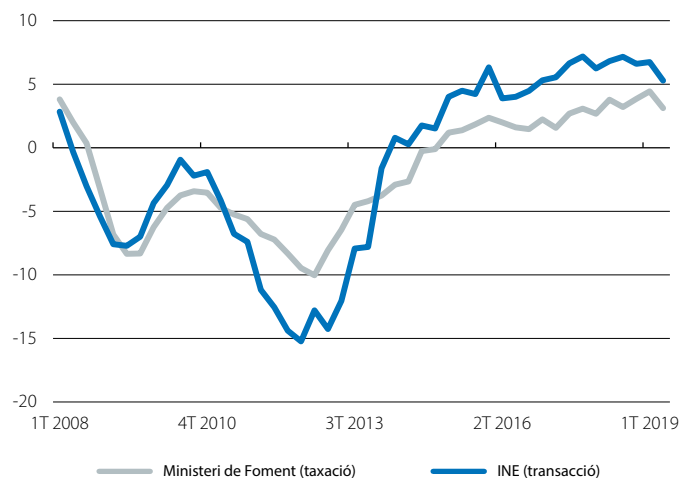
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

Espanya: comerç exterior de béns *
Variació interanual de l'acumulat de 12 mesos (%)



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

Espanya: preu de l'habitatge lliure
Variació interanual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE i del Ministeri de Foment.

El potencial del Regne Unit per a Espanya després del *brexít*

- En aquest article analitzem en quina mesura serà més difícil per a les empreses espanyoles establir relacions d'internacionalització amb el Regne Unit després del *brexít*.
- Amb aquesta finalitat, fem ús de l'Índex CaixaBank per a la Internacionalització Empresarial (ICIE), que classifica els països estrangers en funció del potencial que ofereixen d'internacionalització per a les empreses espanyoles, i analitzem l'impacte que tindria per als quatre escenaris de *brexít* que planteja el Banc d'Anglaterra.
- El Regne Unit mantindria una posició destacada dins el *ranking* ICIE cinc anys després del *brexít*, tot i que el valor de l'índex ICIE seria superior en un escenari de *brexít* suau, gràcies a l'existència d'un acord de lliure comerç relativament ampli amb la UE.

La incertesa que genera el *brexít* ja afecta el creixement econòmic (principalment del Regne Unit i, en particular, en forma d'una paralització dels projectes d'inversió) i pot dificultar les relacions empresarials amb Espanya a curt termini. No obstant això, aquest no és el marc temporal que es té en compte en aquest article, sinó l'afectació a mitjà i a llarg termini (cinc anys). En aquest marc temporal, la relació amb la via de sortida que s'adopti determinarà el grau de dificultat per a les empreses espanyoles a l'hora d'establir vincles d'internacionalització amb el Regne Unit, ja que les relacions que mantenim amb el país anglosaxó són estretes (vegeu el primer gràfic).¹

Què és l'ICIE?

Per valorar l'impacte del *brexít* des d'aquesta òptica, utilitzem l'Índex CaixaBank per a la Internacionalització Empresarial (ICIE), que classifica 67 països en funció del potencial d'internacionalització que ofereixen per a les empreses espanyoles d'acord amb diversos aspectes clau, com el grau d'accessibilitat al mercat de cada país, la facilitat d'operar a cada mercat, l'atractiu comercial, l'entorn financer i innovador, i l'estabilitat institucional i macro-

econòmica.² En el cas de l'ICIE 2019, del total de 67 economies analitzades, el Regne Unit ocupa la segona posició, per darrere de França, en potencial d'internacionalització. És important precisar que l'ICIE recull, principalment, fets sobre el país analitzat, i no tant les possibles evolucions futures. En aquest sentit, l'exercici que plantejem tot seguit intenta capturar el que representaria la materialització del *brexít* per a l'ICIE.

Escenaris de *brexít* del Banc d'Anglaterra

Per a l'anàlisi, ens basem en els quatre escenaris de *brexít* que planteja el Banc d'Anglaterra i en les seves estimacions d'impacte a cinc anys vista sobre un gran nombre de variables econòmiques i financeres (vegeu la taula).³

Per entendre les implicacions dels quatre escenaris, cal tenir en compte el marc actual del que gaudeix el Regne Unit com a membre de la UE, pel qual participa de la lliure circulació de mercaderies, de persones, de serveis i de capitals.

El primer i menys negatiu dels escenaris («relació prope-
ra») planteja una desconexió pactada entre les dues parts, amb un període de transició de dos anys, durant el

Descripció dels escenaris de *brexít*

	Escenaris amb acord		Escenaris sense acord	
	Relació prope- ra	Relació menys prope- ra	Escenari disruptiu	Escenari desordenat
Comerç de béns i serveis	<ul style="list-style-type: none"> • No s'apliquen aranzels ni controls duaners. • Barreres al comerç de serveis no financers. 	<ul style="list-style-type: none"> • No s'apliquen aranzels. • S'implanten controls duaners el 2021. • Barreres al comerç de serveis no financers. 	<ul style="list-style-type: none"> • S'apliquen els aranzels contemplats per l'OMC. • S'introdueixen controls duaners. • Barreres en comerç de béns: la UE no reconeix els estàndards de producció del Regne Unit. • Barreres en comerç de serveis: regressió a regles OMC. 	
Moviment de capitals	<ul style="list-style-type: none"> • Pèrdua continguda de drets de <i>passporting</i> per a serveis financers. 	<ul style="list-style-type: none"> • Pèrdua apreciable de drets de <i>passporting</i> per a serveis financers. 	<ul style="list-style-type: none"> • Pèrdua total de drets de <i>passporting</i> per a serveis financers (reversió a regles OMC). 	
Nou context comercial	<ul style="list-style-type: none"> • Es mantenen els TLC* existents amb tercers. • Funcionament correcte de les duanes, atesa l'adaptació durant el període de transició (fins al 2021). 		<ul style="list-style-type: none"> • Es mantenen els TLC * existents amb tercers. • Lleugers retards a les duanes. 	<ul style="list-style-type: none"> • Es perden els TLC * existents. • Disrupcions severes a les duanes.
Incertesa macroeconòmica	<ul style="list-style-type: none"> • La incertesa es modera al final del 2019. 	<ul style="list-style-type: none"> • La incertesa es modera al final del 2021. 	<ul style="list-style-type: none"> • S'assoleix un nivell d'incertesa similar a l'assolit després del referèndum. 	<ul style="list-style-type: none"> • S'assoleix un nivell d'incertesa superior a l'assolit després del referèndum.

Nota: * TLC és Tractat de Lliure Comerç.

Font: Banc d'Anglaterra (2018).

1. Per a més detalls, vegeu el Document de Treball de CaixaBank Research 02/19 que publicarem properament, on s'expliciten els elements que s'exposen de forma resumida en aquest article.

2. Per a més detalls sobre l'ICIE, vegeu l'Índex CaixaBank d'Internacionalit-

zació Empresarial – ICIE 2019 i l'article «ICIE 2019: una brúixola per guiar-se en els mercats de l'exterior», a l'IM09/2019.

3. Vegeu Banc d'Anglaterra (2018), «EU withdrawal scenarios and monetary and financial stability: A response to the House of Commons Treasury Committee».

qual el Regne Unit i la UE acordarien una **relació bilateral estreta**. Això implicaria que s'aplicarien certes barreres al comerç de serveis⁴ i al moviment de capitals. El segon escenari («**relació menys propera**») és molt similar al primer, tot i que, en aquest cas, es pactaria un **acord comercial menys ampli**, mitjançant el qual s'imposarien barreres aranzelàries i controls duaners, a més de barreres reguladores més rígides sobre el moviment de capitals, que afectarien el 50% dels fluxos actuals. Malgrat tot, els dos escenaris s'emmarcarien dins del que s'ha anomenat *brexit* suau o *soft brexit*, ja que tindrien lloc després d'un acord entre Londres i Brussel·les.

Els altres dos escenaris contempen una sortida sense acord (*brexit dur* o *hard brexit*), després de la qual la **relació comercial entre el Regne Unit i la UE passaria a regirse per les normes de l'Organització Mundial del Comerç** (és a dir, s'aplicarien aranzels, controls duaners, barreres no aranzelàries al comerç de béns i serveis, etc.). Això implicaria l'absència d'un període de transició fins a l'entrada en vigor del nou marc comercial, la qual cosa implicaria, entre altres problemes, seriosos retards a les duanes. El punt diferencial entre aquests dos escenaris és que, en el primer («**escenari disruptiu**»), a diferència del segon («**escenari desordenat**»), el Regne Unit mantindria els acords comercials amb tercers països (com succeeix en l'actualitat en ser un Estat membre de la UE).

Principals resultats de l'anàlisi

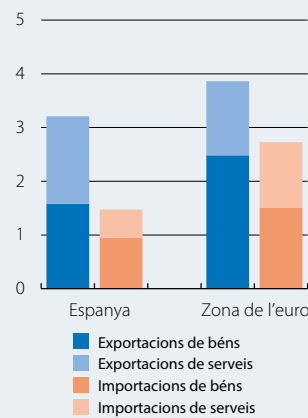
En tots els escenaris, el **Regne Unit continuaria gaudint d'una posició avantatjosa dins el ranking de l'ICIE**. És a dir, cinc anys després del *brexit*, continuaria sent un país atractiu per a les empreses espanyoles que es plantejessin internacionalitzar-se. En concret, es mantindria en la segona posició del *ranking* de l'ICIE en els dos escenaris de *brexit* suau i baixaria fins a la quarta posició en els dos escenaris de *brexit* dur. La raó que es mantingui entre els primers llocs és que la formalització de la separació del Regne Unit de la UE no canviarà de forma significativa els forts vincles d'inversió que l'uneixen a Espanya, l'avançat marc administratiu i legal britànic o la seva preparada força laboral, entre altres aspectes rellevants per a la internacionalització. De fet, **el Regne Unit no s'allunyaria de la posició que ocupen actualment els EUA en el ranking de l'ICIE 2019: un país avançat, també anglosaxó, que no forma part de la UE i que, geogràficament, està més lluny que el Regne Unit**.

El principal factor diferencial entre el valor de l'ICIE en els dos primers escenaris (*soft brexit*) en relació amb el valor en els dos segons (*hard brexit*) és l'existència o no d'un acord de lliure comerç relativament ampli amb la UE, atès que un acord d'aquest tipus és un element clau que les empreses valoren quan decideixen establir relacions comercials, d'inversió o d'un altre tipus amb un país estranger. En concret, aquest element, reflectit, en gran part, al pilar d'«**Accessibilitat**» de l'ICIE, explica més de la meitat de la caiguda en l'índex del Regne Unit en cas de

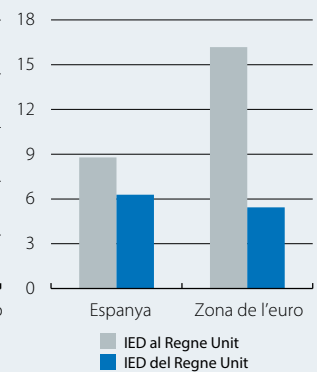
4. En particular, els serveis financers perdrien el passaport per operar.

Relacions bilaterals de comerç i inversió amb el Regne Unit

Exportacions i importacions
(% del PIB)



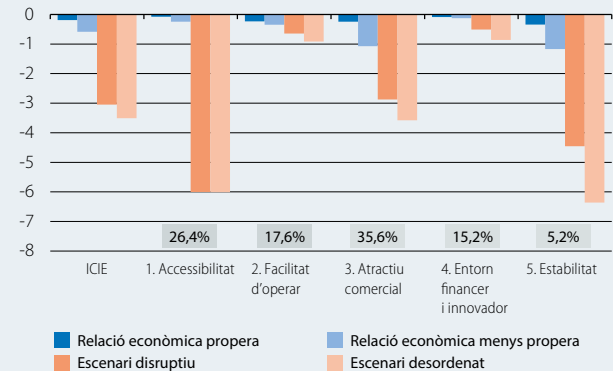
Stock d'inversió estrangera directa
(% del PIB)



Nota: Relacions bilaterals d'Espanya i de la zona de l'euro amb el Regne Unit expressades com a percentatge del PIB d'Espanya i de la zona de l'euro, respectivament.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i del Banc d'Espanya.

ICIE: impacte dels escenaris de brexit en el valor dels pilars

Variació en punts (mín. 0 - màx. 10)



Nota: Els percentatges mostrats als requadres indiquen el pes de cada pilar de l'ICIE.
Font: CaixaBank Research.

brexit dur. L'altra meitat de la caiguda respon a altres factors, com la pèrdua de poder adquisitiu dels consumidors britànics, a causa d'una lliura més feble en relació amb l'euro, arran d'una situació macroeconòmica pitjor que la prevista en cas d'un *brexit* suau.

Així, aquest exercici mostra que, **a mitjà termini, la certa sobre el nou marc de relacions, un marc legal i institucional sòlid i les relacions comercials i econòmiques existents haurien d'afavorir el retorn a una certa normalitat, en la qual el Regne Unit continuaria sent un soci preferencial per a les empreses espanyoles**. Tot i que, de nou, és important destacar que això no significa que, durant el procés de sortida del Regne Unit de la UE, la incertesa sobre el procés mateix pugui travar de forma notable les relacions d'internacionalització d'Espanya amb el Regne Unit.

