IM03

INFORME MENSUAL
NÚMERO 454 | MARÇ 2021

ENTORN ECONÒMIC I FINANCER

MERCATS FINANCERS
Borsa nord-americana: exuberància racional?

ECONOMIA INTERNACIONAL
Regles fiscals europees: a baix el 60%?

ECONOMIA ESPANYOLA
*Peixos grossos i no tan grossos a l'*e-commerce *del sector* retail

DOSSIER: DIGITALITZACIÓ I FONS EUROPEUS: UN BINOMI GUANYADOR

Digitalització i automatització: què produirem el dia de demà?

Espanya en la carrera digital

Les polítiques digitals del Next Generation EU

NGEU: un impuls molt oportú a la digitalització

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Març 2021

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

CaixaBank Research
www.caixabankresearch.com
research@caixabank.com
Enric Fernández
Economista en cap
Oriol Aspachs
Director d'Estudis
Sandra Jódar
Directora d'Estratègia Bancària
Adrià Morron Salmeron
Coordinador de l'*Informe Mensual*
Javier Garcia-Arenas
Coordinador del Dossier

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

Data de tancament d'aquesta edició:
28 de febrer de 2021

ÍNDEX

1 EDITORIAL

3 LES CLAUS DEL MES

4 PREVISIONS

7 MERCATS FINANCERS

9 *Borsa nord-americana: exuberància racional?*
Adrià Morron Salmeron i Àlex Ruiz

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

15 *Regles fiscals europees: a baix el 60%?*
Álvaro Leandro

19 ECONOMIA ESPANYOLA

21 *COVID-19 i comerç exterior: un impacte asimètric*
Luís Pinheiro de Matos

22 *Peixos grossos i no tan grossos a l'*e-commerce *del sector* retail
Eduard Llorens i Jimeno

25 ECONOMIA PORTUGUESA

28 DOSSIER: DIGITALITZACIÓ I FONS EUROPEUS: UN BINOMI GUANYADOR

28 *Digitalització i automatització: què produirem el dia de demà?*
Clàudia Canals i Oriol Carreras

30 *Espanya en la carrera digital*
Clàudia Canals, Oriol Carreras i Judit Montoriol-Garriga

33 *Les polítiques digitals del Next Generation EU*
Clàudia Canals i Oriol Carreras

35 *NGEU: un impuls molt oportú a la digitalització*
Clàudia Canals i Oriol Carreras

L'última milla

Fa un any va començar una carrera en què els participants no sabien quina era la distància que s'havia de recórrer ni l'altura dels obstacles que es trobarien. Passat aquest temps, ha quedat clar que no tots s'han enfrontat a la mateixa prova. Molts corren ara l'última volta d'una carrera de 10.000 metres, mentre que uns altres encara tenen per davant la duríssima última milla d'una marató. La prioritat, en aquests moments, és que el màxim nombre de participants puguin arribar a la meta sans i estalvis.

Per descomptat, els corredors d'aquesta prova metafòrica són els autònoms i les empreses. Els de la marató són els més afectats per les restriccions a la mobilitat, als horaris d'obertura o als aforaments. La recuperació s'ha retardat per a tots, però per a ells molt especialment. Si no disposen d'un bon avituallament, pot ser que no aconsegueixin acabar la carrera. Una empresa no pot sobreviure gaires mesos si els ingressos no donen per cobrir els costos. L'endeutament al qual es pot recórrer té un límit i el pulmó dels accionistes, també. Els problemes de liquiditat es poden convertir en problemes de solvència.

La política fiscal és la més adequada per respondre a aquesta situació. La política monetària ofereix un suport imprescindible mantenint baixos els tipus d'interès i assegurant que no falti liquiditat, la qual cosa també aplana el camí a les autoritats fiscals, però la política fiscal és la que millor pot mitigar els riscos d'insolvència. Els bancs centrals poden administrar l'oxigen que s'encarrega de bombar la banca, però és la política fiscal la que pot practicar cirurgia de precisió.

Així ha succeït des del començament de la pandèmia. Els ERTO han estat una eina fonamental de política fiscal. Els avals de l'ICO, que poden ser considerats com una eina quasifiscal, també. Aquestes mesures, juntament amb altres, com l'ajornament dels impostos i de les moratòries, han estat molt útils i, en gran part, suficients per als qui corrien la carrera de 10.000 metres. No obstant això, han estat insuficients per als qui corren la marató. Per a ells són imprescindibles ajudes directes que compensin els costos fixos que han d'assumir per mantenir-se amb vida.

Sovint s'utilitzen dos arguments contraris a un major suport per la via de les ajudes directes: el seu potencial cost fiscal i la ineficiència que pot representar que les ajudes arribin a empreses que, en realitat, no són viables a mitjà termini. Malgrat que cal tenir en compte els dos arguments, no crec que, en aquests moments, tinguin prou pes.

Pel que fa al cost fiscal, a aquestes alçades de la crisi, hauria de ser manejable, perquè la recuperació és cada vegada més a la vora. En els propers mesos, les vacunes haurien de permetre suprimir, o si més no alleujar notablement, les restriccions que condicionen moltes activitats. Així i tot, els resultats de les empreses es podran començar a normalitzar, i les ajudes ja no seran necessàries. Som en una situació completament diferent a la d'un any enrere, quan les perspectives sobre la durada de la crisi eren molt incertes. D'altra banda, ara també podem delimitar molt millor les activitats més afectades per la crisi i calibrar quin ha estat l'impacte generat per les restriccions.

Quant al cost en termes d'eficiència d'ajudar empreses no viables o zombis, s'ha de contraposar al cost de no ajudar les que sí que són viables. Distingir entre les unes i les altres en un moment com l'actual és molt complex, és a dir, és inevitable cometre un dels dos errors. No ajudar les viables implicaria destruir teixit productiu i ocupació, que trigaria temps a recompondre's. Ajudar les no viables malgasta recursos i retarda la necessària reassignació de recursos cap a activitats productives. En moments com l'actual, tenint en compte de nou que la situació millorarà en poc temps, sembla preferible pecar per excés que per defecte. Així ho han entès altres països del nostre entorn. A més a més, les ajudes també es poden dissenyar per beneficiar més les empreses realment viables –per exemple, condicionant-les a les pèrdues ocasionades per les restriccions o vehiculant-les, en part, a través d'incentius a l'aportació de capital privat. La banca també pot jugar un rol en la distinció entre empreses viables i no viables.

L'important ara és acabar la carrera. Quan ho fem, serà el moment de començar-ne una altra, amb més igualtat de condicions, sense traves i, llavors sí, sense ajudes.

Enric Fernández
Economista en cap
Març 2021

Cronologia

FEBRER 2021

13 Per segona vegada, el Senat dels EUA absol Donald Trump de *impeachment*.
24 Ghana és el primer país que rep una partida de vacunes dins COVAX, el programa liderat per l'OMS per garantir un accés equitatiu de les vacunes contra la COVID-19 entre els països en desenvolupament.

DESEMBRE 2020

2 El Regne Unit es converteix en el primer país occidental que aprova l'ús d'una vacuna per a la COVID-19.
10 El BCE amplia la dotació del PEPP fins als 1,85 bilions, prolonga les seves compres netes fins al març del 2022 i llança tres noves TLTRO-III.
24 La UE i el Regne Unit assoleixen un acord comercial per regular les relacions econòmiques a partir de l'1 de gener del 2021, quan el Regne Unit abandona el mercat únic i la unió duanera.

OCTUBRE 2020

16 L'agència de qualificació Moody's redueix la nota creditícia del Regne Unit, d'Aa2 a Aa3.
25 El Govern d'Espanya decreta un nou estat d'alarma.
28 França anuncia un nou confinament i altres països europeus (com Alemanya) també endureixen les restriccions a la mobilitat de manera més significativa que en els mesos anteriors.

GENER 2021

15 El recompte oficial de morts per COVID-19 a nivell mundial supera la xifra dels 2 milions de persones.
20 Joe Biden pren jurament com a nou president dels EUA. Al principi del mes, simpatitzants de Donald Trump havien irromput en la seu del Congrés en protesta pels resultats electorals.

NOVEMBRE 2020

15 Austràlia, Nova Zelanda i 13 economies asiàtiques (inclosa la Xina) van signar un acord comercial a gran escala (el *Regional Comprehensive Economic Partnership*).
20 Les primeres vacunes contra la COVID-19 sol·liciten l'aprovació oficial de les autoritats després de concloure la fase d'assaig.

SETEMBRE 2020

25 El Consell Europeu aprova la concessió de 87.400 milions d'euros en préstecs SURE a 16 Estats membres. Espanya rebrà 21.300 milions.
28 El recompte oficial de morts per COVID-19 a nivell mundial supera la xifra d'1 milió de persones.

Agenda

MARÇ 2021

2 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (febrer).
3 Portugal: ocupació i atur (gener).
5 Espanya: ràting Moody's.
11 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
12 Portugal: ràting S&P.
16-17 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
17 Espanya: enquesta trimestral de cost laboral (4T).
19 Espanya: ràting S&P.
Portugal: ràting Moody's.
22 Espanya: crèdits, dipòsits i taxa de morositat (4T).
23 Portugal: preus de l'habitatge (4T)
25 Espanya: balança de pagaments i PIIN (4T).
25-26 Consell Europeu.
26 Espanya: desglossament del PIB (4T).
Portugal: desglossament del PIB (4T).
30 Espanya: avanç de l'IPC (març).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (març).
31 Espanya: taxa d'estalvi de les llars (4T).
Espanya: execució pressupostària de l'Estat (febrer).

ABRIL 2021

5 Portugal: ocupació i atur (febrer).
6 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (març).
9 Portugal: comerç internacional (febrer).
14 Portugal: activitat turística (febrer).
15 Espanya: comptes financers (4T).
16 Portugal: execució pressupostària de l'Estat (març).
22 Espanya: crèdits, dipòsits i taxa de morositat (febrer).
Consell de Govern del Banc Central Europeu.
27-28 Comitè del Mercat Obert de la Fed.
29 Espanya: avanç de l'IPC (abril).
Espanya: enquesta de població activa (1T).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (abril).
EUA: PIB (1T).
Portugal: avanç de l'IPC (abril).
30 Espanya: avanç del PIB (1T).
Espanya: execució pressupostària de l'Estat (març).
Portugal: avanç del PIB (1T).
Zona de l'euro: PIB (1T).

El gran teatre econòmic: la inflació torna a escena i condiciona la *Reconstrucció Econòmica*

Com un meteoròleg quan s'apropa un canvi de temps, com un metge quan té un pacient per curar, com un enginyer al qual li demanen dissenyar un nou mecanisme o com un artista quan comença a pintar un quadre. Així ens sentim, al capdavall, els economistes. Després de mesos escoltant els epidemiòlegs, intentant desxifrar les implicacions dels seus diagnòstics per a l'escenari econòmic, de sobte ha reaparegut en escena un dels nostres personatges favorits i ha encès un debat apassionat. Em refereixo a la inflació, que duia molts anys absent. En funció de com es comporti, i de com reaccionem al seu retorn, el tan anhelat desenllaç de la *Reconstrucció Econòmica* serà un o altre. Deixa'm que t'ho expliqui.