Clàudia Canals,
Javier Ibáñez de Aldecoa i Josep Mestres

Prenent el pols a la competitivitat de l'economia espanyola: part I

- Malgrat que la productivitat espanyola s'ha recuperat del deteriorament sostingut que va patir durant la primera dècada dels 2000, continua sent inferior a la dels principals socis europeus en termes de producte per hora treballada (amb l'excepció de Portugal).
- La menor productivitat de l'economia espanyola no és deguda a la composició sectorial de l'economia en relació amb altres països, sinó al fet que els sectors de la seva economia són menys productius.

Com mesurem la competitivitat?

La competitivitat d'un país mostra «el grau en què (el país) pot produir béns i serveis amb exposició a la competència dels mercats internacionals mentre manté i expandeix els ingressos reals dels seus individus a llarg termini». ¹ Els seus determinants són, doncs, un conjunt d'institucions, de polítiques i de factors que estan interrelacionats i que inclouen elements com el capital humà del país, el grau d'innovació incorporat en els productes i en els serveis que generen les seves empreses, l'eficiència dels processos productius i organitzatius d'aquestes empreses, i molts altres factors. Així, queda clar que una avaluació de tots els seus determinants és un projecte de gran envergadura. ²

No obstant això, a més de fer-ho mitjançant l'avaluació d'aquests factors determinants, també és possible mesurar la competitivitat a partir dels resultats que se'n deriven. En aquest sentit, dues tipologies d'indicadors ajuden a mesurar la competitivitat d'un país, **els indicadors de productivitat, i els indicadors relacionats amb el funcionament del sector exterior.**

Una major competitivitat hauria d'estar relacionada amb una major eficiència productiva en relació amb la dels altres països i, per tant, amb una major productivitat relativa. Així mateix, cal esperar que un país competitiu sigui un país que aconsegueixi guanyar quotes de mercat en relació amb els seus competidors. ³

En aquest article, ens centrarem en l'anàlisi del comportament dels indicadors de productivitat de l'economia espanyola i compararem la seva evolució amb la d'altres economies desenvolupades.

Indicadors de productivitat

La productivitat mesura el grau d'eficiència en l'ús de les entrades en un procés productiu. Així, un augment de la productivitat denota que es necessita una menor quantitat d'entrades per produir la mateixa unitat de producte o de servei.

1. Vegeu OCDE (1992), «Technology and the Economy: the Key Relationships», París.

2. El Global Competitiveness Report del WEF documenta gairebé un centenar de determinants de competitivitat que utilitza per elaborar un *ranking* de països. No obstant això, no permet establir com aquests determinants s'utilitzen i es combinen per incrementar-la. Per a més detalls, vegeu <http://reports.weforum.org/global-competitiveness-report-2018/>.

3. Un país pot guanyar quota de mercat al mercat internacional sense haver guanyat en productivitat relativa en introduir productes/serveis nous en aquests mercats.

Els dos principals indicadors per mesurar la productivitat són:

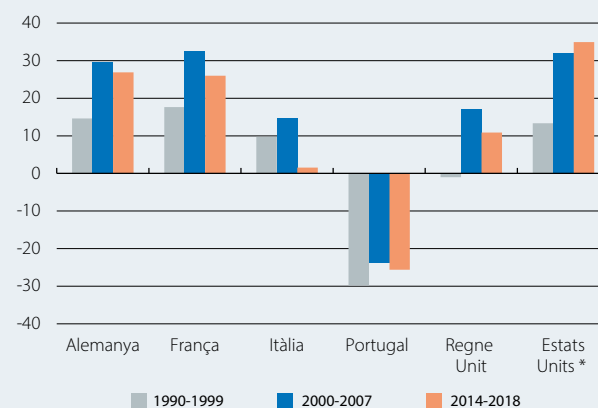
- **La productivitat total dels factors (PTF)**, o la part de l'increment del producte que no s'explica per l'acumulació de factors de producció (com el capital o l'ocupació). El problema d'aquest indicador és que és difícil de mesurar.
- **La productivitat aparent del treball**, o el producte per hora treballada. Aquesta mesura està influenciada per altres factors, com el capital per treballador o el capital humà, però té l'avantatge que es disposa de dades més fiables per mesurar-la i permet realitzar comparacions entre països.

Al primer gràfic, es mostra el diferencial, en percentatge, del producte per hora treballada, ajustada per la paritat de poder adquisitiu, entre aquests països i Espanya. ⁴ Del gràfic es deriven dues conclusions principals:

- Primer, que la productivitat espanyola es va deteriorar en relació amb la resta de països entre la dècada de 1990 i la primera dècada dels 2000.
- Segon, que la millora de la productivitat des de la recuperació econòmica ha permès escurçar les diferències (excepte amb els EUA), però encara queda molt camí per recórrer: en termes absoluts, Espanya continua sent menys productiva, pel que fa al producte per hora treballada, que la resta de països (llevat de Portugal).

Productivitat aparent del treball

Diferencial de cada país en relació amb Espanya (%)



Nota: * Mitjana del 2014-2017.

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

4. A tall d'exemple, la primera barra grisa del gràfic corresponent a Alemanya denota que el producte per hora treballada en aquest país entre el 1990 i el 1999 era al voltant del 15% superior al d'Espanya.

Descomposició del diferencial de productivitat entre països

Què explica les diferències de la productivitat amb aquests països? Per indagar sobre aquesta qüestió, analitzem quina part de la contribució al diferencial de la productivitat aparent del treball és deguda al marge intensiu i quina part a aquest efecte composició. Per **marge intensiu**, ens referim a la part del diferencial que s'explica per diferències en la productivitat d'un mateix sector de l'economia entre Espanya i un altre país. Per calcular aquest efecte, comparem la productivitat aparent del treball en cada sector de l'economia entre dos països, però mantenint constant entre els dos el pes relatiu del sector. D'altra banda, l'**efecte composició** mesura la part del diferencial explicat pel fet que, a cada país, els sectors tenen pesos diferents en el total de l'economia. Per tant, un país pot ser més productiu no perquè els seus sectors siguin més productius que els d'altres països, sinó perquè els sectors més productius tenen més pes.

El principal factor que explica el diferencial de productivitat entre Espanya i la resta de països és el marge intensiu: és a dir, la menor productivitat d'Espanya és un fenomen generalitzat en els diferents sectors de l'economia. És el que es pot observar al segon gràfic, en què es normalitzen les diferències de productivitat entre Espanya i els altres països a 100 i s'hi representen les contribucions a aquesta bretxa, on queda palès que més del 80% de la bretxa és deguda al marge intensiu.⁵

D'aquesta manera, el problema de la productivitat a Espanya és de caràcter generalitzat, i no un problema d'un sector en particular. Com es mostra al tercer gràfic, la bretxa de productivitat de cada sector productiu espanyol en comparació amb el mateix sector a França és significativa.⁶ En tots els sectors, la productivitat d'Espanya és inferior a la del país gal, i aquesta diferència és particularment intensa en sectors tan dispars com les activitats professionals i científiques, el comerç, la indústria manufacturera i l'Administració pública.

Aquesta menor productivitat està determinada per multitud de causes, però és interessant analitzar com es relaciona amb el teixit empresarial del país. El diferencial de productivitat és molt superior per a les empreses espanyoles petites i mitjanes que per a les empreses més grans, com ho recull el quart gràfic. En cada sector, les empreses més grans són, en termes de productivitat, més semblants a les homòlogues franceses, la qual cosa apunta al fet que una dimensió empresarial més gran permet una major eficiència en l'ús d'entrades en el procés productiu.⁷

Oriol Carreras i Josep Mestres

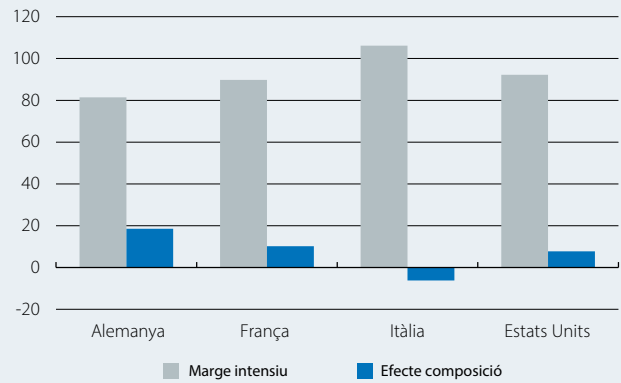
5. Per exemple, per al cas d'Alemanya, veiem que al voltant del 80% del diferencial de productivitat és degut al marge intensiu i que només el 20% s'explica per l'efecte composició.

6. Les dades utilitzades per analitzar el diferencial per sectors provenen de l'EU KLEMS, mentre que, amb anterioritat, es va analitzar l'evolució temporal amb dades provinents de l'OCDE, i corresponen a períodes temporals diferents, motiu pel qual les magnituds no coincideixen exactament.

7. Per a més detalls sobre la interacció entre productivitat i dimensió empresarial, vegeu Guillamón, C., Moral-Benito, E. i Puente, S. (2017), «High growth firms in employment and productivity: dynamic interactions and the role of financial constraints?», Working Papers, 1.718, Banc d'Espanya.

Espanya: desglossament de la bretxa de productivitat

Dades del 2015 (%)

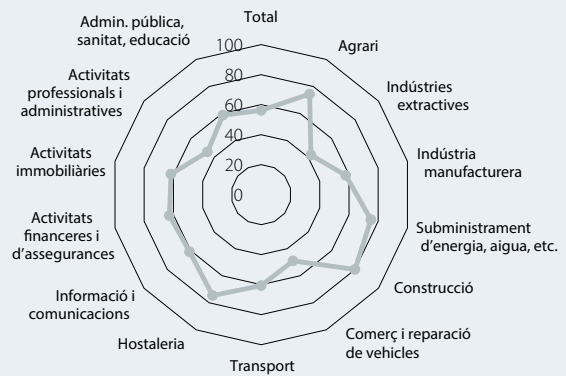


Nota: Un valor positiu significa que l'efecte contribueix negativament al nivell de productivitat d'Espanya, ja que realitza una aportació a la bretxa.

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

Espanya: diferencial de productivitat amb França per sectors

(100 = França)

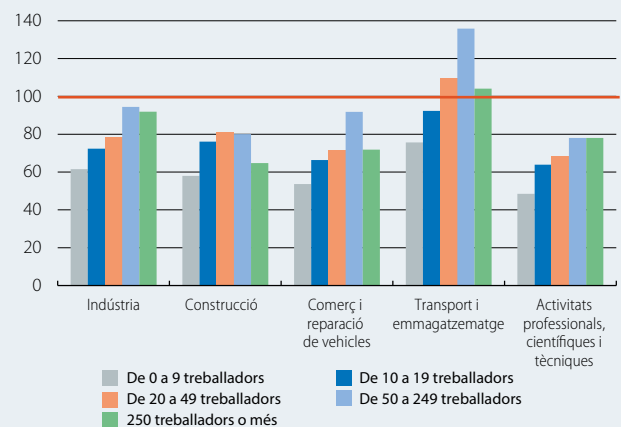


Nota: La línia mostra la productivitat de cada sector d'activitat a Espanya en relació amb l'homòleg francès (normalitzat a un valor igual a 100).

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

Espanya: diferencial de productivitat amb França per sector i per dimensió empresarial

(100 = França)



Nota: El gràfic mostra la productivitat de les empreses de cada sector i la seva dimensió a Espanya en relació amb França (normalitzat a un valor igual a 100).

Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat («Structural business statistics»).

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

Indicadors d'activitat i ocupació

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

	2017	2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	06/19	07/19	08/19
Indústria									
Índex de producció industrial	3,2	0,3	0,5	-2,7	-0,1	1,5	1,6	0,8	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	1,0	-0,1	-2,6	-1,9	-3,8	-4,6	-4,8	-3,0	1,6
PMI de manufactures (valor)	54,8	53,3	52,4	51,8	51,1	49,9	47,9	48,2	48,8
Construcció									
Visats d'obra nova (acum. de 12 mesos)	22,9	25,7	25,8	23,9	25,8	21,9	19,6	14,4	...
Compravenda d'habitatges (acum. de 12 mesos)	14,1	14,2	13,5	11,5	8,3	5,5	4,7	3,6	...
Preu de l'habitatge	6,2	6,7	7,2	6,6	6,8	5,3	-	-	...
Serveis									
Turistes estrangers (acum. de 12 mesos)	10,0	4,0	1,6	0,9	1,0	1,5	1,6	...	...
PMI de serveis (valor)	56,4	54,8	52,6	54,0	55,3	53,2	53,6	52,9	54,3
Consum									
Vendes comerç al detall	1,0	0,7	-0,4	1,4	1,3	2,2	2,5	3,3	3,2
Matriculacions d'automòbils	7,9	7,8	17,0	-7,6	-7,0	-4,4	-8,3	-11,1	-30,8
Indicador de confiança dels consumidors (valor)	-3,4	-4,2	-3,7	-6,2	-4,8	-4,0	-2,1	-4,9	-6,2
Mercat de treball									
Població ocupada ¹	2,6	2,7	2,5	3,0	3,2	2,4	-	-	...
Taxa d'atur (% de la població activa)	17,2	15,3	14,6	14,4	14,7	14,0	-	-	...
Afiliats a la Seguretat Social ²	3,6	3,1	2,9	3,0	2,9	2,8	2,7	2,6	2,5
PIB	2,9	2,4	2,2	2,1	2,2	2,0	-	-	...

Preus

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

	2017	2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	05/19	06/19	07/19
General	2,0	1,7	2,2	1,7	1,1	0,9	0,4	0,5	0,3
Subjacent	1,1	0,9	0,8	0,9	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9

Sector exterior

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

	2017	2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	05/19	06/19	07/19
Comerç de béns									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	8,9	2,9	4,5	2,9	2,4	2,3	2,3	1,8	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	10,5	5,6	6,2	5,6	6,1	3,9	3,9	2,9	...
Saldo corrent	31,1	23,3	26,0	23,3	19,6	21,4	21,4	21,9	...
Béns i serveis	41,6	32,6	35,1	32,6	30,2	31,6	31,6	32,4	...
Rendes primàries i secundàries	-10,5	-9,3	-9,1	-9,3	-10,6	-10,2	-10,2	-10,4	...
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	33,9	29,1	29,4	29,1	25,5	27,4	27,4	27,9	...

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers³

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

	2017	2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	05/19	06/19	07/19
Dipòsits									
Dipòsits de llars i empreses	2,8	3,2	3,4	3,7	5,3	5,8	5,3	5,4	6,0
A la vista i estalvi	17,6	10,9	10,3	10,0	11,3	10,9	10,0	10,5	10,9
A termini i preavis	-24,2	-19,9	-18,7	-16,8	-13,7	-12,8	-13,2	-13,1	-13,2
Dipòsits d'AP	-8,7	15,4	10,4	16,9	17,8	15,7	9,6	2,7	3,9
TOTAL	1,9	3,8	3,8	4,5	6,0	6,4	5,6	5,3	5,8
Saldo viu de crèdit									
Sector privat	-2,2	-2,4	-2,3	-2,2	-2,1	-1,1	-1,2	-1,0	-0,9
Empreses no financeres	-3,6	-5,5	-5,6	-5,7	-5,5	-3,0	-3,0	-2,2	-1,8
Llars - habitatges	-2,8	-1,9	-1,7	-1,4	-1,1	-1,2	-1,3	-1,6	-1,5
Llars - altres finalitats	3,7	5,1	5,5	4,7	4,2	3,8	3,6	3,6	3,4
Administracions públiques	-9,7	-10,6	-8,9	-11,8	-10,4	-7,2	-6,0	-5,2	-5,0
TOTAL	-2,8	-2,9	-2,7	-2,8	-2,6	-1,5	-1,5	-1,3	-1,1
Taxa de morositat (%)⁴	7,8	5,8	6,2	5,8	5,7	5,4	5,4	5,2	...

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

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

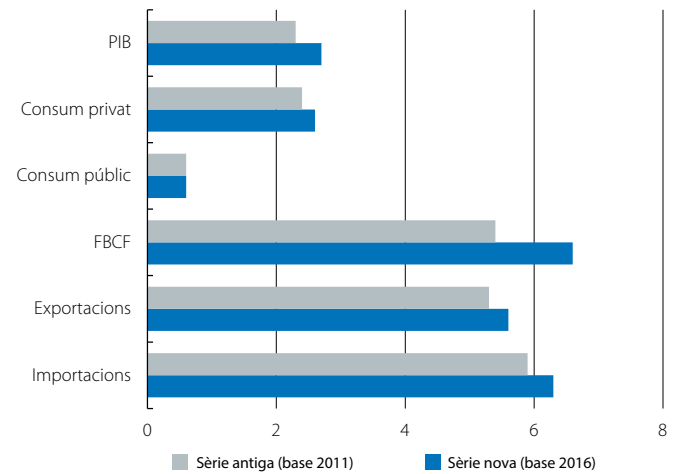
L'economia portuguesa mostra un bon funcionament

La revisió estadística dels comptes nacionals revela un panorama més positiu de l'economia portuguesa. Al setembre, l'INE va realitzar una revisió de la sèrie històrica del PIB que s'ha traduït en una millora significativa dels registres de creixement dels tres últims anys. En concret, segons la nova sèrie, el PIB va avançar a un ritme mitjà anual del 2,7% entre el 2016 i el 2018, 0,4 p. p. més que en la sèrie anterior. A més a més, un aspecte especialment destacable va ser la revisió a l'alça de la inversió, el creixement anual mitjà de la qual en el trienni va ser del 6,6%, 1,2 p. p. més que en la sèrie anterior, amb revisions a l'alça dels subcomponents de construcció, material de transport i propietat intel·lectual. La nova sèrie també mostra que, en el primer semestre del 2019, el creixement del PIB va ser més ferm (el +2,0%, en relació amb l'1,8% estimat amb anterioritat), fet que ens empeny a apujar la previsió per al conjunt de l'any a l'1,8%, 1 dècima més del que s'esperava. Aquestes revisions, però, no modifiquen la tendència cap a un alentiment suau del creixement. D'una banda, aquesta desaceleració reflecteix que l'economia es troba en una fase més madura del cicle, en què és natural que el creixement se suavitzi fins al potencial. De l'altra, en un entorn exterior exigent, l'alentiment de l'economia global també contribuirà a moderar el creixement de l'economia portuguesa. En aquest sentit, l'indicador coincident d'activitat del Banc de Portugal (que presenta una forta associació amb el PIB) va disminuir fins a l'1,8% al juliol.

Les noves sèries també revelen una situació externa més confortable. En particular, després de les revisions de l'INE, en el 2T 2019, la capacitat de finançament de l'economia es va situar en el 0,4% del PIB (dades acumulades de quatre trimestres), una xifra clarament més positiva que la reflectida en la sèrie anterior (segons la qual el país ja tenia unes necessitats de finançament exterior del 0,1% del PIB) i que, a més a més, indica que es manté el procés de reducció del nivell de deute extern de Portugal, encara elevat (al voltant del 100% del PIB). En la mateixa línia, la taxa d'estalvi de les famílies també va ser revisada a l'alça per situar-la en el 5,9% de la renda disponible bruta en el 2T 2019 (dades acumulades de quatre trimestres), la qual cosa representa un increment de gairebé 1,5 p. p. en relació amb la sèrie anterior. Malgrat aquestes millores de nivell, es manté la tendència de caiguda gradual de l'estalvi, perquè el consum continua creixent a ritmes superiors a la renda disponible, afavorit per la confiança en l'evolució del mercat laboral i en la situació financera de les famílies (vegeu l'article «Taxa d'estalvi de les famílies portugueses en mínims, fins a quin punt ens ha de preocupar?», en aquest mateix Informe Mensual).

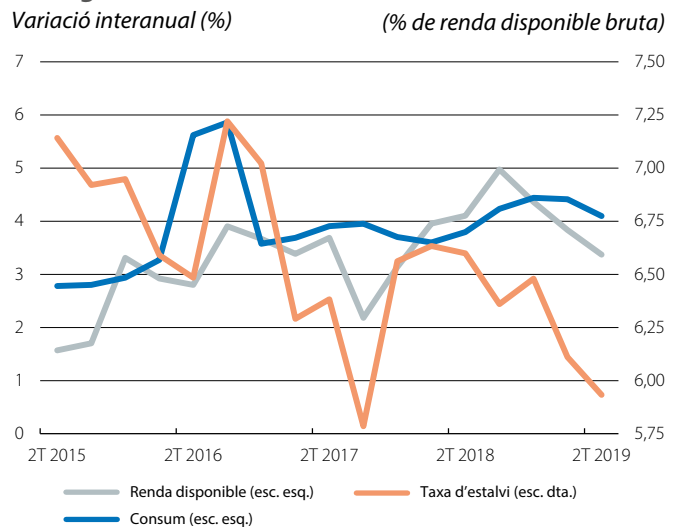
El saldo pressupostari va millorar de forma substancial en el primer semestre. Al juny del 2019, el saldo públic va ser del -0,8% del PIB segons les dades de la comptabilitat nacional (-789 milions d'euros), percentatge que representa una millora clara en relació amb el registre del mateix període del 2018 (el

Portugal: PIB i components
Creixement mitjà anual 2016-2018 (%)



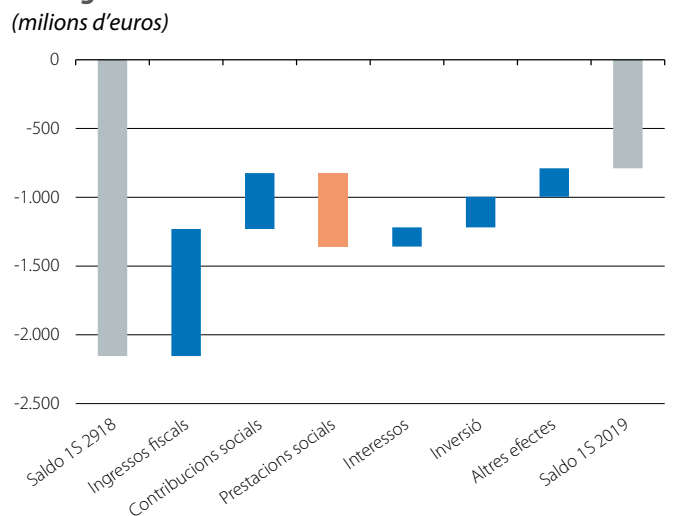
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal.

Portugal: estalvi, renda i consum de les llars



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

Portugal: saldo de l'Estat



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

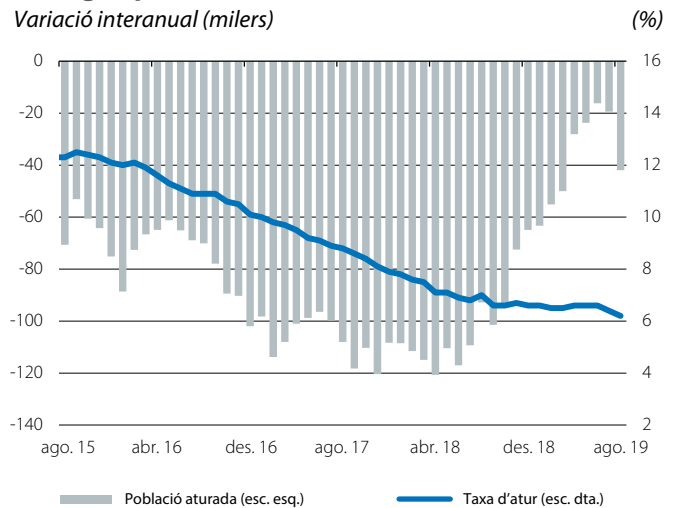
-2,2% del PIB). Aquesta millora reflecteix el creixement considerable dels ingressos (el 5,0%), en relació amb un augment moderat de la despesa (l'1,4%). En aquest cas, destaquen la reducció de les despeses d'interessos (el -4,2%) i la caiguda de la inversió (el -14,1%). Per la seva banda, l'execució pressupostària mensual continua evolucionant de forma favorable i va assolir un superàvit de 402 milions d'euros amb dades fins a l'agost, la qual cosa fa pensar que la millora dels comptes públics continuarà fins al final d'enguany.

La taxa d'atur se situa en els mínims del 2002. A l'agost, la taxa d'atur va disminuir fins al 6,2% (en termes desestacionalitzats), la qual cosa representa una reducció de 0,8 p. p. en els 12 últims mesos. Al seu torn, el nombre de persones ocupades va continuar creixent de forma més moderada que en el passat (l'1,1% interanual, en relació amb el 2,0% de l'agost del 2018 i amb la mitjana del 2,3% del 2018) i, a l'agost, va assolir el nivell més alt des del començament del 2009. Les dues xifres van sorprendre positivament, però, de cara als propers trimestres, cal esperar una evolució més moderada, ja que el mercat laboral ha entrat en una fase més madura.

El mercat immobiliari manté el dinamisme. En el 2T 2019, els preus de l'habitatge van créixer el 10,1% interanual, 0,9 p. p. més que en el trimestre anterior. Aquesta tendència es pot explicar per l'augment del pes dels compradors no residents en el total d'immobles transaccionats (han passat del 7% de les transaccions el 2017 al 13% el 2018), així com pel fet que aquests compradors es concentren en els segments més luxosos del mercat (el 2018, el preu mitjà abonat pels no residents es va situar el 58% per damunt del preu mitjà pagat pels residents, resultat que pot estar relacionat amb el fet que la compra de cases de valor superior a 500.000 euros és un dels requisits per a l'obtenció d'autorització de residència a Portugal per a activitats d'inversió). Aquests senyals, però, contrasten amb la caiguda del 6,6% interanual de les compravendes en el 2T (la seva primera reculada des del 1T 2013).