Que la inflació ha estat absent es posa de manifest quan mirem enrere i observem la trajectòria que ha dibuixat en els últims anys. Per exemple, a la zona de l'euro, ha avançat a un ritme inferior a l'1% anual des del 2014. Aquest ha estat el seu comportament més habitual (per no dir mitjà), però, en diverses ocasions, es va quedar immòbil o, fins i tot, es va retirar mentre l'activitat econòmica continuava interpretant el seu paper. En els 10 anys anteriors, en canvi, semblava que es desplaçava amb un pas més ferm, a un ritme superior al 2% anual, i sempre de bracet de l'activitat. Però la falta de connexió que ha exhibit recentment amb la resta de l'economia, i que encara ens té desconcertats, no es limita només a l'escenari europeu. A nivell global també semblava que la història de la inflació havia arribat al seu final i culminava, així, una pèrdua gradual però sostinguda de protagonisme en l'escena econòmica internacional.

El retorn a escena de la inflació ha estat abrupte. A la zona de l'euro, va escalar fins al 0,9% al febrer després de tancar el 2020 en el –0,3%. Als EUA, també es va acostar als registres negatius de l'any passat , però ja flirteja amb l'1,5%. Hi ha diversos factors que expliquen aquest canvi de comportament (aspectes tècnics, l'impacte de canvis impositius o la normalització del preu del petroli), i tots jugaran un paper similar: augmentaran encara més el protagonisme de la inflació en els propers mesos i l'aproparan de manera puntual al 3% (a la zona de l'euro, una mica per sota; als EUA, una mica per damunt). De tota manera, el suport que li donaran serà temporal. Després es retiraran.

Però la història de la inflació continuarà. Altres elements aniran entrant en escena, canviaran el decorat per complet i propiciaran que mantingui un paper destacat, està per veure si fins i tot protagonista. El títol de la nova temporada te'l pots imaginar: *Reconstrucció Econòmica*, i, probablement, la podràs veure abans del que t'imagines, espero. Als principals països desenvolupats, el ritme de vacunació avança a bon ritme, tot i que amb diferències entre ells, i el més important és que la vacuna està demostrant que és molt efectiva. Als EUA, ja hi ha estats en què s'han reduït de manera notable les restriccions, i els indicadors d'activitat apunten a un avanç del PIB pròxim al 2% intertrimestral en el 1T i a un ritme encara més alt en el 2T, quan una gran part de la població ja podria estar immunitzada. La zona de l'euro es manté com una plaça de segona i haurà d'esperar fins al 2T per començar a reduir les restriccions a la mobilitat i a l'activitat. Serà llavors quan l'activitat econòmica començarà a agafar velocitat.

En aquesta mena d'actes, en què l'activitat entra en escena, la inflació solia guanyar protagonisme, però la falta de sintonia que les dues han mostrat en els últims anys ens obligarà a seguir el seu retrobament amb atenció. Si la inflació reapareix associada a colls d'ampolla o a una reactivació més forta del que es preveu de la demanda embassada, podria posar en una situació difícil la política fiscal i la política monetària.

La política monetària ha jugat un paper aparentment plàcid en els últims anys. Sense la inflació, ha dut a terme una actuació molt agressiva, ha mantingut unes condicions financeres extraordinàriament laxes i s'ha convertit en un puntal de l'activitat econòmica. Però el repunt de les expectatives d'inflació que ja s'observa en la cotització de diversos indicadors financers i l'alça dels tipus d'interès a llarg termini han posat en guàrdia les principals autoritats monetàries. Fabio Panetta, membre del comitè executiu del BCE, ha deixat clar que interpreten el repunt de la inflació com un fenomen temporal i que faran tot el necessari perquè les condicions financeres continuïn sent molt laxes. A Europa, on la recuperació econòmica encara és incipient, és fonamental que així sigui. En canvi, als EUA, ara com ara la Fed està sent més permissiva amb el tensionament dels tipus d'interès, però es podria haver d'enfrontar a un paper difícil d'interpretar. Un enduriment abrupte de les condicions financeres frenaria la recuperació de l'activitat i desencadenaria episodis de turbulències als mercats financers, ja que les cotitzacions es basen en l'expectativa que els tipus d'interès es mantindran molt baixos durant un període llarg de temps. En gran part, aquesta expectativa l'ha alimentat l'actuació mateixa de la Fed en els últims anys.

Al flanc fiscal, hi ha un consens ampli: és millor pecar per excés de generositat que per excés de responsabilitat (sovint, el debat es planteja en aquests termes, com si fossin posicions antagòniques i utilitzant unes paraules carregades de prejudicis). Però el retorn a escena de la inflació i la falta de previsibilitat del seu comportament fan témer que el paquet fiscal de l'Administració Biden, d'uns contundents 1,9 bilions de dòlars, contribueixi als riscos de sobreescalfament de l'economia nord-americana.

En fi. Sembla que la història de la inflació continuarà i que el gran teatre econòmic comptarà amb un dels seus principals i més controvertits protagonistes. Confio que no ens obligarà a fer un gir de guió. Per evitar-ho, en els propers mesos, caldrà actuar amb audàcia. Més enllà d'advertir del canvi de temps que s'aproxima, hem de posar en funcionament els mecanismes adequats perquè el pacient es recuperi de manera ràpida i sana. Ja ho veus, a la pràctica, un sent que l'economia és més un art que una ciència.

Oriol Aspachs
Director d'Estudis

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

Mercats financers

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2017	2018	2019	2020	2021	2022
TIPUS D'INTERÈS							
Dòlar							
Fed funds (límit superior)	3,43	0,55	2,50	1,75	0,25	0,25	0,25
Líbor 3 mesos	3,62	0,75	2,79	1,91	0,23	0,25	0,35
Líbor 12 mesos	3,86	1,26	3,08	1,97	0,34	0,50	0,70
Deute públic 2 anys	3,70	0,80	2,68	1,63	0,13	0,25	0,50
Deute públic 10 anys	4,70	2,58	2,83	1,86	0,93	1,40	1,50
Euro							
Depo BCE	2,05	0,32	–0,40	–0,50	–0,50	–0,50	–0,50
Refi BCE	3,05	0,90	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eonia	3,12	0,55	–0,36	–0,46	–0,47	–0,45	–0,45
Euríbor 1 mes	3,18	0,67	–0,37	–0,45	–0,56	–0,48	–0,43
Euríbor 3 mesos	3,24	0,85	–0,31	–0,40	–0,54	–0,50	–0,40
Euríbor 6 mesos	3,29	1,00	–0,24	–0,34	–0,52	–0,48	–0,38
Euríbor 12 mesos	3,40	1,19	–0,13	–0,26	–0,50	–0,45	–0,35
Alemanya							
Deute públic 2 anys	3,41	0,55	–0,60	–0,63	–0,73	–0,60	–0,45
Deute públic 10 anys	4,30	1,82	0,25	–0,27	–0,57	–0,40	0,00
Espanya							
Deute públic 3 anys	3,62	2,06	–0,02	–0,36	–0,57	–0,39	–0,06
Deute públic 5 anys	3,91	2,59	0,36	–0,09	–0,41	–0,28	0,12
Deute públic 10 anys	4,42	3,60	1,42	0,44	0,05	0,10	0,50
Prima de risc	11	178	117	71	62	50	50
Portugal							
Deute públic 3 anys	3,68	4,02	–0,18	–0,34	–0,61	–0,32	0,05
Deute públic 5 anys	3,96	4,67	0,47	–0,12	–0,45	–0,32	0,14
Deute públic 10 anys	4,49	5,35	1,72	0,40	0,02	0,10	0,53
Prima de risc	19	353	147	67	60	50	53
TIPUS DE CANVI							
EUR/USD (dòlars per euro)	1,13	1,29	1,14	1,11	1,22	1,22	1,22
EUR/JPY (iens per euro)	129,50	126,40	127,89	121,40	126,39	130,54	130,54
USD/JPY (iens per dòlar)	115,34	98,97	112,38	109,25	103,83	107,00	107,00
EUR/GBP (lliures per euro)	0,66	0,83	0,90	0,85	0,90	0,89	0,90
USD/GBP (lliures per dòlar)	0,59	0,64	0,79	0,76	0,74	0,73	0,74
PETROLI							
Brent ($/barril)	42,3	82,5	57,7	65,2	50,2	60,0	62,0
Brent (euros/barril)	36,4	63,2	50,7	58,6	41,3	49,2	50,8

Previsions

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

Economia internacional

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2017	2018	2019	2020	2021	2022
CREIXEMENT DEL PIB							
Mundial	4,5	3,4	3,5	2,8	–3,3	5,5	4,2
Països desenvolupats	*2,7*	*1,3*	*2,2*	*1,6*	*–4,8*	*4,6*	*3,2*
Estats Units	2,7	1,5	3,0	2,2	–3,5	4,9	3,4
Zona de l'euro	2,2	0,7	1,9	1,3	–6,8	4,3	3,1
Alemanya	1,6	1,3	1,6	0,6	–5,3	3,2	2,8
França	2,2	0,8	1,7	1,5	–8,2	5,7	3,1
Itàlia	1,5	–0,5	0,8	0,3	–8,9	4,2	3,0
Portugal	1,5	0,0	2,9	2,5	–7,6	4,9	3,1
Espanya	3,7	0,3	2,4	2,0	–11,0	6,0	4,4
Japó	1,4	0,5	0,6	0,3	–4,9	3,5	1,3
Regne Unit	2,9	1,1	1,3	1,4	–9,9	6,2	4,1
Països emergents i en desenvolupament	*6,5*	*5,1*	*4,5*	*3,6*	*–2,2*	*6,2*	*4,9*
Xina	10,6	8,3	6,7	6,0	2,3	8,3	5,6
Índia	9,7	6,9	6,7	5,0	–7,0	9,5	7,3
Brasil	3,6	1,6	1,8	1,4	–4,1	3,0	2,5
Mèxic	2,4	2,1	2,2	0,0	–8,2	3,5	2,2
Rússia	7,2	0,9	2,5	1,3	–3,1	3,0	2,2
Turquia	5,4	5,1	2,8	0,9	1,6	4,0	3,4
Polònia	4,2	3,4	5,4	4,5	–2,8	3,6	4,3
INFLACIÓ							
Mundial	4,1	3,7	3,6	3,5	3,2	3,4	3,2
Països desenvolupats	*2,1*	*1,5*	*2,0*	*1,4*	*0,6*	*1,5*	*1,4*
Estats Units	2,8	1,7	2,4	1,8	1,2	2,3	1,9
Zona de l'euro	2,1	1,4	1,8	1,2	0,3	2,0	1,1
Alemanya	1,7	1,3	1,9	1,4	0,4	2,4	1,2
França	1,8	1,2	2,1	1,3	0,5	2,0	1,1
Itàlia	1,9	1,5	1,2	0,6	–0,1	1,8	1,0
Portugal	3,0	1,2	1,0	0,3	0,0	0,9	1,3
Espanya	3,2	1,4	1,7	0,7	–0,3	1,1	1,5
Japó	–0,3	0,3	1,0	0,5	0,0	0,0	0,0
Regne Unit	1,9	2,4	2,5	1,8	0,9	2,4	1,2
Països emergents	*6,7*	*5,7*	*4,9*	*5,1*	*5,1*	*4,2*	*4,3*
Xina	1,7	2,6	2,1	2,9	2,5	1,3	2,3
Índia	4,5	8,0	3,9	3,7	6,6	5,5	4,7
Brasil	7,3	6,1	3,7	3,7	3,2	4,1	3,5
Mèxic	5,2	4,2	4,9	3,6	3,4	3,8	3,7
Rússia	14,2	8,7	2,9	4,5	4,9	3,5	4,0
Turquia	27,2	8,4	16,2	15,5	14,6	10,4	8,0
Polònia	3,5	2,0	1,2	2,1	3,7	2,4	2,4