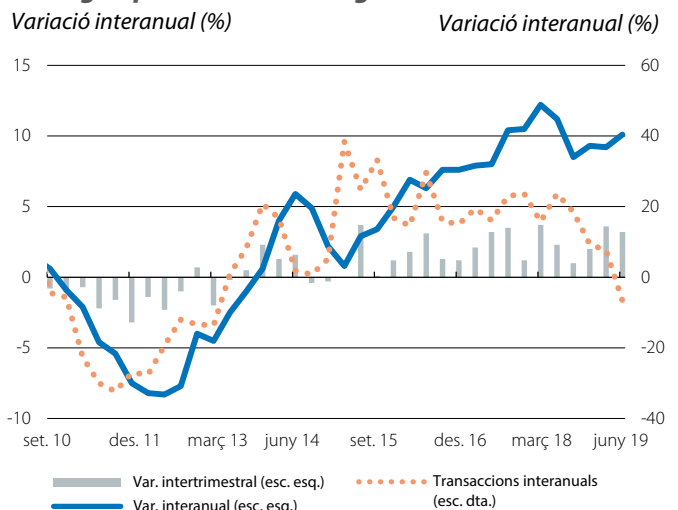
La cartera de crèdit del sector privat no financer es continua contraient, amb una davallada de l'1,5% interanual al juliol. D'una banda, la cartera de crèdit a les famílies va caure el 0,8% interanual, en gran part pel crèdit a l'habitatge (el -1,5%) i, en especial, per les amortitzacions, ja que les noves operacions de crèdit continuen fermes. De l'altra, la recuperació de les noves operacions de crèdit a les empreses no financeres ha permès una contracció menys intensa de la cartera de crèdit (el -2,7% al juliol, en relació amb el -6,0% del començament de l'any). Finalment, cal recordar també que les vendes de carteres de crèdit dubtós tenen un impacte negatiu en el comportament de la cartera de crèdit: exclouent aquest efecte, la cartera hauria augmentat el 2,4% fins al juliol.

Portugal: població aturada i taxa d'atur



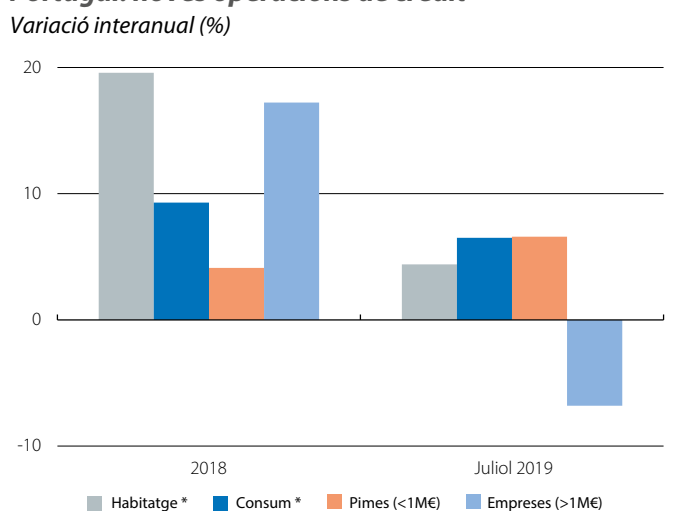
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal.

Portugal: preus de l'habitatge i transaccions



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

Portugal: noves operacions de crèdit



Nota: * Excloues les renegociacions.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Banc de Portugal.

Taxa d'estalvi de les famílies portugueses en mínims, fins a quin punt ens ha de preocupar?

- La taxa d'estalvi de les famílies a Portugal ha assolit, en els últims anys, uns nivells baixos, fins a un mínim històric el 2018.
- Aquesta caiguda s'associa al bon funcionament de l'activitat econòmica i del mercat laboral en els últims anys, a la menor incertesa domèstica i a la materialització de decisions de consum ajornades durant la crisi financera.
- D'ara endavant, el creixement més suau del consum i la recuperació de les rendes de les famílies donaran suport a una millora gradual de l'estalvi.

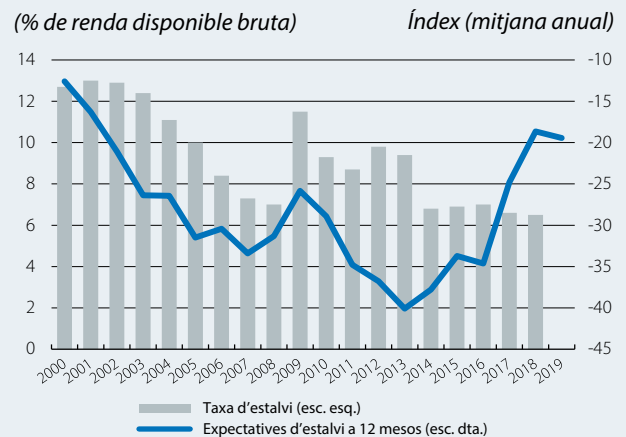
La taxa d'estalvi de les famílies¹ portugueses va assolir un mínim històric el 2018: el 6,5% de la renda disponible bruta² (vegeu el primer gràfic), percentatge que contrasta amb la mitjana de la zona de l'euro, de l'11,9%. De fet, l'estalvi de les famílies portugueses registra una tendència descendent des del 2001 (amb els breus interludis del 2009 i del 2012, períodes de crisi econòmica i financera). Atesa la importància de l'estalvi per a la inversió privada i per mitigar els efectes adversos de les noves dinàmiques demogràfiques (com l'envelliment), cal entendre quins factors poden justificar els nivells mínims de la taxa d'estalvi a Portugal i si aquests factors són un indicatiu de preocupació.

Segons indiquen les famílies portugueses, el seu principal motiu per estalviar és la protecció davant esdeveniments inesperats: l'estalvi per precaució. Això és natural, ja que l'estalvi permet afrontar la inestabilitat dels ingressos al llarg de la vida i assolir un nivell de consum estable. És a dir, l'estalvi permet que les fluctuacions temporals de la renda no afectin tant el consum.³ Així, és raonable que la precaució hagi estat la principal explicació de l'augment de l'estalvi el 2009 i el 2012: van ser anys marcats per una incertesa elevada i per un deteriorament de les expectatives vinculades al mercat laboral i als ingressos familiars (vegeu el segon gràfic). Els dos elements contribueixen al desig d'estalviar, la qual cosa, sumada a la contracció de l'activitat econòmica, va provocar caigudes en el consum de béns duradors⁴ i, també, en el dels no duradors, que normalment és més estable.

A partir del 2014, la millora de les condicions econòmiques i financeres va contribuir a estabilitzar les expectatives de les famílies. De llavors ençà, el consum ha crescut de forma significativa i per damunt del creixement de la renda

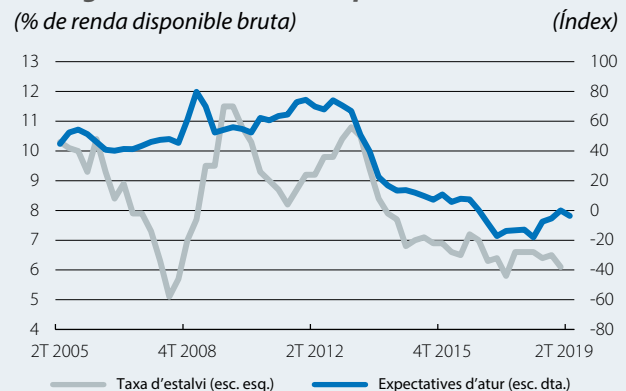
1. El terme «famílies» inclou les llars, els empresaris a títol individual i les institucions sense ànim de lucre al servei de les famílies. S'utilitza aquesta agrupació més àmplia per l'absència, durant l'elaboració d'aquest document, de dades sobre la taxa d'estalvi de, només, les llars el 2018.
 2. Dades de comptabilitat nacional.
 3. Vegeu Banc de Portugal (2016). «Una interpretació 'evolució de la taxa d'estalvi de les famílies a Portugal». Butlletí Econòmic del maig.
 4. *Ibidem*.
 5. De mitjana, el consum nominal va créixer el 3,5% entre el 2014 i el 2018, mentre que la renda bruta disponible va augmentar el 2,7% en aquest mateix període.

Portugal: taxa d'estalvi i expectatives d'estalvi a 12 mesos



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE i de la Comissió Europea.

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



Nota: * Les expectatives d'atur reflecteixen la diferència entre el percentatge de famílies que esperen que l'atur augmenti a 12 mesos vista i el de les famílies que esperen que disminueixi.
 Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE i de la Comissió Europea.

disponible bruta.⁵ Així, en un context de menor incertesa, de recuperació del creixement econòmic i de millora de les expectatives del mercat laboral, les famílies van començar a materialitzar les decisions de consum ajornades durant el període de crisi, en especial les vinculades al consum de béns duradors (com els automòbils).

Ens han de preocupar els nivells d'estalvi actuals?

A mesura que les llars es posin al dia amb les decisions de despesa ajornades en el passat, el consum reprendrà

ritmes de creixement més graduals. Al mateix temps, s'espera que la renda disponible bruta es continuï recuperant en els pròxims anys, d'acord amb l'augment dels salaris i amb la creació d'ocupació,⁶ i que superi el ritme de creixement del consum. Així, cal esperar una recuperació (gradual) de l'estalvi de les famílies.

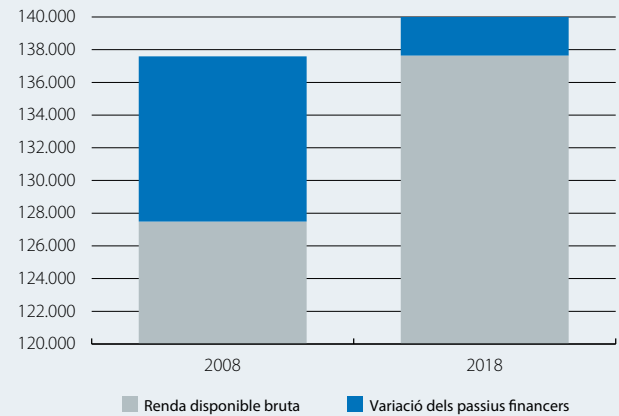
A més a més, cal tenir en compte que la reducció de l'estalvi de les famílies no ha anat acompanyada d'un augment de les seves obligacions financeres (vegeu el tercer gràfic). De fet, l'endeutament de les famílies ha disminuït de forma sostinguda.⁷ Això s'explica pel fet que les famílies han accelerat el pagament anticipat dels deutes, esperonades per l'entorn de tipus d'interès baixos i per una disponibilitat baixa d'instruments d'estalvi que ofereixin retorns elevats⁸ (vegeu el quart gràfic). D'altra banda, el creixement del crèdit s'ha vist frenat per la implementació de mesures macroprudencials⁹ i, en el cas dels préstecs hipotecaris, per uns preus de l'habitatge més elevats.

Malgrat l'expectativa de recuperació de la taxa d'estalvi de les famílies, hi ha altres elements que cal tenir en compte. En aquest sentit, les estadístiques del Banc de Portugal¹⁰ revelen que el 68% de les famílies han manifestat que tenen dificultats per afrontar les despeses regulars el 2018 (en relació amb la mitjana de la zona de l'euro, del 45%). Al seu torn, segons les dades d'Eurostat, el 34,7% de les famílies no tenen capacitat per afrontar despeses financeres inesperades (en relació amb el 32,2% de la zona de l'euro). Així, sumats a les dinàmiques d'envelliment de la població (ja que la gent gran és el grup d'edat que menys estalvia),¹¹ aquests factors suggereixen que la recuperació de l'estalvi agregat serà molt gradual en els propers anys.

En suma, la reducció recent de la taxa d'estalvi de les famílies a Portugal reflecteix la recuperació del turbulent període del 2009 i del 2012 i el dinamisme actual de l'economia portuguesa (amb la consegüent millora de les expectatives per al mercat laboral). A més a més, els baixos

Portugal: recursos de les famílies

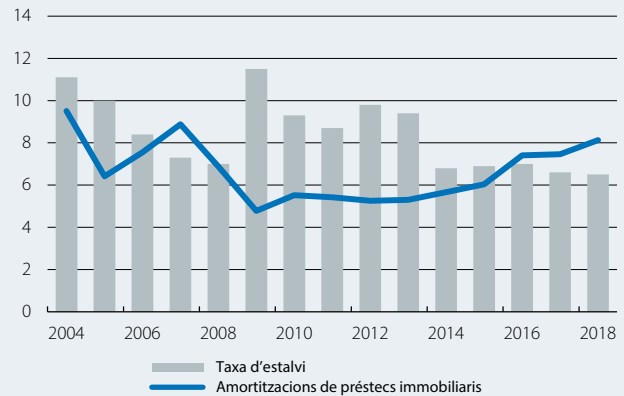
(Milions d'euros)



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

Portugal: amortització de préstecs immobiliaris i taxa d'estalvi

(% de renda disponible bruta)



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

nivells d'estalvi queden matisats pel fet que el patrimoni financer de les famílies va assolir un màxim el 2018. No obstant això, en un escenari menys favorable, el baix estalvi de les famílies les pot fer més vulnerables a canvis inesperats en la seva renda.

Vânia Duarte

6. No obstant això, s'espera que la creació d'ocupació sigui més suau d'ara endavant, ja que, en els últims anys, les millores registrades van ser molt destacables (l'ocupació va créixer el 3,3% el 2017 i el 2,3% el 2018).
 7. El 2018, es va situar en el 95,4% de la renda disponible bruta, substancialment per sota del 126,3% del 2009.
 8. El Banc de Portugal assenyalava que una part considerable de l'estalvi de les famílies endeutades es destina a l'amortització del capital. Vegeu la nota 2.
 9. Per a més informació sobre les mesures macroprudencials implementades pel Banc de Portugal al juliol del 2018, vegeu l'article «Portugal: mesures macroprudencials i posicionament en el cicle del crèdit a l'habitatge», a l'IM05/2019.
 10. Vegeu Banc de Portugal (2019), «Informe d'Estabilitat Financera» del mes de juny.
 11. L'FMI va concloure que la taxa d'estalvi a Portugal contrasta de forma desfavorable amb la d'altres països europeus, a causa, entre altres factors, de l'elevada ràtio de dependència de les persones més grans i de les elevades despeses de l'Estat en pensions i en règims de protecció social. Vegeu FMI (juny del 2019), «Selected Issues Paper: Household saving in Portugal».

Indicadors d'activitat i ocupació

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

	2017	2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	07/19	08/19
Índex coincident d'activitat	2,9	2,1	1,8	1,7	1,9	2,0	1,8	...
Indústria								
Índex de producció industrial	4,0	0,1	-1,6	-1,3	-3,7	-2,2	-4,8	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	2,1	0,8	0,4	-0,8	-1,4	-3,3	-3,2	-4,1
Construcció								
Visats d'obra nova (acum. de 12 mesos)	16,6	19,1	13,2	19,1	20,6	15,1	...	...
Compravenda d'habitatges	20,5	16,8	18,4	9,4	7,6	-6,6	...	...
Preu de l'habitatge (euro / m ² - taxació)	5,1	5,8	6,2	6,1	6,9	7,8	7,7	...
Serveis								
Turistes estrangers (acum. 12 mesos)	16,0	4,8	6,9	5,2	4,5	4,9	...	...
Indicador de confiança als serveis (valor)	13,3	14,1	15,9	13,0	15,3	14,2	11,3	9,9
Consum								
Vendes comerç al detall	4,1	4,2	2,6	5,2	4,3	5,9	4,5	...
Indicador coincident del consum privat	2,7	2,4	2,3	2,0	1,9	1,9	2,1	...
Indicador de confiança dels consumidors (valor)	-5,4	-4,6	-5,0	-5,4	-8,3	-8,9	-7,6	-7,1
Mercat de treball								
Població ocupada	3,3	2,3	2,1	1,6	1,5	0,9	1,1	...
Taxa d'atur (% de la població activa)	8,9	7,0	6,7	6,7	6,8	6,3	6,2	...
PIB	3,5	2,4	2,1	2,0	2,1	1,9	...	...

Preus

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

	2017	2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	08/19	09/19
General	1,4	1,0	1,4	0,8	0,8	0,5	-0,1	-0,1
Subjacent	1,1	0,7	0,8	0,5	0,8	0,6	0,2	0,2

Sector exterior

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

	2017	2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	08/19	09/19
Comerç de béns								
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	10,0	5,1	7,1	5,1	5,8	3,3	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	13,7	8,2	8,6	8,2	9,2	8,3	...	...
Saldo corrent	0,9	-1,2	-0,4	-1,2	-2,4	-2,1	...	...
Béns i serveis	3,5	2,0	3,1	2,0	0,8	0,3	...	...
Rendes primàries i secundàries	-2,6	-3,2	-3,5	-3,2	-3,2	-2,4	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	2,7	0,9	1,6	0,9	-0,3	0,0	...	...

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2017	2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	08/19	09/19
Dipòsits¹								
Dipòsits de llars i empreses	1,7	3,8	4,4	4,2	4,9	4,5	...	...
A la vista i estalvi	15,7	14,3	13,6	14,6	14,2	13,3	...	...
A termini i preavis	-5,8	-3,0	-2,1	-3,1	-1,9	-2,3	...	...
Dipòsits d'AP	1,3	-1,9	1,0	-9,9	-11,6	-11,9	...	...
TOTAL	1,6	3,5	4,2	3,4	4,1	3,6	...	...
Saldo viu de crèdit¹								
Sector privat	-4,0	-1,7	-1,4	-1,8	-2,6	-1,9	...	...
Empreses no financeres	-6,5	-3,8	-3,7	-4,5	-5,7	-3,8	...	...
Llars - habitatges	-3,1	-1,5	-1,2	-1,3	-1,5	-1,4	...	...
Llars - altres finalitats	0,9	4,5	5,8	5,2	3,1	2,1	...	...
Administracions públiques	9,3	2,4	-12,4	-11,6	-12,5	-8,1	...	...
TOTAL	-3,5	-1,6	-1,9	-2,3	-3,0	-2,2	...	...
Taxa de morositat (%)²	13,3	9,4	11,3	9,4	8,9	...	...	...

Notes: 1. Dades agregades del sector bancari portuguès i residents a Portugal. 2. Dada fi del període.

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

Blockchain i criptomonedes: benvinguts al nou paradigma digital

El canvi tecnològic modificarà el sistema de pagaments tal com el coneixem, i, probablement, la tecnologia *blockchain* tindrà un paper molt destacat en aquest procés i facilitarà l'aparició de monedes digitals. Quines són les claus de les tecnologies que permetran aquesta transformació? Quines criptomonedes tenen més possibilitats d'èxit?

La tecnologia *blockchain*

Els avanços en criptografia, combinats amb el potencial de transmissió i d'emmagatzematge de dades, han possibilitat l'aparició de les anomenades **tecnologies de registres distribuïts** (DLT, per les sigles en anglès).¹ Es tracta de bases de dades de les quals existeixen múltiples còpies idèntiques distribuïdes entre els participants a la xarxa, que s'actualitzen de manera sincronitzada i consensuada. El gran atractiu de les DLT és que permeten gestionar i compartir dades de manera segura i guardar tota la informació sense que es pugui alterar. El tipus més conegut de DLT és el *blockchain*, que organitza la informació per blocs i que sovint es compara amb un llibre que no es pot esborrar.

La tecnologia *blockchain* es basa en tres ingredients fonamentals:

- Gràcies a la criptografia, cada bloc d'informació s'identifica de manera única.
- Els participants de la xarxa han d'aprovar i de validar tota la informació que entra a la xarxa.
- El registre és inalterable i immutable i, per aquest motiu, extremadament complicat de piratejar o de modificar.

La tecnologia *blockchain* facilita l'aparició de criptomonedes, ja que, en crear un registre compartit de totes les transaccions i en establir un mètode descentralitzat de validació, facilita l'intercanvi digital de diners entre usuaris de manera directa (les infraestructures de pagaments tradicionals compten amb un intermediari central, ja sigui el banc central, una companyia de pagaments digitals, una plataforma mòbil...). L'aplicació més coneguda del *blockchain* al món financer és la liquidació de pagaments (en les transferències internacionals, les criptomonedes poden jugar un paper valuós de moneda pont), tal com ho il·lustra la primera figura.

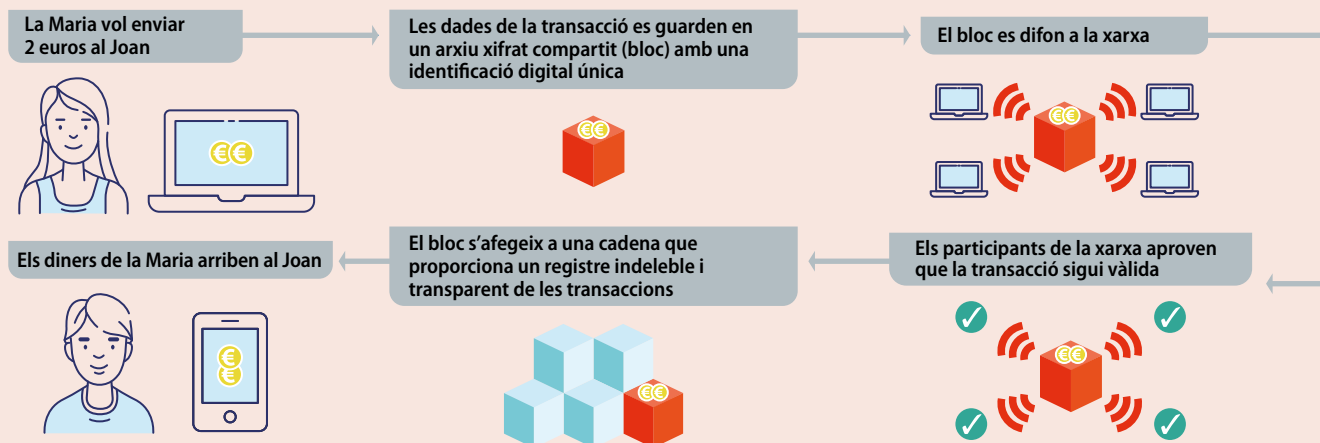
Blockchain, una tecnologia que evoluciona ràpidament i que pot acabar facilitant el desenvolupament d'aplicacions d'ús massiu

Un dels àmbits en què més es treballa és la millora de l'escalabilitat dels sistemes de pagament que tenen *blockchain* com un dels seus ingredients fonamentals. Les primeres iniciatives que van sorgir eren xarxes totalment descentralitzades i públiques. En aquests casos, atès que tots els participants han de validar les transaccions, el nombre de transaccions que es poden processar s'alenteix de forma considerable (un clar exemple és el de Bitcoin, que processa 7 transaccions per segon, en relació amb les 65.000 de Visa) i les despeses d'energia són molt elevades. Una de les solucions que s'explora és l'ús de xarxes permissionades, en què un administrador controla la xarxa i decideix qui hi pot participar. El seu avantatge és que són més escalables i permeten validar les transaccions de forma molt més ràpida, tot i que són més vulnerables a intents d'alteració i de pirateig.

Més enllà del *blockchain*

És important aclarir que, al sector financer, els avanços tecnològics van molt més enllà de les criptomonedes i de les DLT i que han permès millorar l'agilitat i el funcionament dels sistemes de pagament existents. Un bon exemple d'això són els avanços espectaculars en el pagament amb mòbils. Com hem vist, la tecnologia *blockchain* té molt potencial, tot i que seria possible emetre una moneda digital sense la necessitat de recórrer a ella. De fet, una autoritat amb poders de centralització de processos com un banc central podria arribar a plantejar-s'ho desenvolupant una infraestructura basada en els sistemes de pagaments que ja funcionen en l'actualitat.

Funcionament de la tecnologia *blockchain*



Font: CaixaBank Research.

1. Distributed ledger technologies.

Els principals àmbits en què l'ús de les criptomonedes pot ser beneficiós són:

- **Transaccions financeres internacionals.** Malgrat que la tecnologia *blockchain* no és l'única alternativa que s'estudia en aquest àmbit, és una candidata clara per millorar l'eficiència dels pagaments internacionals per la **reducció de costos que pot implicar i per una major velocitat de les transaccions en relació amb sistemes amb una elevada centralització operativa.**
- **Reducció de l'economia submergida.** Malgrat que una de les principals propietats de les criptomonedes és l'anonimat de les transaccions, es podrien dissenyar mecanismes que facilitessin la identificació de les activitats il·legals. Per exemple, que els pagaments en determinats àmbits o de determinada quantia no fossin anònims.
- Poden promoure la **inclusió financera** en països subdesenvolupats o emergents, on una part important de la població està desbancaritzada (però podria emmagatzemar criptomonedes en un moneder digital vinculat al telèfon mòbil).

No totes les criptomonedes són iguals

Segons la definició del BIS,² les criptomonedes es distingeixen perquè són **electròniques** i perquè **permeten l'intercanvi d'igual a igual** sense una tercera part que exerceixi tasques d'intermediació. Però hi ha molts tipus de criptomonedes. L'anomenada «flor dels diners» ens ajuda a classificar les diferents monedes, i també les criptomonedes, en funció de les seves propietats en els àmbits més rellevants: el tipus d'emissor de la moneda (banc central o un altre), l'accessibilitat (universal o restringida), la forma (electrònica o física) i el mecanisme de transferència (d'igual a igual o centralitzat). Per exemple, en funció de l'emissor, hi ha tres grans classes de criptomonedes:

- **Criptomonedes privades:** emeses per un particular o per una entitat privada.
- **Criptomonedes dels bancs centrals.**
- **Solucions híbrides (criptomonedes sintètiques):** el banc central és l'emissor, però un conjunt d'entitats privades s'encarregaria de la interacció amb el client i de la innovació (a les economies avançades, els bancs comercials serien el candidat natural).

Criptomonedes dels bancs centrals i criptomonedes privades: pros i contres

A priori, si un banc central acaba emetent una **criptomonedes**, i compta amb un marc regulador ben definit i no hi ha dubtes sobre la seguretat, és **molt probable que sigui acceptada com una forma de pagament d'ús generalitzat**. En tenir el suport d'una institució pública que no pot fer fallida, el fet que un comunicat dels estalvis i de les transaccions passi a fer-se amb la versió «cripto» de la moneda no hauria d'afectar el valor d'aquesta moneda. En canvi, les criptomonedes privades ho tenen més difícil a l'hora de mantenir un valor estable, ja que aquest valor depèn, entre altres factors, del grau d'acceptació o d'ús que tinguin, i, com aquest valor pot canviar de manera sobtada, el seu valor sol ser més volàtil.