Previsions

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

Economia espanyola

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2017	2018	2019	2020	2021	2022
Agregats macroeconòmics							
Consum de les llars	3,6	–0,6	1,8	0,9	–12,6	7,9	3,5
Consum de les AP	5,0	0,9	2,6	2,3	4,5	6,3	2,4
Formació bruta de capital fix	5,6	–2,8	6,1	2,7	–12,4	5,6	7,5
Béns d'equipament	4,9	–0,5	5,4	4,4	–13,4	12,7	8,0
Construcció	5,7	–5,2	9,3	1,6	–15,8	0,8	7,1
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,4	–0,7	2,7	1,5	–8,7	6,7	4,0
Exportació de béns i serveis	4,7	3,1	2,3	2,3	–20,9	6,6	7,6
Importació de béns i serveis	7,0	–0,3	4,2	0,7	–16,8	7,8	6,6
Producte interior brut	**3,7**	**0,3**	**2,4**	**2,0**	**–11,0**	**6,0**	**4,4**
Altres variables							
Ocupació	3,2	–1,0	2,6	2,3	–7,5	1,6	2,1
Taxa d'atur (% pobl. activa)	10,5	20,5	15,3	14,1	15,5	16,5	15,3
Índex de preus de consum	3,2	1,4	1,7	0,7	–0,3	1,1	1,5
Costos laborals unitaris	3,0	0,1	1,2	2,4	5,8	–3,9	–0,6
Saldo op. corrents (% PIB)	–5,9	–0,8	1,9	2,1	0,7	1,5	1,6
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	–5,2	–0,3	2,4	2,6	1,1	1,7	1,8
Saldo públic (% PIB) [1]	0,4	–6,7	–2,5	–2,8	–11,3	–8,8	–6,3

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

Previsions

Economia portuguesa

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2017	2018	2019	2020	2021	2022
Agregats macroeconòmics							
Consum de les llars	1,7	0,1	2,6	2,6	–5,9	2,0	4,1
Consum de les AP	2,3	–0,6	0,6	0,7	0,5	3,5	0,2
Formació bruta de capital fix	–0,3	–2,0	6,2	5,4	–2,2	6,3	5,5
Béns d'equipament	1,2	1,2	8,9	2,8	–	–	–
Construcció	–1,5	–4,4	4,7	7,2	–	–	–
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	–0,5	3,1	2,8	–4,6	3,9	3,8
Exportació de béns i serveis	5,2	4,0	4,2	4,0	–18,7	10,8	8,7
Importació de béns i serveis	3,6	2,2	5,0	4,7	–12,1	4,8	10,2
Producte interior brut	**1,5**	**0,0**	**2,9**	**2,5**	**–7,6**	**4,9**	**3,1**
Altres variables							
Ocupació	0,4	–0,6	2,3	1,0	–2,0	–0,3	1,3
Taxa d'atur (% pobl. activa)	6,1	11,8	7,0	6,5	6,8	9,1	7,7
Índex de preus de consum	3,0	1,2	1,0	0,3	0,0	0,9	1,3
Saldo op. corrents (% PIB)	–9,2	–3,6	0,4	–0,1	–1,2	–1,0	–0,6
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	–7,7	–2,2	1,4	0,9	0,1	0,0	1,0
Saldo públic (% PIB)	–4,6	–6,1	–0,3	0,1	–6,3	–5,7	–3,2

Previsions

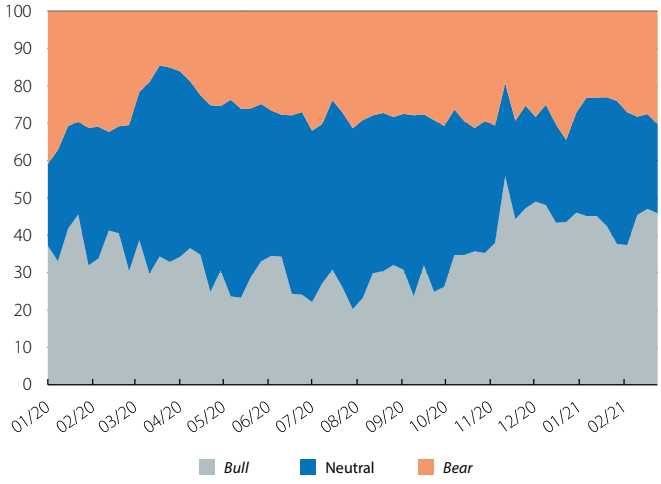
Els mercats financers reavaluen l'escenari

Els inversors aposten per la reflació. Des de l'inici d'enguany, les cotitzacions financeres s'han anat ajustant a un escenari que s'ha anomenat de reflació, és a dir, l'expectativa que l'activitat econòmica mundial es reactivi de manera sostinguda i que la inflació deixi enrere la feblesa i es mostri més dinàmica, amb el suport en els dos casos dels estímuls fiscals i monetaris. Així, d'una banda, l'optimisme sobre el creixement econòmic ha empès a l'alça les borses i altres actius de risc, com les primeres matèries, mentre que, de l'altra, les expectatives d'una inflació més elevada s'han traslladat a un augment dels tipus d'interès de mercat, en especial en els trams llargs de les corbes. Malgrat que, a curt termini, l'economia mundial continua molt condicionada per la pandèmia, aquest reajustament de les expectatives dels inversors va guanyar velocitat als mercats financers al febrer i va generar repunts notables dels tipus d'interès sobirans i increments significatius de la majoria dels preus de les primeres matèries. A més a més, a les borses, aquest reajustament va afavorir els sectors més sensibles al cicle econòmic, els quals van empènyer a l'alça els principals índexs borsaris, mentre que les cotitzacions d'altres sectors mostraven una mica més de vacil·lacions. Inicialment, els principals bancs centrals no es van mostrar preocupats pel repunt dels tipus d'interès de mercat i van afirmar que el moviment reflecteix una millora en les perspectives econòmiques, però, quan també es van començar a tensionar els tipus en termes reals, en un mes sense reunions de política monetària, diferents membres de la Fed i del BCE van aprofitar les seves intervencions públiques per recordar la necessitat i la intenció de mantenir unes condicions financeres acomodatícies en un entorn econòmic que continua sent fràgil i incert.

Els tipus d'interès del *treasury* repunten fins a nivells previs a la pandèmia. Empesos per les expectatives de reflació als mercats financers, els tipus d'interès dels bons sobirans dels EUA (els anomenats *treasuries*) van repuntar amb força al febrer (principalment en els venciments a mitjà i a llarg termini), van donar continuïtat a l'alça registrada al gener i es van acostar als nivells previs a la pandèmia. Amb les mirades dels inversors centrades en la proposta d'un nou paquet fiscal per part de l'Administració Biden, la millora de les expectatives d'inflació va impulsar aquest increment. No obstant això, des de mitjan febrer, els tipus d'interès nominals van continuar pujant mentre les expectatives d'inflació se suavitzaven i van tensionar els tipus d'interès reals, que, fins llavors, havien registrat un comportament relativament estable. Davant aquest tensionament, el president de la Fed, Jerome Powell, va aprofitar la seva compareixença regular davant el Senat dels EUA per reiterar la intenció del banc central de mantenir una política monetària acomodatícia i va recordar que la recuperació econòmica dels EUA trigarà temps a acostar-se als objectius de la Fed.

EUA: sentiment del mercat

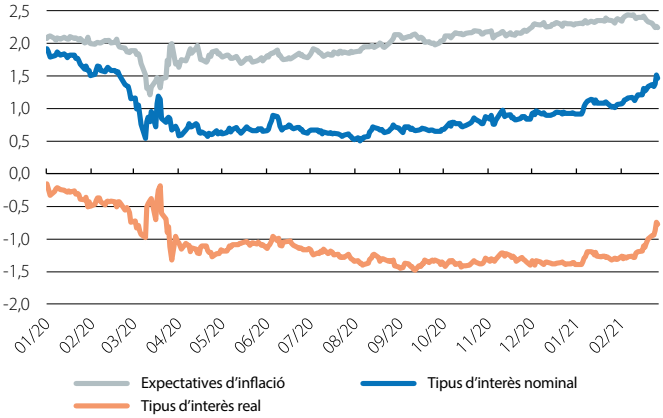
(%)



Nota: *Percentatge d'inversors que responen l'enquesta de l'American Association of Individual Investors sobre el seu sentiment: optimista* (bull), *pessimista* (bear) *o neutral.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

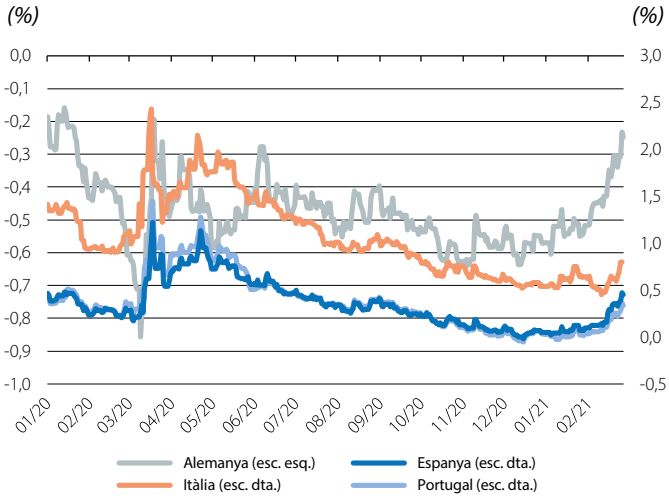
EUA: tipus d'interès i expectatives d'inflació

Tipus d'interès del bo a 10 anys (%)
Forward *d'inflació a 5 anys d'aquí a 5 anys (%)*



Nota: *El tipus d'interès real és el resultat de restar les expectatives d'inflació del tipus d'interès nominal.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Zona de l'euro: tipus d'interès del deute sobirà a 10 anys



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

A Europa, els tipus d'interès sobirans europeus també recullen l'optimisme de l'escenari a mitjà termini. L'augment dels tipus d'interès observat en la corba de tipus dels EUA va arrossegar a l'alça els tipus d'interès a llarg termini de la zona de l'euro, tant al nucli com a la perifèria. Com als EUA, els tipus d'interès reals europeus també es van començar a tensionar al febrer, i diferents membres del BCE van sortir a enviar missatges tranquil·litzadors, van apuntar que, des de l'entitat, se segueix de prop el moviment, van reiterar la necessitat de mantenir unes condicions financeres àmpliament acomodatícies i van recordar que el banc central té la capacitat i la voluntat d'actuar si aquestes condicions es comencen a endurir. Mentrestant, a la perifèria de la zona de l'euro, les primes de risc d'Espanya i de Portugal es van mantenir contingudes, tot i patir una lleugera ampliació, mentre que la d'Itàlia va continuar disminuint després de la formació del nou Govern, amb Mario Draghi com primer ministre, i es va arribar a situar de manera puntual per sota dels 100 p. b. (en mínims no vistos des del 2015).

La rotació sectorial marca el ritme a les borses. Els principals índexs borsaris van començar el mes amb fortes pujades, motivades per uns beneficis empresarials en el 4T 2020 per damunt del que s'esperava i animades per la resiliència de l'activitat econòmica i per l'expectativa que l'activitat es reactivi de forma més sostinguda en els propers trimestres. Així, es va observar un comportament borsari més positiu dels sectors més sensibles al cicle econòmic. No obstant això, l'ascens sobtat dels tipus sobirans a banda i banda de l'Atlàntic va generar dubtes entre els inversors del mercat de renda variable. Així i tot, el major pes dels sectors cíclics en els índexs de la zona de l'euro va fer que acabessin el mes amb alces generalitzades (EuroStoxx 50, el +4,5%; DAX, el +2,6%; CAC, el +5,6%; MIB, el +5,9%; Ibex 35, el +6,0%, i PSI-20, el –1,9%), mentre que, als EUA, la composició sectorial va ser menys favorable, i els índexs van tancar amb un to més mixt (S&P 500, el +2,6% i Nasdaq, el –0,1%). Als països emergents, per la seva banda, les borses van registrar pèrdues generalitzades a l'Amèrica Llatina (el –3,1%) i un to més caut a l'Àsia emergent (el +0,9%), a causa de la inquietud sobre el repunt dels tipus d'interès nord-americans.