De tota manera, estan apareixent propostes que intenten esquivar aquest desavantatge. Les anomenades *stablecoins* o monedes estables pretenen salvar aquest escull fixant el que, al capdavant, constituïria un tipus de canvi fix entre la criptomonedes i un actiu de valor estable (com podria ser una divisa d'un país avançat). La libra, la criptomonedes proposada per Facebook, se situa dins aquesta família de criptomonedes.³

Se sol argumentar a favor del desenvolupament de criptomonedes amb el suport d'un banc central que podrien ser un complement de les eines tradicionals de la política monetària. Per exemple, la fixació d'un tipus d'interès sobre la moneda digital ampliaria el rang d'instruments dels quals disposa el banc central.⁴

No obstant això, la introducció de criptomonedes emeses pels bancs centrals també presentaria riscos, ja que podrien contribuir, si més no en part, a una desintermediació de l'activitat financera:

- Si una part dels dipòsits bancaris de les llars i de les empreses es convertissin en criptomonedes no gestionades per intermediaris financers, l'oferta de fons disponibles per atorgar crèdits disminuiria. Això tendria a encarir el crèdit i, a més a més, atorgaria més protagonisme als bancs centrals com a proveïdors estructurals de liquiditat al sistema.
- L'existència d'aquestes criptomonedes de bancs centrals incrementaria la volatilitat dels fluxos entre dipòsits bancaris i criptomonedes en temps d'incertesa o de dubtes sobre la solidesa d'alguna entitat financera, i això provocaria un risc per a l'estabilitat financera.
- El grau de desintermediació financera depèn de forma crítica de qui allotgi els moneders digitals de les criptomonedes. Si qui els allotja és el banc central, els particulars podrien tenir comptes directament al banc central, la qual cosa agreujaria el risc de desintermediació i d'instabilitat financera. També hi hauria la possibilitat que els allotgessin entitats desvinculades dels bancs comercials. Això no eliminaria la intermediació financera, però plantejaria reptes importants: com es regularien aquestes entitats?, estarien els moneders protegits per una garantia de dipòsits?...

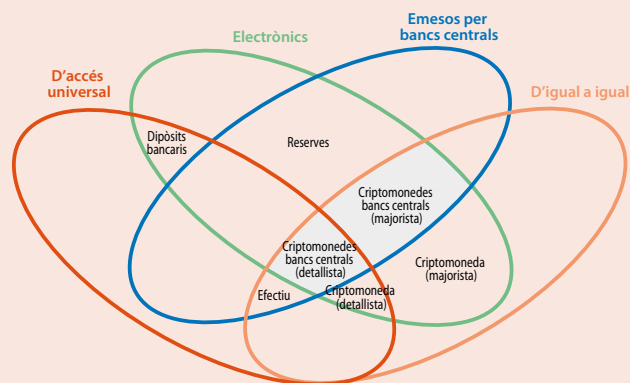
Javier Garcia-Arenas

2. Vegeu Committee on Payments and Market Infrastructures (2015), «Digital currencies», BIS.

3. Vegeu l'article «[Libra, la criptomonedes de Facebook](#)», en aquest mateix Dossier.

4. Per a més detalls, vegeu l'article «[La política e-monetària de la nova economia digital](#)», en aquest mateix Dossier.

La flor dels diners: taxonomia



Font: CaixaBank Research, a partir del diagrama del BIS.

Libra, la criptomoneda de Facebook

Les finances són un sector clau per a l'economia. Per aquest motiu, qualsevol innovació de gran importància en aquest camp ha de ser analitzada amb cautela, i les seves implicacions, ser ben enteses. Això és el que tractarem de fer en aquest article amb el projecte libra.

Breu història de les criptomonedes: del *bitcoin* a la libra

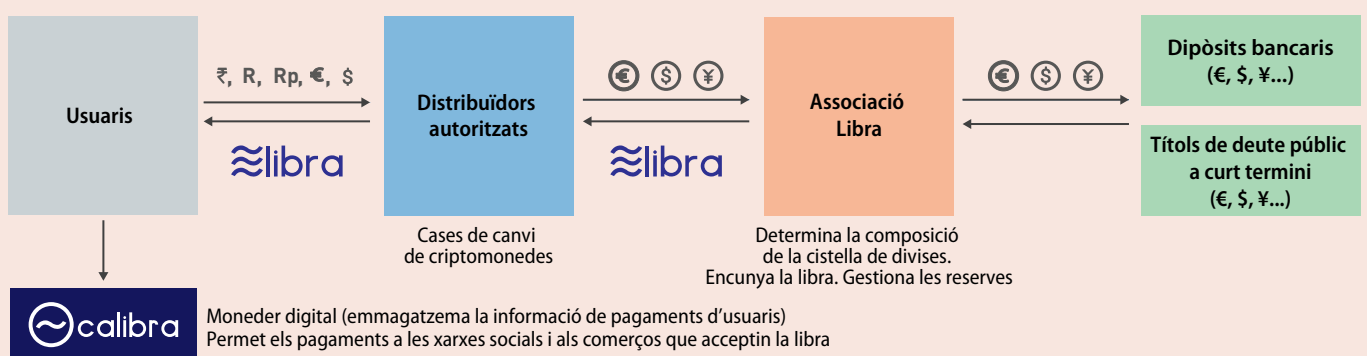
- Fins ara, **les criptomonedes han estat considerades més com actius especulatius que com a diners en si**. El principal motiu és que el seu valor ha tendit a ser inestable, i, a més a més, no han demostrat un clar avantatge sobre les alternatives existents. Per tot plegat, no han aconseguit una massa crítica d'usuaris.¹ En gran part, això succeeix perquè el *bitcoin* i les altres criptomonedes que l'han seguit no han rebut el suport de cap Govern, i, per tant, el seu valor com a mitjà de pagament rau en l'expectativa que altres persones l'acceptin com a tal. A més a més, aquestes criptomonedes no ajusten l'oferta en funció de la demanda, la qual cosa provoca encara més volatilitat.² Tot això **en limita la funció com a dipòsit de valor i d'unitat de compte**.
- **En aquest context, apareixen les *stablecoins*, que busquen minimitzar la volatilitat de les criptomonedes**. Per aconseguir-ho, l'emissor de l'*stablecoin* en vincula el valor al d'un altre actiu més estable, com monedes fiduciàries (per exemple, el dòlar) o productes (metalls preciosos). **No obstant això, fins avui, les iniciatives d'*stablecoins* tenen una base d'usuaris limitada**, ja que estan promogudes per empreses que són nous entrants, amb un cost elevat per promoure l'adopció del seu producte (Tether), o que enfoquen l'ús al públic majorista (JPM Coin). Així mateix, hi ha dubtes sobre la seva escalabilitat, i és que, ara com ara, sembla difícil que els projectes presentats fins avui puguin processar el nombre de transaccions per segon que s'executen a través dels mitjans de pagament electrònics convencionals.³

El projecte libra

- La libra es presenta com una **moneda privada, digital i global i com un mètode de pagament alternatiu basat en la tecnologia *blockchain***. De fet, Facebook ha escrit el seu propi codi de *blockchain* i ha anunciat que la verificació de les transaccions es farà entre servidors dels membres de l'Associació⁴ (xarxa permissionada) per poder agilitar els processos i servir milions de comptes,⁵ tot i que l'objectiu és que s'acabi fent de forma descentralitzada.
- **La libra té un potencial d'adopció elevat, ja que els seus promotors compten amb una àmplia base d'usuaris**. En concret, Facebook té la xarxa social més gran del món, amb més de 2.400 milions d'usuaris actius. Així mateix, els altres socis de la iniciativa libra són *big players* àmpliament establerts al mercat de pagaments i d'aplicacions de mòbil. En definitiva, el projecte libra té una escala potencial que no tenen altres iniciatives.
- **La libra es presenta com una *stablecoin*: el seu valor estarà vinculat a una cistella de divises internacionals**. Per donar suport a aquesta vinculació, l'Associació es compromet a mantenir, a manera de reserves, dipòsits i inversions denominades en les principals divises internacionals, com el dòlar i l'euro, per una suma equivalent a la de les llibres que emeti. L'evolució del valor de la libra, per tant, hauria de ser paral·lela a la de les divises que componguin la cistella. Els qui desitgin comprar llibres, ho hauran de fer a través de distribuïdors autoritzats (cases de canvi i bancs), que són els que podran comprar llibres a l'Associació a canvi de divises de la cistella i vendre llibres als usuaris a canvi de la seva moneda local.

Funcionament de la libra

Actius de baix risc



Font: CaixaBank Research.

1. Vegeu l'article «[Què podem esperar de les criptomonedes?](#)», al Dossier de l'IM05/18.
2. L'oferta es regeix per regles predeterminades que no tenen en compte la demanda. Per exemple, el protocol *bitcoin* estableix l'assoliment de 21 milions d'unitats el 2040 i que, de llavors ençà, es deixi d'encunyar *bitcoins*.
3. Com a referència, VISA té capacitat per processar més de 65.000 transaccions per segon.
4. La libra serà governada per una associació d'empreses accionistes (formada, ara com ara, per Facebook i per 26 empreses més).
5. Els nodes validadors seran, al principi, els membres fundadors de l'Associació Libra, i s'espera poder gestionar 1.000 transaccions per segon per a un conjunt de 100 nodes validadors.

- **L'Associació invertirà les reserves en actius líquids i de baix risc**, com dipòsits bancaris (denominats en monedes estables) i títols de deute sobirà a curt termini de països amb una bona qualificació creditícia. Es preveu que el rendiment d'aquests actius serveixi per cobrir els costos operatius i per pagar els dividendes als membres fundadors.
- **La libra busca ser un vehicle de pagaments alternatiu i reduir friccions en transaccions internacionals.** Una *stablecoin* global com la libra, enfocada cap a l'ús minorista, pot abaratir i facilitar els pagaments i les transferències internacionals, ja que redueix els costos de transacció. Així mateix, pot arribar a usuaris que, en l'actualitat, no tenen accés al sistema financer, ja que permet que emmagatzemin els diners⁶ i que executin transaccions des del mòbil. De fet, el projecte es presenta, també, com una eina per afavorir la inclusió financera dels més de 1.500 milions de persones a tot el món que no tenen accés a un compte bancari.

Dubtes sobre la libra

Diferents reguladors i supervisors han expressat certes reserves que podrien dificultar, o si més no alentir, el desplegament de la libra:

- **Gestió de les dades obtingudes.** Potencialment, l'Associació podria tenir accés a grans quantitats de dades de caràcter personal i financer dels seus usuaris. Fins ara, l'Associació no ha detallat com emmagatzemarà i com gestionarà aquestes dades ni les mesures que implementarà per garantir que quedin degudament protegides.
- **Lluita contra les activitats il·lícites.** El sistema de pagaments digitals tradicional no és anònim, ja que les transaccions són processades i registrades per terceres parts (el banc del comprador i del venedor i l'empresa propietària de la targeta). Tot plegat ajuda a garantir el compliment dels requeriments reguladors (com el registre del client) per prevenir el blanqueig de diners i altres activitats il·lícites. En canvi, en el cas de la libra, en tractar-se d'una criptomoneda, presumiblement l'intercanvi de diners podria tenir lloc de forma descentralitzada i anònima, de manera que no és evident com es garantirà el compliment d'aquestes regulacions.
- **Riscos d'abús de posició dominant.** Existeix el temor que els promotors de la libra puguin utilitzar la seva posició actual, dominant en alguns casos, per afavorir la utilització de la libra en detriment d'altres alternatives, la qual cosa seria un fre per a la innovació.

Implicacions sobre l'estabilitat financera

A més de les consideracions anteriors, la dimensió i l'abast de Facebook fan que la libra tingui potencial per convertir-se en sistèmica. Així, l'ús generalitzat de la libra **pot tenir importants implicacions sobre l'estabilitat financera, algunes de les quals es resumeixen tot seguit:**

- **L'estabilitat de la libra no està garantida**, ja que depèn del fet que els actius que li donen suport siguin estables i del compromís de l'Associació de mantenir estable el seu valor. No obstant això, si la libra adquireix una dimensió sistèmica, aquest compromís s'hauria de reforçar mitjançant la regulació i la supervisió adequades.
- **La libra podria contribuir a generar episodis globals d'inestabilitat financera.**⁷ L'Associació planeja invertir les divises que obtingui de la venda de llibres en actius de baix risc (dipòsits bancaris o bons sobirans). Si apareguessin dubtes sobre la criptomoneda (per exemple, per motius de seguretat) i es produís una venda massiva de llibres, no és clar si l'Associació podria satisfer aquesta demanda si una part de les reserves estan invertides en actius subjectes a un cert risc de liquiditat. Així mateix, la pressió sobre els balanços dels bancs en què l'Associació és dipositant augmentaria de forma inevitable.
- **La libra podria augmentar la sensibilitat de les economies a canvis en el sentiment inversor.** La libra pot facilitar els fluxos de capital internacionals, perquè redueix de forma substancial els costos de transacció associats a les transferències internacionals. Això comporta avantatges clars, però pot tenir importants implicacions per a l'estabilitat financera de moltes economies emergents, perquè, en potenciar i en facilitar els fluxos de capital, podria amplificar les sortides de capitals davant de canvis en el sentiment inversor i en l'avversió al risc.⁸
- **L'ús generalitzat de la libra en economies amb monedes poc estables (libraització) podria condicionar la política monetària dels seus bancs centrals.**⁹ La libra és una bona candidata per substituir, com en l'actualitat ho fa el dòlar, la moneda local com a reserva de valor en economies amb monedes poc estables (en què una inflació elevada impedeix aquesta funció). No obstant això, si els residents poden canviar amb facilitat moneda local per una cistella de divises estable mitjançant la libra, es refugiarien en aquest actiu al més mínim índex de problemes a la seva economia, la qual cosa pot comportar fortes depreciacions de la moneda local i dificultar l'estabilitat dels preus.