L'ascens de les primeres matèries alimenta les expectatives inflacionistes. L'optimisme sobre la recuperació de l'activitat a nivell global també es va estendre al mercat de primeres matèries, on el petroli i els metalls industrials, aïllats dels temors dels inversors, van protagonitzar els principals avanços. D'una banda, el preu del Brent va pujar fins a tocar, breument i per primera vegada en 13 mesos, els 67 dòlars per barril, afavorit, pel costat de l'oferta, pel suport permanent de les retallades de producció de l'OPEP i els seus aliats, pel descens puntual dels inventaris als EUA (enmig d'una onada de fred) i per la revisió a l'alça de les expectatives de la demanda de cru per als propers trimestres. De l'altra, els metalls industrials també es van sumar al corrent alcista. El coure, indicador avançat de l'activitat del sector industrial i vehicle de les pressions alcistes sobre la inflació, es va encarir el 15% en el mes, seguit de l'alumini i del níquel.

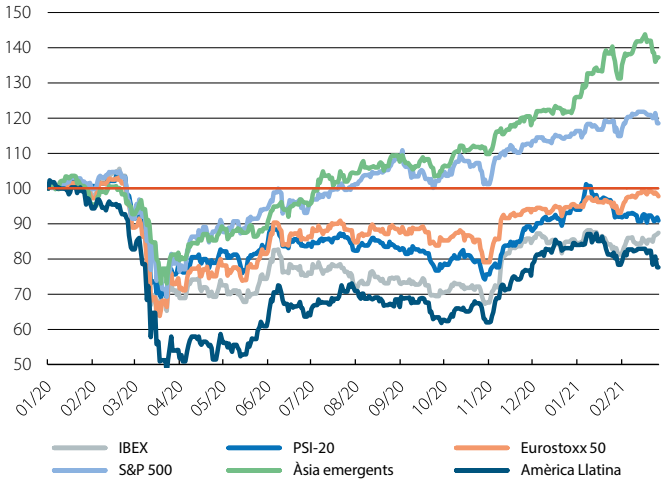
Zona de l'euro: expectatives d'inflació de mercat

Forward *d'inflació a 5 anys d'aquí a 5 anys (%)*

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

Principals borses internacionals

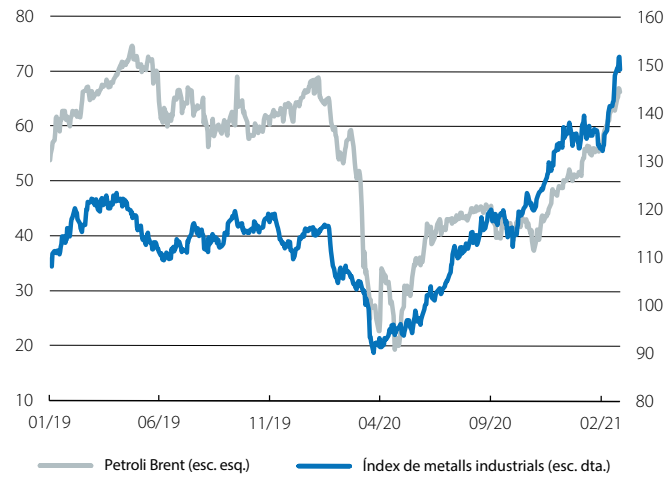
Índex (100 = gener 2020)



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

Preu del petroli i dels metalls industrials

(Dòlars per barril) *(Índex de preus en dòlars)*



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

Borsa nord-americana: exuberància racional?

Des del mínim assolit al març de l'any passat, el principal índex de la borsa nord-americana, l'S&P 500, ha pujat, amb escasses pauses, al voltant del 70%. En les últimes setmanes, el *rally* borsari ha anat acompanyat, en certs segments de les borses nord-americanes, de dinàmiques que han recordat esdeveniments seguits d'ajustos borsaris importants en el passat.

Així, l'activitat inversora detallista s'ha situat en els seus màxims des del *crash* del 2008, amb l'afegit de l'ús de derivats financers, uns instruments pensats, en principi, per a usos professionals. Les cotitzacions en creixement més que exponencial de certes companyies tecnològiques o de tecnologies emergents han portat a col·lació l'auge i la caiguda del Nasdaq el 2000 (l'anomenada crisi de les *puntcom*). Tot això en un context de creixement notable de les cotitzacions en actius de risc (altres borses, en particular les emergents), de molt de risc (primeres matèries) o de moltíssim risc (criptomonedes).

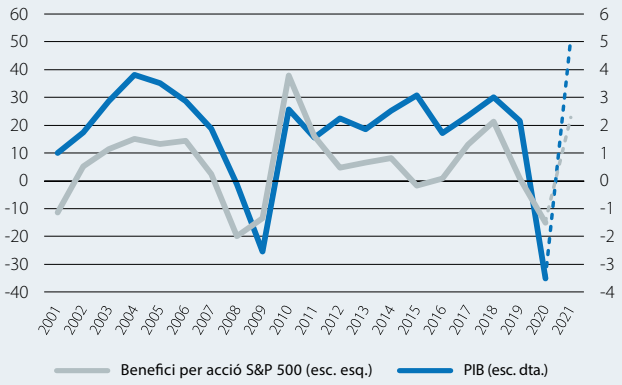
Més enllà del soroll financer i mediàtic, la combinació d'un cert «mal d'altura», amb la borsa nord-americana en nivells de preus molt elevats, i d'aquests comportaments atípics suscita un dubte raonable sobre si la borsa nord-americana es pot estar desconnectant dels fonamentals econòmics.

Per encarar aquesta qüestió, cal recordar que l'actual moviment alcista es dona en el context d'un cicle prolongat, que va començar a l'abril del 2009. La clau d'aquest llarg enlairament cal buscar-la en la coexistència de dos grans factors de suport, els tipus d'interès baixos i l'evolució positiva de l'economia nord-americana i, per extensió, dels beneficis empresarials. Aquests dos elements expliquen també l'alça borsària viscuda des de l'abril del 2020. Així, arran d'un estímul fiscal sense precedents i d'una expansió monetària de la Reserva Federal d'una intensitat inaudita, les expectatives de recuperació econòmica s'han vist molt reforçades als mercats. La millora de les expectatives de creixement econòmic també s'ha reflectit en les expectatives de creixement dels beneficis empresarials. O, en altres paraules, el creixement econòmic esperat i els beneficis empresarials són coherents amb l'evidència històrica.

No obstant això, aquesta alineació de creixement econòmic i increment de beneficis pot no ser suficient per esvair tots els dubtes. La primera preocupació, i potser la més crítica, és que, malgrat els bons beneficis esperats, les cotitzacions es podrien haver situat en valors més enllà del raonable, la qual cosa es traduiria en el tensionament de mètriques que, tradicionalment, han capturat moments de sobrevaloració. Si ens centrem en la que, probablement, és la mesura essencial, la ràtio de preus/beneficis en els 10 últims anys (CAPE), les dades suggereixen que, en efecte, s'han assolit nivells relativament elevats. Malgrat que no s'han assolit cotes tan extremes com les del 2000, s'ha arribat a nivells que doblen la mitjana històrica.

EUA: beneficis empresarials de l'S&P 500 i PIB

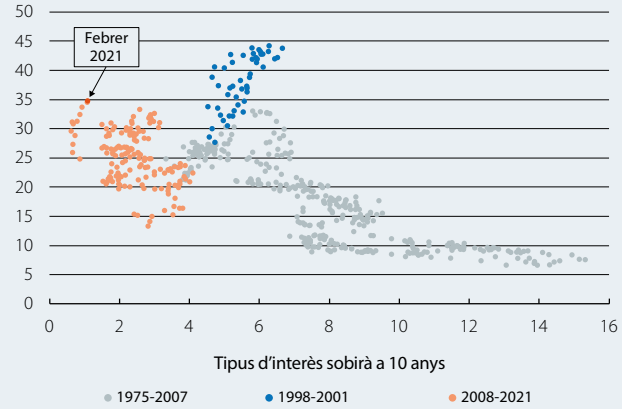
Variació anual (%) *Variació anual (%)*



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades i de previsions de Bloomberg (benefici per acció), del Bureau of Economic Analysis (històric del PIB) i de previsions pròpies (PIB).*

EUA: CAPE de l'S&P 500 i tipus d'interès sobirà

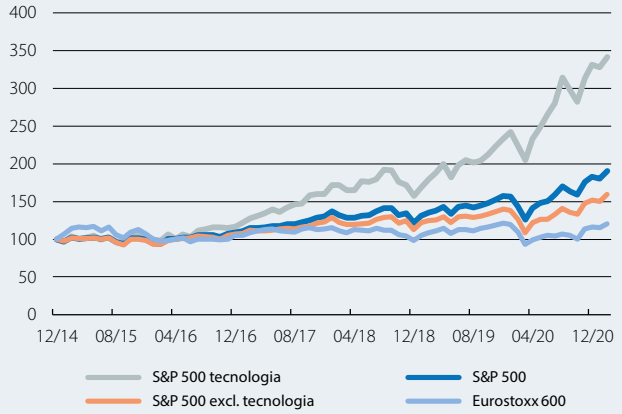
Ràtio CAPE (punts)



Nota: ** La ràtio CAPE presenta la ràtio entre la cotització borsària de l'índex S&P 500 i la mitjana dels 10 últims anys de beneficis de les empreses de l'índex.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Robert J. Shiller, disponibles a: http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm*

Índexs borsaris

Índex (100 = desembre 2014)



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

En aquesta comparació intertemporal, però, falta un element important, el tipus d'interès lliure de risc: a igualtat d'altres factors, un tipus d'interès més baix justifica valoracions més altes.[1] En efecte, quan es compara el CAPE amb els tipus d'interès en perspectiva temporal àmplia, es constata la solidesa d'aquesta relació. Què ens diu dels nivells actuals de valoració i de tipus d'interès? Les cotes actuals no se situen lluny de la relació històrica, però sí prou com per assenyalar un punt de cautela.[2]

Una segona font de preocupació deriva dels senyals d'exuberància en certs segments, com els esmentats a l'inici de l'article. Aquí cal distingir entre situacions de naturalesa diferent. Les menys preocupants són, segurament, les que han suscitat més titulars. L'entrada d'inversors detallistes no hauria de comportar, per si mateixa, un gran risc de mercat. L'ús d'*apps* d'inversió, la utilització d'instruments financers complexos sense disposar de prou coneixements o, fins i tot, la coordinació de posicions detallistes en certs valors són, per descomptat, qüestions importants en clau de regulació i de protecció del consumidor. Però, com a risc de mercat, acostumen a ser fenòmens delimitats. En qualsevol cas, la tendència de fons amb un protagonisme més gran dels inversors detallistes s'ha desenvolupat de manera gradual des del 2009, i no sembla que s'hagi disparat el 2020.

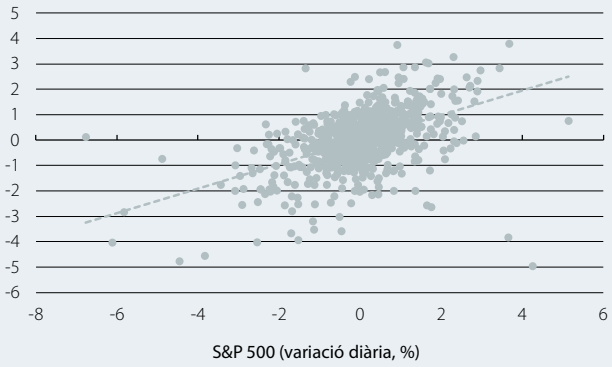
El comportament diferencial de les empreses tecnològiques és més rellevant. Aquí cal filar prim i distingir entre empreses amb una trajectòria consolidada i que es beneficien de l'acceleració de tendències globals, com la digitalització, el comerç electrònic o el teletreball, d'altres empreses de tecnologies incipients. En termes generals, els fonamentals de les grans empreses tecnològiques són bons i es beneficien amb especial intensitat dels tipus d'interès baixos, ja que una gran part de la seva cotització actual reflecteix l'expectativa de beneficis en el futur. No es pot dir el mateix de negocis que encara no són capaços de generar beneficis, sobretot en sectors de tecnologies totalment incipients i molt sovint de baixa capitalització. En aquest àmbit, el risc és més elevat.

Per tant, en termes generals, si, com sembla, el *rally* actual descompta de manera raonable l'escenari de recuperació econòmica als EUA, podem descartar, així com així, la borsa com a font de risc? Desafortunadament, no, i això és degut a dos aspectes importants que cal tenir en compte: el no compliment de l'escenari macro i els riscos de contagi.

Així, en primer lloc, l'escenari macroeconòmic que la borsa descompta podria no succeir. Més amunt hem dit que les borses estan descomptant una recuperació econòmica

Reacció de l'S&P 500 i de l'Eurostoxx 600 a les dades econòmiques dels EUA *

Eurostoxx 600 (variació diària, %)



Nota: ** Els punts corresponen a sessions en què es va publicar una primera estimació de la inflació (IPC) o de dades del mercat laboral (Employment Situation) dels EUA.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg i de l'U.S. Bureau of Labor Statistics.*

sostinguda i, a més a més, sense gaires pressions inflacionistes. Però podria succeir que les expectatives d'inflació, ben ancorades fins avui, es comencessin a veure pressionades a l'alça, i, en conseqüència, el tipus d'interès flexionaria també a l'alça.[3] El que ha succeït amb el tipus d'interès nord-americà a llarg termini és un recordatori que aquest risc existeix al cap dels inversors: des de l'inici de l'any fins a mitjan febrer, el tipus d'interès nominal del deute sobirà a 10 anys va augmentar uns 40 p. b., dels quals 25 p. b. reflectien unes expectatives d'inflació més elevades.

El segon risc és el contagi financer. Certament, una part dels arguments anteriors, i, en particular, el de la sobrevaloració relativa de la borsa nord-americana, són menys prevalents en altres sectors de la borsa nord-americana i a les borses europees i emergents. No obstant això, i si ens centrem en el canal de contagi internacional, en el cas hipotètic que la borsa nord-americana experimenti un ajust d'una certa entitat, els inversors podrien no discriminar prou entre actius, com a mínim a curt termini. Tal com s'aprecia al gràfic adjunt, la borsa europea està condicionada per novetats en els fonamentals de l'economia nord-americana.[4] Si aquests últims es tornessin adversos, el més lògic seria esperar un cert contagi a Europa. Després d'aquest hipotètic ajust, sens dubte operaran factors idiosincràtics, i cal esperar que els inversors discriminaran entre països i sectors. Però, mentre plogui, potser no hi haurà paraigües per a tothom.

Adrià Morron Salmeron i Àlex Ruiz

1. En termes més formals, si entenem que el preu o la cotització equival al valor present descomptat dels beneficis futurs, a menor tipus d'interès, major valor present d'aquests beneficis.
2. Amb els tipus d'interès actuals, la relació històrica suggeriria un CAPE entre 27 i 32 punts, en relació amb els gairebé 35 del febrer (o els 33 en què se situaria si ja s'hagués materialitzat la recuperació dels beneficis empresarials prevista per al 2021). És a dir, suggeriria una cotització de l'S&P almenys el 4% inferior.
3. A tall d'exemple, si hem comentat que, amb els tipus d'interès actuals, la relació històrica suggeriria un CAPE entre 27 i 32 punts, amb un tipus d'interès sobirà del 2,5% (+100-150 p. b.), el CAPE predit disminueix fins als 25-28,5 punts. Això suggeriria una cotització de l'S&P 500 almenys el 14% inferior.
4. Amb dades diàries des del 1987, l'S&P 500 i l'Eurostoxx 600 s'han mogut en la mateixa direcció en el 65% de les sessions. La xifra se situa més enllà del 70% si ens centrem exclusivament en sessions en què s'han publicat dades d'inflació o de mercat laboral als EUA. A més d'un contagi cap a Europa, també pot reflectir la sincronia entre els cicles econòmics dels EUA i d'Europa: els indicadors d'inflació i de mercat laboral dels EUA també donen pistes sobre l'estat del cicle econòmic europeu.

Tipus d'interès (%)

	28-feb.	31-gen.	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2020 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Zona de l'euro					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euríbor 3 mesos	–0,53	–0,55	2	1,5	–13,7
Euríbor 12 mesos	–0,48	–0,51	3	1,6	–19,9
Deute públic a 1 any (Alemanya)	–0,61	–0,65	5	10,6	–0,5
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	–0,66	–0,73	7	3,7	0,7
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	–0,26	–0,52	26	30,9	17,4
Deute públic a 10 anys (Espanya)	0,42	0,10	33	37,6	18,8
Deute públic a 10 anys (Portugal)	0,32	0,04	28	28,7	5,1
EUA					
Fed funds (límit superior)	0,25	0,25	0	0,0	–150,0
Líbor 3 mesos	0,19	0,20	–1	–5,0	–156,3
Líbor 12 mesos	0,28	0,31	–3	–5,8	–152,3
Deute públic a 1 any	0,07	0,08	–1	–3,8	–135,7
Deute públic a 2 anys	0,13	0,11	2	0,6	–118,6
Deute públic a 10 anys	1,40	1,07	34	49,2	–10,2

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

	28-feb.	31-gen.	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2020 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	51	52	–1	3,2	4,8
Itraxx Financer Sènior	63	63	0	3,7	8,6
Itraxx Financer Subordinat	118	118	–1	6,7	3,0

Tipus de canvi

	28-feb.	31-gen.	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2020 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,208	1,214	–0,5	–1,2	8,9
EUR/JPY (iens per euro)	128,670	127,130	1,2	2,0	7,1
EUR/GBP (lliures per euro)	0,867	0,886	–2,1	–3,0	3,2
USD/JPY (iens per dòlar)	106,570	104,680	1,8	3,2	–1,6

Primeres matèries

	28-feb.	31-gen.	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2020 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	486,5	458,4	6,1	9,6	20,4
Brent ($/barril)	66,1	55,9	18,3	27,7	13,7
Or ($/unça)	1.734,0	1.847,7	–6,1	–8,7	9,1

Renda variable

	28-feb.	31-gen.	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2020 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	3.811,2	3.714,2	2,6	1,5	18,2
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	3.636,4	3.481,4	4,5	2,4	–0,1
Ibex 35 (Espanya)	8.225,0	7.757,5	6,0	1,9	–12,2
PSI 20 (Portugal)	4.702,2	4.794,6	–1,9	–4,0	–10,5
Nikkei 225 (Japó)	28.966,0	27.663,4	4,7	5,5	24,8
MSCI emergents	1.339,3	1.329,6	0,7	3,7	26,1

L'activitat internacional, tot esperant que la immunització s'acceleri

La pandèmia de la COVID-19 continua sent el gran determinant de l'escenari econòmic el 2021. Amb la destacada excepció de la Xina, en els primers compassos de l'any, l'activitat de les grans economies internacionals continua per sota del seu nivell prepandèmia i es manté llastada per les restriccions necessàries per contenir les infeccions. Així i tot, en els últims mesos, les principals economies del món s'han mostrat més resilients, com ja ho van testificar en el 4T 2020 unes xifres de PIB que van ser una mica més positives del que s'hauria pogut esperar enmig de l'onada d'infeccions. Així mateix, els indicadors de sentiment empresarial PMI reflecteixen que, en els primers mesos del 2021, l'economia mundial manté la seva resiliència davant el llast de la pandèmia i, al gener i al febrer, es van situar en cotes semblants a les del 4T 2020, lleugerament per damunt dels 50 punts que separen la contracció de l'expansió. Aquesta resiliència denota el caràcter més delimitat de les restriccions, que frena menys el sector industrial, i una certa capacitat d'adaptació de les economies, a més del suport de les polítiques econòmiques i de l'entorn financer acomodatici. En els propers trimestres, cal esperar que, amb l'avanç de les vacunacions i, en especial, quan s'aconsegueixi immunitzar els col·lectius de risc, la menor pressió sobre el sistema sanitari permetrà desencadenar una reactivació econòmica més sostinguda.

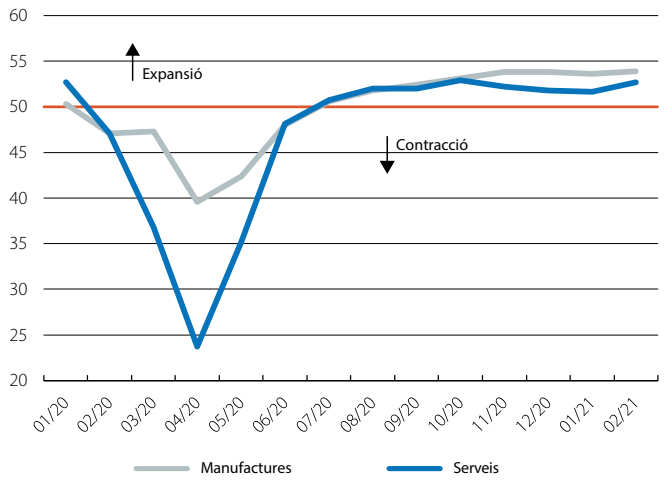
La recuperació s'enfronta a riscos elevats... i incerts. Malgrat que, al febrer, es va començar a destensionar l'última onada d'infeccions per SARS-CoV-2, a la majoria dels països, la vacunació encara té camí per recórrer, i les variants més infeccioses del virus són un risc per al funcionament econòmic a curt termini. A més a més, el mapa de riscos a mitjà termini és complex. D'una banda, el suport de les polítiques econòmiques continua sent clau per evitar la destrucció del teixit productiu que es podria produir arran d'una retirada prematura de les mesures d'estímul. Però, de l'altra, quan la recuperació econòmica guanyi velocitat, l'embranzida de la demanda i l'estalvi engabiat per la pandèmia poden generar tensions si xoquen amb colls d'ampolla a les cadenes productives. Aquestes tensions s'haurien d'esvair a mesura que les economies es normalitzin, però, en un context de fortes expansions monetàries i fiscals, la combinació de repunts en les primeres dades d'inflació de l'any i de la presentació d'un nou i notable estímul fiscal als EUA ha generat temors de sobreescalfament i ha sacsejat algunes cotitzacions financeres, com es detalla a la secció de mercats financers.