Roser Ferrer i Oriol Carreras

6. Juntament amb la libra es crearà Calibra, un moneder digital que emmagatzemarà la informació dels pagaments dels usuaris.

7. Vegeu Cecchetti, S. i Schoenholtz, K. (2019), «Libra: A Dramatic Call To Regulatory Action», VoxEU blog.

8. Vegeu Pettis, M. (2019), «Facebook's Libra: Does the World Need Less Frictionless Money?», Carnegie Endowment for International Peace.

9. Això ja succeeix amb la dolarització: la tendència dels residents a protegir-se de la volatilitat de la seva moneda local amb comptes i amb contractes denominats en dòlars.

La política e-monetària de la nova economia digital

Les tecnologies digitals impregnen el debat sobre el futur de l'economia. La política monetària i el seu principal vehicle, els diners, no són una excepció. Es venen més i més productes per internet i es fan servir menys els diners en efectiu. Aquesta nova economia digital genera noves demandes al sector financer, i els diners digitals emergeixen com un nou mètode de pagament atractiu per als consumidors. Com afecta tot això la política monetària? Què poden fer (i fan) els bancs centrals sobre aquest tema?

Diners digitals privats, política monetària i estabilitat financera: condicionants i riscos

Els diners digitals són, en termes senzills, la representació «digital» de formes físiques de diners fiduciaris (com un bitllet d'1 dòlar o una moneda de 2 euros).¹ Però la seva àmplia integració en les nostres «vides digitals» (pensem en un perfil de Facebook o d'Instagram), els seus baixos costos de transacció i els efectes de xarxa (les empreses que contempen llançar diners digitals, com Facebook, compten amb una enorme base d'usuaris) els fan atractius per a consumidors i per a empreses.²

No obstant això, els usuaris de diners digitals emesos per proveïdors privats s'enfronten a quatre grans fonts de risc:

- **Liquiditat:** per exemple, si cada unitat d'una criptomoneda té el suport d'una cistella de bons denominats en euros, el proveïdor tindrà la capacitat de liquidar aquests bons i de poder convertir la criptomoneda en euros, per als usuaris que ho desitgin, fins i tot en moments de molta demanda o d'estrès financer?
- **Impagament:** si el proveïdor privat fa fallida, què passa amb les criptomonedes que tinguin els usuaris?
- **Valor:** imaginem que els actius que donen suport a la criptomoneda (per exemple, bons sobirans denominats en euros) perden valor bruscament. *De facto*, el proveïdor haurà emès més diners digitals del que deuria (atès el nou valor dels actius que donen suport a la seva oferta), de manera que es pot veure forçat a «devaluar» la criptomoneda (intercanviar-la per menys euros del que inicialment havia establert), la qual cosa podria comportar pèrdues per als usuaris.
- **Poder de mercat:** la naturalesa dels diners comporta efectes de xarxa (una divisa és més atractiva com a mitjà de pagament a mesura que creix el nombre d'agents que la fan servir) que poden fer que s'imposi un monopoli natural: una única divisa per regir tots els intercanvis. Així, sense una regulació adequada, el proveïdor pot fixar barreres d'entrada al mercat i extreure rendes dels usuaris que utilitzin la seva criptomoneda.

Aquests riscos individuals de l'usuari condueixen, a més a més, a altres riscos que afecten el conjunt de la societat. En particular, des del punt de vista de les polítiques econòmiques, destaquen:

- **Pèrdua de control de la política monetària:** si una criptomoneda emesa per un proveïdor privat s'imposa a la moneda del banc central, s'erosionaria la seva capacitat d'influenciar l'oferta monetària i els tipus d'interès que realment afecten els consumidors, els estalviadors i els inversors de l'economia. Alguns exemples:
 - **«e-dolarització» de l'economia:** aquesta substitució seria semblant a la que pateixen algunes economies en què el dòlar nord-americà, i no la moneda local, és el principal mitjà de canvi, per la poca confiança de la població en les seves institucions. De la mateixa manera que les condicions financeres d'aquestes economies es mouen al so de la Reserva Federal dels EUA, en un món de diners digitals, les condicions financeres estarien influenciades pel proveïdor privat de criptomonedes.
 - **Prociclicitat (un risc de les *stablecoins*):** la majoria de les *stablecoins*, com la libra, tenen el suport d'una cistella de divises i d'actius de baix risc (com podrien ser els bons sobirans dels EUA o d'Alemanya). Així, en una fase expansiva de l'economia, els agents demandarien més *stablecoins*, de manera que augmentarien les compres dels actius que els donen suport. Segons defensen alguns autors,³ això pressionaria a la baixa els seus tipus d'interès, la qual cosa, al seu torn, podria retroalimentar la fase expansiva i condicionar la implementació de la política monetària desitjada.
- **Riscos d'estabilitat financera:**
 - **Font de risc sistèmic:** si una criptomoneda privada dominés una fracció important de les transaccions, una possible fallida o feblesa del proveïdor repercutiria en el conjunt del sistema de pagaments internacional.
 - **Disrupció en el sistema bancari:** els diners digitals ofereixen una alternativa als dipòsits bancaris perquè les famílies i les empreses emmagatzemin els estalvis. Així, un ús estès dels diners digitals obligaria la banca tradicional a competir pels dipòsits i a buscar fonts de finançament alternatives (segurament, menys estables), la qual cosa podria encarrir el crèdit i incentivar una major presa de riscos.

Què poden fer els bancs centrals?

Els bancs centrals jugaran un paper clau a l'hora de definir el nou entorn macrofinancer: quins diners digitals s'adopten i en quina mesura aquests diners afecten el sistema financer tal com el coneixem.

1. En aquest article, quan parlem de «diners digitals», no incloem els dipòsits ni els comptes bancaris.

2. Vegeu Adrian, T. (2019), «Stablecoins, central bank digital currencies, and cross-border payments: a new look at the international monetary system», discurs a la IMF-Swiss National Bank Conference. A més a més, en països amb sistemes institucionals fràgils, és freqüent que la població tingui més confiança en empreses multinacionals proveïdores de diners digitals que en les seves institucions.

3. Vegeu Pettis, M. (2019), «Facebook's Libra: Does the World Need Frictionless Money?», Carnegie Endowment for International Peace.

En temps passats, els bancs centrals van acabar monopolitzant l'emissió de bitllets i han garantit fins a l'actualitat un sistema de pagaments únic, segur i accessible a la totalitat de la població. Així, una alternativa natural a les criptomonedes privades és que el banc central emeti la seva moneda digital:

- A grans trets, **una moneda digital del banc central (MDBC) podria consistir en el fet que el banc central obrís comptes corrents directament a les llars i a les empreses**: per al consumidor, seria semblant al sistema actual de dipòsits i de transferències bancàries, amb la diferència que el seu compte corrent es trobaria al banc central.
- Tot i que podria semblar un pas natural, **aquesta alternativa exigiria que el banc central jugués un paper anormalment actiu**: atreure als clients, verificar-ne les dades i interactuar amb ells, desenvolupar tecnologia, etc. Tasques en què un banc central no disposa d'experiència i que, a més a més, podrien posar en risc la seva reputació.

Per aquest motiu, han emergit algunes propostes d'una **MDBC sintètica**:⁴

- El banc central desenvoluparia una infraestructura per a l'MDBC en què els proveïdors privats de diners digitals (entre els quals podria haver-hi les entitats financeres tradicionals) incorporarien els seus mètodes de pagament:
 - En permetre l'accés a múltiples proveïdors, **es garantiria la competència al mercat**.
 - Per garantir la seguretat de la moneda i mantenir el control de l'oferta monetària, **el banc central hauria d'exigir que els proveïdors donessin suport al 100% de la moneda amb reserves al banc central**.⁵
 - **S'aprofitarien els avantatges competitius** del sector privat (per exemple, la gestió dels clients o la innovació) i els del banc central (supervisió i regulació, reputació i confiança).
- **Una MDBC oferiria un canal directe de transmissió de la política monetària**:
 - Per exemple, si el banc central ho estimés oportú, podria emetre una moneda digital que pagués interessos i podria ajustar aquest pagament com a part de la seva política monetària.
 - A més a més, una MDBC que substituís completament els diners en efectiu permetria al banc central reduir els tipus d'interès a nivells més negatius del que és factible en l'actualitat.
- Una MDBC, però, també tindria riscos a nivell macrofinancer:
 - **Fugides de dipòsits**: com en el cas d'una moneda digital privada, l'MDBC ofereix una alternativa als dipòsits bancaris. En períodes d'estrès, l'MDBC podria ser percebuda com més segura, perquè, tot i que no comptaria necessàriament amb una garantia com la que ofereix un fons de garantia de dipòsits, tindria el suport de les reserves dipositades al banc central. Això podria afavorir les sortides de dipòsits de la banca comercial cap als proveïdors d'MDBC, indirectament, per tant, cap al banc central.⁶
 - **Coordinació internacional**: la digitalització elimina les barreres físiques, de manera que facilita que un usuari triï l'MDBC que més li convingui, independentment de la jurisdicció. És a dir, genera més competència entre MDBC i, per tant, **requereix d'una major coordinació internacional de la política monetària**.

Iniciatives dels bancs centrals

Davant l'actual disminució de l'ús de la moneda física i l'aparició d'iniciatives privades que poden comportar diferents riscos, alguns bancs centrals ja han avaluat la possibilitat d'emetre diners digitals:⁷

- **Suècia**: el banc central de Suècia (Riksbank) va ser dels primers a l'hora de estudiar la possibilitat d'emetre la seva moneda digital, arran de l'enfonsament de l'ús de l'efectiu (és habitual trobar negocis que no l'accepten). Té el projecte de l'**e-krona** força avançat i l'ha presentat al Parlament suec, que haurà de decidir sobre la necessitat que el banc central «encunyï» una MDBC. El Riksbank encara no n'ha decidit el disseny (si els usuaris podrien obrir un compte al banc central mateix o si es tracta d'una versió més semblant a l'MDBC sintètica).
- **Uruguai**: el Banc Central de l'Uruguai va llançar el 2017 la seva moneda digital (**e-peso**) en una prova pilot de sis mesos que limitava la quantitat d'e-pesos que es podien emetre. L'e-peso tenia característiques d'MDBC sintètica, però només un proveïdor privat podia accedir a la plataforma. Per aquest motiu, no s'ha pogut observar una competència entre diferents proveïdors ni els beneficis en innovació que aquesta competència genera. No obstant això, les conclusions que el banc central va treure del projecte van ser relativament positives.⁸

Com ho il·lustren aquests exemples, els bancs centrals han començat a explorar les possibilitats que les tecnologies digitals ofereixen per als diners i, per tant, sobre la política monetària. L'emergència de propostes privades, com la libra de Facebook, destaca la importància que els bancs centrals mantinguin el seu compromís històric amb el bon funcionament del sistema de pagaments.

Adrià Morron Salmeron i Ricard Murillo Gili

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

4. Vegeu Adrian, T. (2019), «From Stablecoins to Central Bank Digital Currencies», IMF Blog.

5. Amb un coeficient de reserves del 100%, aquests proveïdors no concedirien crèdit: es limitarien a vehicular els pagaments.

6. En aquest escenari, el banc central podria estabilitzar el sistema injectant liquiditat a la banca comercial (unes injeccions que estarien balancejades per l'augment de reserves que rebria el banc central per la fugida de dipòsits).

7. El BCE i la Fed no han presentat propostes pròpies, tot i que els seus diferents oficials reconeixen el potencial de les tecnologies relacionades amb els diners digitals i destaquen la importància de monitorar-ne l'evolució.

8. Bergara, M. i Ponce, J. (2018), 7. Central Bank Digital Currency: The Uruguayan e-peso case, a «Do We Need Central Bank Digital Currency?», núm. 82.

Els bancs davant les noves formes de diners

El llançament de la libra per part de Facebook i d'altres 27 empreses ha tornat a posar sobre la taula el debat sobre les criptomonedes i sobre el funcionament dels sistemes de pagaments actuals. Després de la caiguda de valor de *bitcoin* i del qüestionament de la seva capacitat per funcionar com a diners, són molts els qui veuen en les *stablecoins* una alternativa amb més potencial d'adopció. Si això és així, les dues formes de diners «tradicionals» (l'efectiu i els dipòsits bancaris) haurien d'afrontar aquesta nova competència. Al present article, discutirem què caracteritzaria aquesta competència entre formes de diners, quins reptes podria comportar per als bancs i quines accions podrien dur a terme els bancs per afrontar-los.¹

Els avanços en les tecnologies de pagaments permeten l'aparició de noves formes de diners, la qual cosa, a llarg termini, pot generar una major competència pels dipòsits bancaris.