ECONOMIES AVANÇADES

L'Administració Biden redobla l'estímul fiscal als EUA. Al final de febrer, la Cambra de Representants va aprovar la proposta d'un nou paquet d'ajuda contra la COVID-19 presentada pel president Biden al gener, per valor d'1,9 bilions de dòlars, i que,

Món: índex PMI

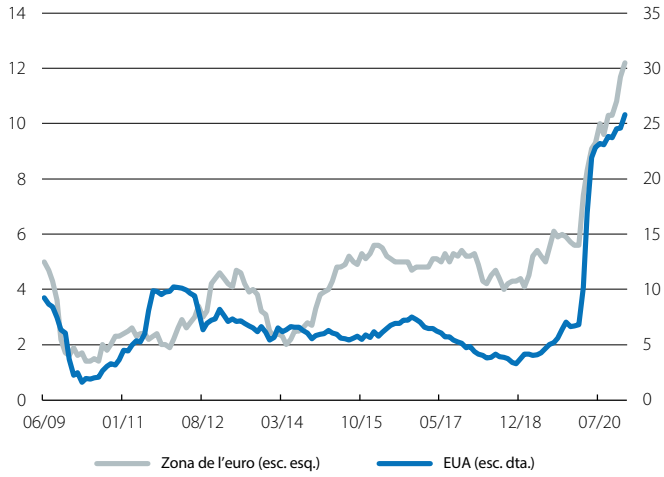
Nivell



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

Oferta monetària: agregat M2

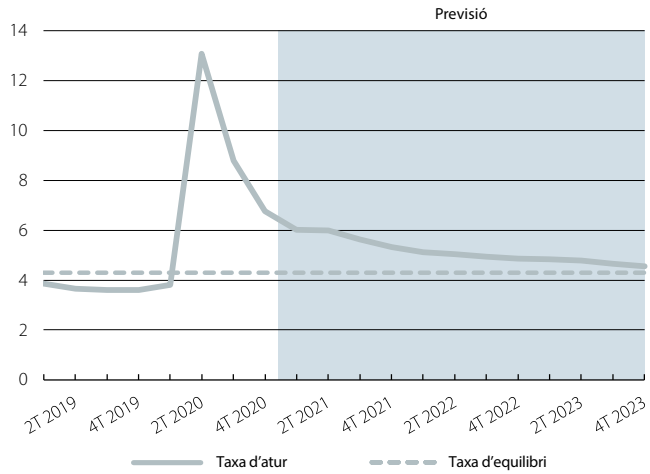
Variació interanual (%) *Variació interanual (%)*



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del BCE i de la Reserva Federal dels EUA.*

EUA: taxa d'atur

(% de població activa)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del U.S. Bureau of Labor Statistics i previsions i estimacions de l'U.S. Congressional Budget Office.*

si és ratificat al Senat, se sumarà als 0,9 bilions aprovats al desembre (i s'aproximaria al 15% del PIB). La proposta va encendre un debat entre economistes molt destacats, amb experts com Olivier Blanchard o Larry Summers alertant que podria comportar riscos inflacionistes. Per la seva banda, la secretària del Tresor nord-americà i expresidenta de la Fed, Janet Yellen, va reconèixer els riscos d'inflació, però va defensar que, en l'actualitat, el major risc és no fer prou per una economia «ferida» per la pandèmia. En aquest context, les expectatives d'inflació dels mercats financers es van mostrar volàtils al febrer, mentre que la inflació general es va mantenir estable en l'1,4% al gener.

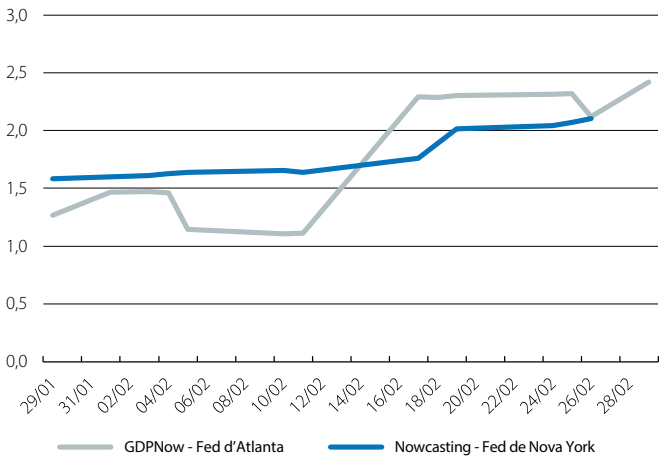
L'activitat nord-americana avança. Les dades disponibles assenyalen que l'economia dels EUA continua creixent en el primer trimestre de l'any. En concret, al gener i al febrer, els índexs de sentiment empresarial PMI i ISM es van mantenir en nivells indicatius de creixement de l'activitat econòmica (és a dir, per damunt del llindar dels 50 punts), tant al sector manufacturer com al dels serveis (ISM del febrer en els 60,8 i en els 55,3 punts per a les manufactures i per als serveis, respectivament). Així mateix, els indicadors també mostren un mercat laboral que continua recuperant ocupació a un ritme destacat, tot i que la taxa d'atur es manté per damunt del 6% (encara lluny del 3,5% registrat abans de l'eclosió de la COVID-19). D'aquesta manera, al final de febrer, els models de previsió a curt termini suggerien que el PIB dels EUA podria avançar prop del +2% intertrimestral en el 1T 2021 (tot i que encara no incorporen l'impacte que la tempesta hivernal ha pogut tenir en nombrosos estats del sud).

Un pas per darrere, l'economia europea resisteix. A la zona de l'euro, els indicadors econòmics reflecteixen una activitat resilient, però més condicionada per les restriccions de la COVID-19 que als EUA. Al gener, les vendes al detall es van contreure el 5,9% en relació amb el desembre del 2020 (el –6,4% en relació amb el gener del 2020), una caiguda superior a l'esperada pel consens d'analistes, ja que la taxa d'atur es va mantenir estable en el 8,1% (+0,7 p. p. en relació amb el 7,4% del gener del 2020, un increment molt contingut pels programes d'ajust temporal de l'ocupació que continuen implementant les economies europees). Per la seva banda, al febrer, l'índex de sentiment empresarial PMI compost es va situar en terreny lleugerament contractiu (48,8 punts), arrossegat per les dificultats dels serveis (45,7 punts, també per sota del llindar de recessió i expansió dels 50), mentre que les manufactures es van mantenir en expansió (57,9 punts). Aquests índexs de sentiment van evidenciar una certa heterogeneïtat de l'activitat entre països, amb un millor funcionament a Alemanya que a la resta de les grans economies de la zona de l'euro.

La volatilitat sacseja la inflació de la zona de l'euro. L'índex de preus de la zona de l'euro va sorprendre amb un repunt notable i generalitzat en els dos primers mesos de l'any. La inflació general va augmentar en +1,2 p. p. al gener, fins al 0,9% interanual, on es va estabilitzar al febrer, mentre que la inflació subjacent (que exclou els components més volàtils) també va saltar amb força, fins a l'1,4% al gener (+1,0 p. p., el major increment de la sèrie històrica) i l'1,1% al febrer. Aquest fort aug-

EUA: previsions del PIB 1T 2021

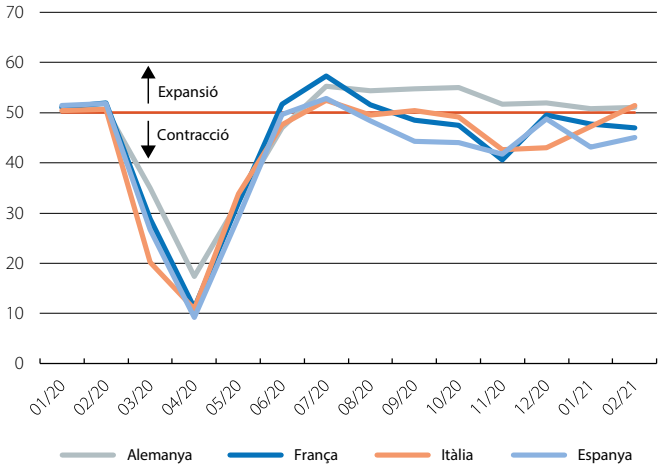
Variació intertrimestral (%)



Nota: *Evolució en el temps de la previsió de creixement del PIB segons diferents models.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de les Reserves Federals d'Atlanta i de Nova York.*

Zona de l'euro: índex PMI compost

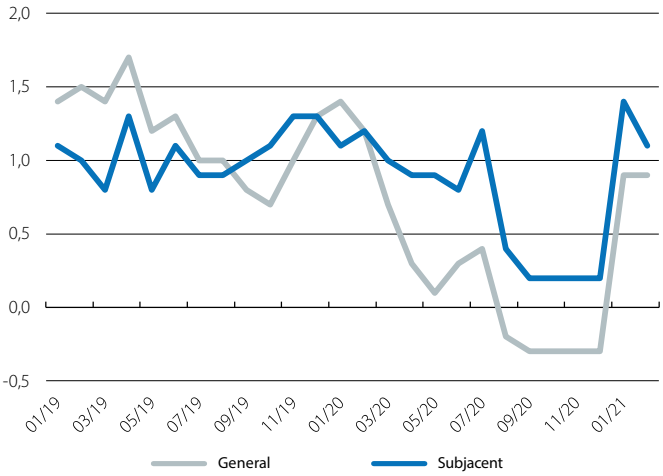
Nivell



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

Zona de l'euro: índex de preus al consum (harmonitzat)

Variació interanual (%)



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

ment no reflecteix un increment de les pressions inflacionistes de fons, sinó que és causat per una confluència de factors relacionats amb la pandèmia, com el retard en la temporada de rebaixes al gener, els nous pesos de la cistella de preus (esbiaixats cap a béns i serveis que van patir major consum i inflació el 2020) o l'IVA d'Alemanya (des del gener, el tipus impositiu es torna a trobar en el mateix nivell que abans de la pandèmia, però la seva retallada temporal el juliol va generar un efecte base que va arrossegar la inflació a la baixa en el segon semestre del 2020). Aquests elements, i altres semblants (com un efecte base pels baixos preus del petroli registrats a la primavera del 2020), faran que la inflació europea sigui volàtil el 2021. Així i tot, a mesura que es vagin esvaint amb la normalització de l'economia, no haurien de condicionar el BCE.

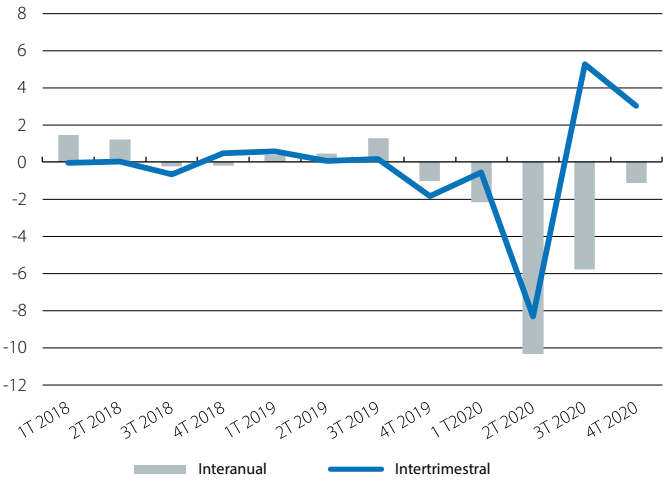
El Japó es va contreure el 4,8% el 2020. El PIB japonès va augmentar el 3,0% intertrimestral en el 4T 2020 (el –1,2% interanual), una xifra destacable, en especial després del marcat rebot del 3T (el +5,3% intertrimestral). Malgrat aquests dos trimestres de creixement notable, el còmput total de l'any va ser del –4,8%. Cal recordar que el xoc econòmic de la COVID-19 va arribar en un moment de feblesa al país, ja que l'economia patia els efectes negatius sobre l'activitat de la pujada de l'IVA i dels devastadors tifons de les acaballes del 2019. De cara al 1T 2021, la intensificació de la pandèmia i les restriccions a l'activitat i a la mobilitat podrien comportar una lleugera caiguda de l'activitat econòmica nipona.

ECONOMIES EMERGENTS

La Xina va uns passos per davant. La pandèmia continua molt controlada a la Xina, i les dades mostren que el rebrot d'infeccions patit al gener en algunes províncies va ser aplacat ràpidament per les autoritats. Aquest control de la COVID-19 ha permès que el PIB xinès se situï per damunt dels nivells prepandèmia des de fa trimestres, i, malgrat que, amb la celebració del Nou Any Lunar, la publicació de dades econòmiques va ser relativament escassa al febrer, els indicadors continuen mostrant una activitat dinàmica. En aquest context de fortalesa, les autoritats van anunciar recentment un objectiu de creixement del PIB («superior al 6% el 2021») que hauria de ser fàcil d'assolir pel propi efecte base de la pandèmia (per exemple, en la mitjana del 1T i 2T 2021, el creixement del PIB podria vorejar el 10% interanual, ja que es calcula en relació amb uns nivells de PIB molt deprimits en el 1T i 2T 2020).

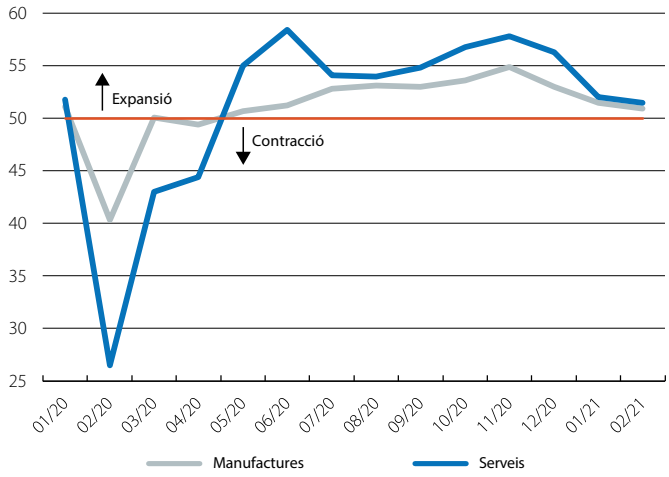
Divergència entre altres economies emergents. En el conjunt del 2020, Turquia va sorprendre amb un creixement positiu de l'1,8%, la qual cosa la converteix en un dels pocs països emergents que va aconseguir evitar la recessió. Al febrer, també es va conèixer que Rússia i el Brasil van resistir millor la pandèmia que altres economies emergents (en el conjunt del 2020, els seus PIB es van contreure el 3,1% i el 4,1%, respectivament), mentre que el PIB de l'Índia va caure un contundent 7,0%. Cal recordar que, durant el 2T 2020, l'Índia va ser de les economies més castigades per la pandèmia, amb una forta caiguda de l'activitat econòmica i amb estímuls insuficients.

Japó: PIB
Variació (%)



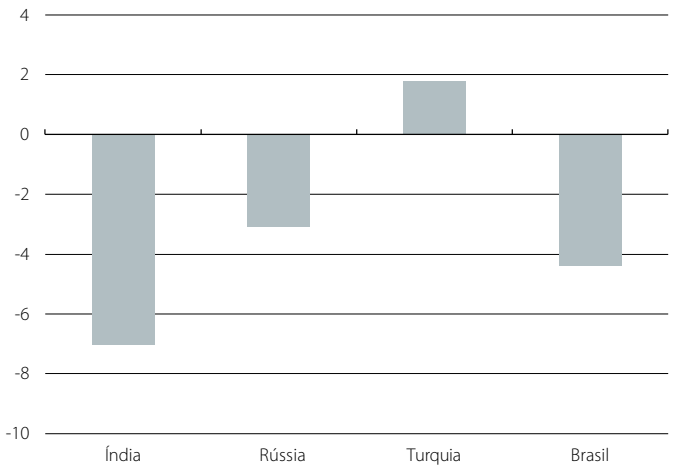
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'Oficina del Gabinet del Japó.*

Xina: índex PMI
Nivell



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

Economies emergents: PIB 2020
Variació anual (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de les oficines d'estadística dels respectius països.*

Regles fiscals europees: a baix el 60%?

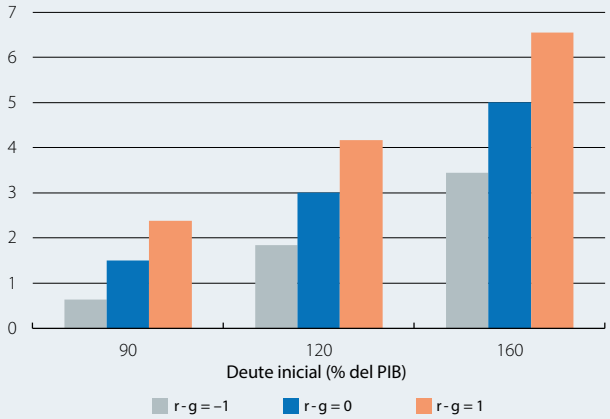
- **Hi ha un ampli consens sobre la necessitat de reformar les regles fiscals europees, massa complexes, poc predictibles i no prou sensibles a l'estat del cicle econòmic.**
- **De fet, la crisi de la COVID-19 ha obligat a suspendre-les, i la Comissió n'està debatent la reforma.**
- **El disseny de regles fiscals ha de tenir en compte tots els factors que afecten la sostenibilitat del deute i ha de ser prou flexible per permetre el paper estabilitzador de la política fiscal.**

Les regles fiscals europees, que dicten el dèficit i el deute màxim que poden tenir els països europeus, van quedar en suspens al març del 2020 (ben bé fins al final del 2021) a causa de la crisi de la COVID-19.

Com ja es va explicar en un Focus de l'any passat,[1] abans d'aquesta crisi, ja hi havia consens sobre el fet que les regles no eren adequades (fins i tot després de diverses reformes al llarg dels anys), i, al començament del 2020, la Comissió Europea havia començat un procés de debat amb la finalitat de reformar-les. Si les regles, que tenien com a element principal un sostre de deute públic del 60% del PIB, ja eren inadequades abans de la pandèmia, aquesta última crisi les ha deixat clarament obsoletes. De fet, s'estima que, el 2020, el deute públic de la zona de l'euro va superar el 100% del PIB del bloc, mentre que, en alguns països, va arribar fins a ràtios properes al 120% (Espanya) o, fins i tot, al 160% (Itàlia). Atesos uns nivells de deute tan elevats, les regles fiscals actuals requeririen per a molts països un esforç fiscal enorme i sostingut en el temps (vegeu el primer gràfic). Per exemple, per a un país amb un deute públic del 160% del PIB, serien necessaris superàvits primaris superiors al 3% del PIB durant els 20 propers anys, fins i tot en un escenari relativament favorable de creixement i de tipus d'interès, un esforç fiscal poc factible i potser, fins i tot, contraproduent, ja que seria un llast substancial sobre el creixement.

Saldos primaris necessaris per reduir el deute al 60% del PIB en 20 anys (amb supòsits diferents sobre el creixement i els tipus d'interès)

Saldo primari necessari (% del PIB)



Nota: *r és el tipus d'interès mitjà del deute públic, g és el creixement nominal del PIB i r-g és la diferència entre aquestes dues variables. Els supòsits per a r-g es van triar per il·lustrar diferents escenaris. El 2019, segons Eurostat i les previsions de creixement del PIB del Fons Monetari Internacional, r-g era igual a –1,96% a Alemanya, –1,81% a França, –0,82% a Espanya i 0,25% a Itàlia. El saldo fiscal primari pb_t^* necessari per reduir la ràtio del deute d_t a un objectiu d^* en n anys es calcula de la següent manera: $pb_t^* = \left(\frac{r_t - g_t}{1+g_t}\right) d_{t-1} + \frac{1}{n}(d_{t-1} - d^*)$, on r_t i g_t són supòsits de tipus d'interès i de creixement.*

Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i del Fons Monetari Internacional.*

La sostenibilitat del deute no es pot reduir a un únic número

L'exemple anterior il·lustra el problema fonamental de les regles fiscals europees: l'ús de criteris de deute i de dèficits que no varien en funció del país ni al llarg del temps i que no tenen en compte possibles canvis en els factors que determinen la sostenibilitat del deute. Aquesta caracterització és massa simplista, ja que els nivells de deute i de dèficit no són els únics determinants de la sostenibilitat del deute, com a mínim, per quatre raons.

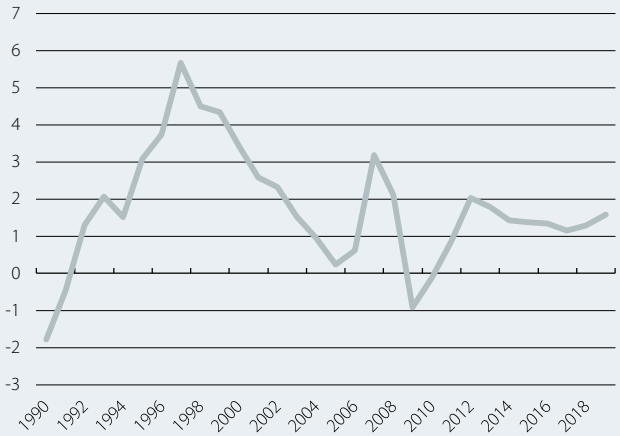
Primer, la sostenibilitat del deute depèn no solament del seu nivell en percentatge del PIB i del dèficit, sinó del creixement futur i dels tipus d'interès. A Itàlia, per exemple, la ràtio del deute va continuar augmentant a causa d'un creixement feble i d'una càrrega alta d'interessos, malgrat que, en els 25 últims anys, el país ha mantingut gairebé de forma ininterrompuda un superàvit fiscal primari (vegeu el segon gràfic). En canvi, en un cas en què el tipus d'interès del deute és inferior al creixement nominal del PIB, un país que tingui dèficits pot veure reduïda la seva ràtio de deute.

Segon, hi ha incertesa sobre el creixement i sobre els tipus d'interès futurs. En concret, un determinat saldo primari pot deixar de ser suficient per estabilitzar la ràtio de deute si augmenten els tipus d'interès o si cau el creixement. Malgrat que, en aquest moment, ens trobem en una situació de tipus d'interès baixos, els factors que expliquen aquest fenomen són complexos i la seva evolució és incerta, de manera que cal no menysprear la possibilitat que el descens dels tipus d'interès de les últimes dècades es reverteixi amb implicacions fiscals importants.

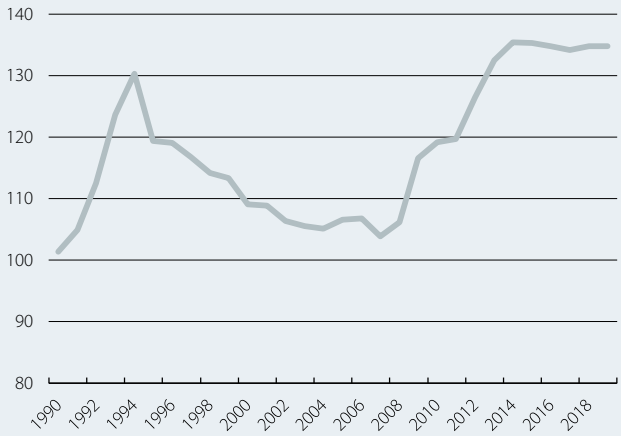
Tercer, l'esforç fiscal factible depèn de molts factors, com el tipus de Govern, el nivell de pressió impositiva del qual es parteix i moltes més consideracions polítiques, econòmiques i socials. En conseqüència, un nivell de deute que és sostenible en un país pot no ser-ho en un altre si això li exigeix un esforç fiscal poc factible (només cal recordar les

1. Vegeu el Focus «Cap a una reforma de les regles fiscals europees?», a l'IM03/2020, on destaquem que les regles eren massa complexes, poc predictibles i no prou sensibles a l'estat del cicle econòmic.