- **La tecnologia de liquidació de pagaments és el mecanisme mitjançant el qual es garanteix que els diners són retirats del compte de l'ordenant i són ingressats al del beneficiari, de manera que el canvi en la propietat dels diners queda registrat.** Amb l'excepció de l'efectiu, en l'actualitat, totes les infraestructures de pagaments establertes recorren d'alguna manera a una figura que centralitza la validació d'aquests moviments entre els comptes, ja sigui el banc central de cada jurisdicció, Visa o Mastercard per als esquemes de targetes o AliPay i WeChat als seus ecosistemes a Àsia, entre d'altres. Aquesta centralització, sobretot en l'àmbit dels pagaments internacionals, comporta algunes ineficiències, que es manifesten en demores en les transferències i en falta de traçabilitat sobre el seu estat i que són fruit de la fragmentació i de la poca interconnexió d'aquestes infraestructures. En eliminar la necessitat de centralitzar la validació, l'ús de DLT² (*blockchain* n'és un exemple) pot generar uns guanys d'eficiència que justificarien el cost de desplegar noves infraestructures de pagaments i, sobre elles, noves monedes.
- **Fins avui han aparegut una infinitat de criptomonedes, tot i que les que presenten un major potencial d'arribar a convertir-se en una nova forma de diners són les que tenen el suport d'alguna mena d'actiu.** Una opció és tenir el suport d'una moneda de curs legal, com és el cas de tether, USD Coin o paxos, per exemple. Els seus emissors estableixen una ràtio de conversió (per exemple, en relació amb el dòlar) i defineixen mecanismes per mantenir-la, de manera que els preus dels béns i dels serveis en les dues monedes siguin fixos. Una altra opció és buscar el suport d'una cistella de monedes o d'altres actius el valor dels quals fluctua amb el mercat. En aquest cas, en funció del moment en què s'adquirissin, els béns i els serveis pagats en aquesta moneda serien més o menys cars que si es paguessin en dòlars. La libra és un exemple d'aquest últim tipus, juntament amb les criptomonedes que tenen el suport de l'or.
- **Naturalment, desplegar aquesta nova infraestructura des de zero no és una tasca que pugui assumir qualsevol, i qualsevol emissor privat amb capacitat per aconseguir-ho s'haurà d'enfrontar a reptes reguladors molt considerables.**³ En qualsevol cas, cal pensar en un futur en què els dipòsits bancaris puguin haver de competir per la liquiditat dels agents econòmics no solament amb l'efectiu, sinó també amb les criptomonedes que hagin aconseguit prou adopció.

Per als bancs, els dipòsits dels clients són una peça central en el model de negoci. Per aquest motiu, alguns experts consideren⁴ que un increment de la competència és un desafiament per a les entitats financeres tradicionals.

- **Els dipòsits són una font estable de finançament per als bancs i són una eina fonamental per a la intermediació bancària,** el procés pel qual les entitats canalitzen els estalvis cap a la inversió productiva mitjançant la concessió de préstecs.
- **Són també una font d'ingressos** per a les entitats, gràcies als serveis de cobraments i de pagaments associats, com les transferències, les compres amb targeta o les domiciliacions i la gestió de rebuts, entre d'altres.

Avantatges i desavantatges de la libra

Reserva de valor	✗ Sense cobertura del Fons de Garantia de Dipòsits. Sense remuneració dels recursos.
Unitat de compte	✗ L'euro és l'única moneda de curs legal a Espanya (l'única amb ple poder alliberador per al pagament de deutes). Risc de tipus de canvi.
Mitjà d'intercanvi	
Acceptació	✓ L'ecosistema de Facebook compta amb 2.410 milions d'usuaris actius. ✗ Bona experiència d'usuari dels mètodes de pagament actuals al punt de venda físic.
Facilitat d'ús	✓ Millor adaptació als entorns digitals (<i>smart contracts</i> , possibilitat d'afegir més dades associades a la transacció...).
Rapidesa	✓ Pagaments amb liquidació instantània a qualsevol part del món, disponibles 24/7/365 des de qualsevol lloc amb connexió.
Ubiquïtat	
Seguretat	✗ No gaudeix, en l'actualitat, de la màxima percepció de seguretat (els dipòsits i els mètodes de pagament, sí).

Font: CaixaBank Research.

1. Aquest article analitza només l'escenari de les criptomonedes impulsades per emissors privats. Un escenari en què les criptomonedes fossin impulsades per bancs centrals tindria en consideració, per disseny, l'estabilitat del sistema financer i el paper que han de jugar els bancs. Es tractaria, doncs, d'un escenari més favorable per als bancs que el discutit aquí.

2. Vegeu l'article «*Blockchain* i criptomonedes: benvinguts al nou paradigma digital», en aquest mateix Dossier.

3. Vegeu l'article «Libra, la criptomoneda de Facebook», en aquest mateix Dossier.

4. Vegeu BIS (2018), «Central bank digital currencies», i Adrian, T. i Mancini-Griffoli, T. (2019), «The Rise of Digital Money», FinTech Notes, FMI.

- **Finalment, els dipòsits i els mitjans de pagament associats són, a més a més, una font d'informació molt valuosa per als bancs.** El volum i la freqüència d'aquestes transaccions, per exemple, són variables que poden ser utilitzades per establir patrons d'ingressos i de despeses o per estimar la capacitat de repagament d'un préstec. Això permet als bancs millorar les anàlisis de risc, personalitzar les ofertes comercials o reduir el frau, per exemple.
- Així, doncs, **en un hipotètic escenari en què les monedes digitals aconseguissin substituir de manera significativa les formes tradicionals de diners, el model de negoci bancari s'enfrontaria a diversos reptes.** En primer lloc, a una compressió dels marges (tant en dipòsits com en serveis de cobraments i de pagaments) per l'augment de la competència. En segon lloc, a una major volatilitat i a un major cost de les fonts de finançament per una eventual substitució dels dipòsits detallistes per altres instruments de finançament. Al seu torn, aquesta major volatilitat del passiu bancari podria arribar a limitar la capacitat de concessió de crèdit per la necessitat de complir les ràtios de liquiditat imposades per Basilea III.⁵ Finalment, la pèrdua de la informació generada per les transaccions en la nova moneda podria limitar la capacitat dels bancs d'oferir préstecs al tipus d'interès que s'ajusti millor al risc del client. Tot plegat tendiria a encarir el crèdit.

Per jutjar fins a quin punt són importants aquests reptes per a les entitats bancàries, és útil analitzar quins elements determinarien la intensitat de la competència que patirien els dipòsits i veure en quins d'aquests elements les *stablecoins* podrien tenir un avantatge comparatiu.

- **Les *stablecoins* presenten certs avantatges en aspectes clau relatius a la seva eficiència com a mitjà de pagament.** Tot i que és cert que, als països desenvolupats, els diners tradicionals són, en gran part, un mecanisme molt eficient per realitzar transferències domèstiques o pagaments al punt de venda físic, les noves formes de diners permetrien realitzar pagaments instantanis a qualsevol lloc del món, en qualsevol moment i des de qualsevol lloc amb connexió. A més a més, en entorns digitals, oferirien una major facilitat d'ús, en disposar d'una major capacitat d'integració amb aquests entorns i en poder aportar noves funcionalitats, com els pagaments condicionals, els pagaments automatitzables o l'automatització de processos de conciliació.
- **No obstant això, hi ha diversos aspectes que dificulten l'adopció de les noves formes de diners.** El més fonamental de tots és assolir un nivell prou alt de confiança per part dels usuaris. Una moneda digital només es farà servir com a mitjà de pagament o com a forma d'estalvi si les persones hi confien, perquè és emesa i té el suport d'un banc central, d'entitats subjectes a regles de governança i d'estructures legals que mitiguin els possibles conflictes d'interès. En el cas de la libra, altres desavantatges són els possibles riscos de canvi per als usuaris, en tenir una ràtio de conversió variable en relació amb una moneda de curs legal i que no oferiria un retorn en forma d'interessos.
- **Així i tot, el major repte al qual s'enfronten aquestes noves formes de diners és el de generar efectes de xarxa prou potents per justificar els costos d'adopció.** Al capdavall, no serveix de res tenir els diners amb la tecnologia de liquidació més eficient que mai hagi existit si no es té amb qui intercanviar-los. Les formes de diners tradicionals juguen amb avantatge, perquè són àmpliament acceptades. En el cas de les monedes digitals, de moment només la libra, gràcies a la ingent base d'usuaris de Facebook i al seu ecosistema propici per al comerç electrònic, podria estar en disposició d'aprofitar els efectes de xarxa i impulsar una adopció relativament ràpida.

Quines opcions tindrien els bancs per afrontar aquest augment de la competència?

- **La principal alternativa per als bancs és continuar innovant per guanyar en eficiència i per oferir la millor experiència al client.** Els canvis en el comportament dels clients i del comerç impulsaran la demanda de nous serveis, com els pagaments invisibles⁶ o programables, els serveis d'alt valor afegit per a comerços digitals, per a empreses i per a particulars, els pagaments internacionals instantanis o els serveis per a la gestió de la privacitat i de la confidencialitat de les dades. En els últims anys, els bancs han millorat de forma notable l'oferta amb nous serveis, com els pagaments amb el mòbil o els pagaments domèstics instantanis entre particulars.⁷ Així mateix, alguns bancs també exploren les possibilitats de la tecnologia DLT i experimenten amb *stablecoins* d'ús majorista per solucionar la interconnexió baixa dels diferents mercats interbancaris regionals i fer possibles els pagaments internacionals instantanis.
- **Queden moltes incerteses per resoldre, i és possible que el projecte libra trigui a fructificar, si és que finalment ho fa. Però la rapidesa amb què aquest camp evoluciona exigeix que els bancs tradicionals aprofitin totes les possibilitats que ofereixen les noves tecnologies per millorar l'experiència dels clients en el món dels pagaments.** Al capdavall, la velocitat d'adopció d'un nou producte o servei depèn, en gran part, de la capacitat de solucionar les necessitats dels usuaris: ha de ser més barat, més ràpid o més fàcil d'utilitzar que les alternatives actuals.⁸ I és aquí on els bancs han de demostrar la seva capacitat d'innovació i d'adaptació per afrontar amb èxit els reptes i les oportunitats que emergeixen de les monedes digitals: escoltant els clients i oferint-los allò que necessiten.

Sandra Jódar Rosell i Denis Nakagaki

5. El coeficient de fondeig estable net (NSFR, per les sigles en anglès) requereix que els bancs mantinguin un cert percentatge de finançament estable en relació amb els préstecs que ha concedit. Vegeu Kumhof, M. i Noone, C. (2018), «Central bank digital currencies», Staff Working Paper, núm. 725, Banc d'Anglaterra.

6. El concepte de pagament invisible fa referència a l'ús de tecnologies de pagaments que permeten prescindir del suport físic (la targeta o els bitllets) per saldar la transacció.

7. A Espanya, Bizum, una solució de pagaments instantanis entre particulars creada el 2016, va assolir els 4 milions d'usuaris al juny del 2019, xifra que representa, aproximadament, el 10% de la població bancaritzada.

8. Vegeu Van Steenis, H. (2019), «Future of Finance», Banc d'Anglaterra.

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

Et recomanem:

Radiografia de la classe mitjana

Qui és la classe mitjana? Com ha evolucionat la seva importància i la seva qualitat de vida en les últimes dècades? Ho analitzem en un monogràfic sobre la classe mitjana espanyola i fem una comparativa internacional.



La muntanya russa del petroli: pujada, baixada i ara què?

Identifiquem els factors que expliquen les fortes fluctuacions del petroli en els últims trimestres i analitzem les seves perspectives futures.



ICIE 2019: una brúixola per guiar-se en els mercats de l'exterior

Quins són els mercats exteriors més atractius per a l'empresa espanyola? Presentem l'ICIE 2019, l'índex de CaixaBank Research que classifica els països en funció de l'atractiu dels seus mercats.



Un fantasma del passat? El deteriorament de la balança per compte corrent espanyola

Què explica el deteriorament del superàvit exterior d'Espanya? Analitzem l'evolució recent del compte corrent i els seus determinants passat i futur.



Informe sectorial turisme

Presentem la situació i les perspectives per al sector turístic espanyol en el segon semestre del 2019, a partir dels principals indicadors econòmics i del *big data*.



Informe sectorial immobiliari

Presentem la situació i les perspectives per al sector immobiliari espanyol en el segon semestre del 2019, a partir dels principals indicadors econòmics i del *big data*.



Segueix-nos a:



www.caixabankresearch.com



@CABK_Research



Newsletter



CaixaBank

L'*Informe Mensual* és una publicació elaborada de manera conjunta per CaixaBank Research i BPI Research (UEEF) que conté informacions i opinions procedents de fonts que considerem fiables. Aquest document té un propòsit merament informatiu, per la qual cosa CaixaBank i BPI no es fan responsables en cap cas de l'ús que se'n pugui fer. Les opinions i les estimacions són pròpies de CaixaBank i BPI i poden estar subjectes a canvis sense notificació prèvia. Es permet la reproducció parcial de l'*Informe Mensual* sempre que se citi la font de forma adequada i que se'n remeti una còpia a l'editor.

© CaixaBank, S.A., 2019

© Banco BPI, 2019

Disseny i producció: www.cegeglobal.com

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