Itàlia: saldo fiscal primari
(% del PIB)



Itàlia: deute públic
(% del PIB)



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

preguntes sobre la factibilitat política i econòmica de l'esforç fiscal que se li demanava a Grècia per rebre les ajudes europees, que requerien un saldo primari elevat durant més de 20 anys).

Quart, la confiança dels inversors també és important per a la sostenibilitat del deute. L'entorn actual, de tipus d'interès baixos i de venciments llargs del deute, afavoreix la confiança dels inversors, perquè fa que la càrrega d'aquest deute (en termes de fluxos de pagaments) sigui suportable. No obstant això, una pèrdua de confiança per part dels inversors sobre la capacitat d'un país per pagar el deute pot comportar un tensionament dels tipus d'interès i una «profecia autocomplerta» a mesura que els augments dels tipus d'interès retroalimenten l'increment del deute cap a nivells insostenibles.[2] Malgrat que, en alguns casos, el BCE pugui evitar aquestes situacions, no pot eliminar les diferències en la credibilitat de la política fiscal de diferents països.

Aquests quatre elements mostren que no s'hauria de reduir la sostenibilitat del deute a un únic número. Fer-ne l'avaluació és més complex, està ple de matisos i ha de tenir en compte molts altres factors, com el creixement i els tipus d'interès esperats, i altres factors econòmics, polítics i institucionals.

Una visió més àmplia de la sostenibilitat en les regles fiscals

Si la sostenibilitat del deute no es pot resumir en un únic número, les regles fiscals tampoc s'haurien de reduir gairebé totalment a un objectiu de deute. Les regles fiscals haurien de tenir en compte tots els factors esmentats en aquest article que afecten la sostenibilitat i haurien de ser prou flexibles per permetre el paper estabilitzador de la política fiscal (precisament, el 2020, es va haver de suspendre les regles perquè no haurien permès les mesures fiscals necessàries per afrontar la COVID-19).

No obstant això, el límit de deute del 60% del PIB està inclòs al Tractat de la UE, i, per tant, és difícil que el procés de revisió de les regles fiscals l'elimini. Llevat que s'opti per un canvi en el Tractat (situació poc probable), caldrà trobar maneres de reduir la importància d'aquest límit, potser, com ho proposa l'European Fiscal Board,[3] dictant velocitats de correcció diferenciades per països que tinguin en compte tots els factors importants per a la sostenibilitat del deute. No obstant això, serà un repte assolir aquesta visió més holística de la sostenibilitat sense perdre transparència i predictibilitat en les regles. La transparència i la predictibilitat són importants per a una aplicació i una vigilància més efectives, i una millor comprensió de las regles per part de la resta de la societat.

Així i tot, atesa la urgència de reformar les regles abans que s'acabi la suspensió, esperem que aquest debat sigui molt important el 2021. El procés de reforma del marc fiscal europeu (que, en origen, havia d'acabar al final del 2020) ha estat interromput per la COVID-19, i la Comissió encara no ha decidit una nova data per reprendre'l, però, sens dubte, atesa la seva importància, el debat s'intensificarà al llarg de l'any. En aquest nou món de deute públic elevat a la majoria de països europeus, les noves regles fiscals hauran d'impulsar una reducció gradual del deute cap a nivells més segurs, però sense danyar la recuperació ni la transformació verda i digital de l'economia europea. Serà un equilibri difícil d'assolir, però no impossible.

Álvaro Leandro

2. La velocitat a la qual els augments de tipus d'interès comportin augments del deute depèn del perfil de venciment del deute: en un país amb un deute a més llarg termini, aquest augment es produirà de manera més lenta.

3. Vegeu European Fiscal Board, «Annual Report 2020».

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

ESTATS UNITS

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	11/20	12/20	01/21
Activitat									
PIB real	2,2	–3,5	0,3	–9,0	–2,8	–2,4	–	–	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	3,9	2,0	3,1	–4,9	5,3	4,7	5,5	2,2	7,6
Confiança del consumidor *(valor)*	128,3	101,0	127,3	90,0	93,1	93,8	92,9	87,1	88,9
Producció industrial	0,9	–6,6	–1,9	–14,2	–6,3	–4,2	–4,7	–3,2	–1,8
Índex d'activitat manufacturera (ISM) *(valor)*	51,2	52,5	50,4	45,7	55,0	59,0	57,7	60,5	58,7
Habitatges iniciats *(milers)*	1.295	1.396	1.484	1.079	1.432	1.588	1.553	1.680	1.580
Case-Shiller preu habitatge 2a mà *(valor)*	217	228	222	224	229	239	239	242	...
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	3,7	8,1	3,8	13,1	8,8	6,8	6,7	6,7	6,3
Taxa d'ocupació *(% pobl. > 16 anys)*	60,8	56,8	60,7	52,9	56,1	57,4	57,4	57,4	57,5
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–2,7	–3,2	–2,6	–2,7	–2,9	–3,2	–3,1	–3,2	...
Preus									
Inflació general	1,8	1,2	2,1	0,4	1,2	1,2	1,2	1,4	1,4
Inflació subjacent	2,2	1,7	2,2	1,3	1,7	1,6	1,6	1,6	1,4

JAPÓ

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	11/20	12/20	01/21
Activitat									
PIB real	0,3	–4,9	–2,1	–10,3	–5,8	–1,1	–	–	–
Confiança del consumidor *(valor)*	38,9	31,1	36,0	24,7	30,5	33,0	33,7	31,8	29,6
Producció industrial	–2,7	–10,3	–4,3	–20,5	–12,6	–3,5	–3,1	–4,2	–2,1
Índex activitat empresarial (Tankan) *(valor)*	6,0	–19,8	–8,0	–34,0	–27,0	–10,0	–10,0	–	–
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	2,4	2,8	2,4	2,8	3,0	3,0	2,9	2,9	...
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–0,3	0,1	–0,2	–0,5	–0,3	0,1	0,0	0,1	0,3
Preus									
Inflació general	0,5	0,0	0,5	0,1	0,2	–0,8	–1,0	–1,2	–0,6
Inflació subjacent	0,6	0,2	0,7	0,3	0,1	–0,3	–0,3	–0,4	0,1

XINA

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	11/20	12/20	01/21
Activitat									
PIB real	6,0	2,3	–6,8	3,2	4,9	6,5	–	–	–
Vendes al detall	8,1	–2,9	–18,2	–4,0	0,9	4,6	5,0	4,6	...
Producció industrial	5,8	3,4	–7,3	4,4	5,8	7,1	7,0	7,3	...
PMI manufactures (oficial)	49,7	49,9	45,9	50,8	51,2	51,8	52,1	51,9	51,3
Sector exterior									
Balança comercial [1,2]	421	535	361	411	450	535	449	480	...
Exportacions	0,5	3,6	–13,6	–0,2	8,4	16,7	20,6	18,1	...
Importacions	–2,7	–1,1	–3,1	–9,9	2,9	5,0	3,9	6,5	...
Preus									
Inflació general	2,9	2,5	5,0	2,7	2,3	0,1	–0,5	0,2	–0,3
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	6,9	6,9	7,0	7,1	6,9	6,6	6,6	6,5	6,5

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, Departament de Comunicacions del Japó, Banc del Japó, Oficina Nacional d'Estadística xinesa i Refinitiv.*

ZONA DE L'EURO

Indicadors d'activitat i ocupació

Valors, llevat que s'indiqui el contrari

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	11/20	12/20	01/21
Vendes al detall *(variació interanual)*	2,4	–1,2	–1,2	–6,8	2,4	0,9	–2,2	0,6	...
Producció industrial *(variació interanual)*	–1,3	–8,6	–5,8	–20,2	–6,9	–1,7	–0,6	–0,8	...
Confiança del consumidor	–7,0	–14,3	–8,6	–18,5	–14,4	–15,6	–17,6	–13,8	–15,5
Sentiment econòmic	103,7	88,2	100,8	72,0	88,5	91,4	89,3	92,4	91,5
PMI manufactures	47,4	48,6	47,2	40,1	52,4	54,6	53,8	55,2	54,8
PMI serveis	52,7	42,5	43,8	30,3	51,1	45,0	41,7	46,4	45,4
Mercat de treball									
Ocupació (persones) *(variació interanual)*	1,2	...	0,4	–3,0	–2,1	...	...	–	–
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	7,6	8,0	7,3	7,6	8,6	8,3	8,3	8,3	...
Alemanya *(% pobl. activa)*	3,1	4,2	3,6	4,2	4,5	4,5	4,5	4,6	...
França *(% pobl. activa)*	8,5	8,2	7,7	7,1	9,1	8,8	8,8	8,9	...
Itàlia *(% pobl. activa)*	9,9	9,1	9,2	8,5	9,6	9,1	8,8	9,0	...
PIB real *(variació interanual)*	1,3	–6,8	–3,2	–14,7	–4,3	–5,0	–	–	–
Alemanya *(variació interanual)*	0,6	–5,3	–2,2	–11,3	–4,0	–3,6	–	–	–
França *(variació interanual)*	1,5	–8,2	–5,6	–18,6	–3,7	–4,9	–	–	–
Itàlia *(variació interanual)*	0,3	–8,9	–5,8	–18,2	–5,2	–6,6	–	–	–

Preus

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

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	11/20	12/20	01/21
General	1,2	0,3	1,1	0,2	0,0	–0,3	–0,3	–0,3	0,9
Subjacent	1,0	0,7	1,1	0,9	0,6	0,2	0,3	0,2	1,4

Sector exterior

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

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	11/20	12/20	01/21
Saldo corrent	2,4	2,4	2,1	2,3	2,1	2,4	2,2	2,4	...
Alemanya	7,1	7,1	7,1	6,8	6,9	7,1	7,0	7,1	...
França	–0,7	–2,3	–0,8	–1,4	–1,8	–2,3	–2,0	–2,3	...
Itàlia	3,0	3,6	3,2	3,0	3,5	3,6	3,5	3,6	...
Tipus de canvi efectiu nominal[1] *(valor)*	92,4	93,9	91,2	93,4	95,6	95,7	95,2	96,1	96,3

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	11/20	12/20	01/21
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres[2]	3,8	6,3	3,9	7,1	7,1	7,0	6,9	7,1	7,0
Crèdit a les llars[2,3]	3,4	3,2	3,6	3,0	3,1	3,2	3,1	3,1	3,0
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres[4] *(%)*	1,2	1,2	1,1	1,2	1,3	1,3	1,2	1,3	1,2
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge[5] *(%)*	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	8,0	12,9	9,3	12,9	14,1	15,2	15,1	16,3	17,1
Altres dipòsits a curt termini	0,3	0,6	–0,2	0,3	1,0	1,4	1,2	1,7	1,1
Instruments negociables	–1,9	10,1	3,8	7,2	11,0	18,3	15,5	25,0	18,2
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars *(%)*	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2

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

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

Espanya afronta un primer trimestre d'any encara molt condicionat per la COVID-19

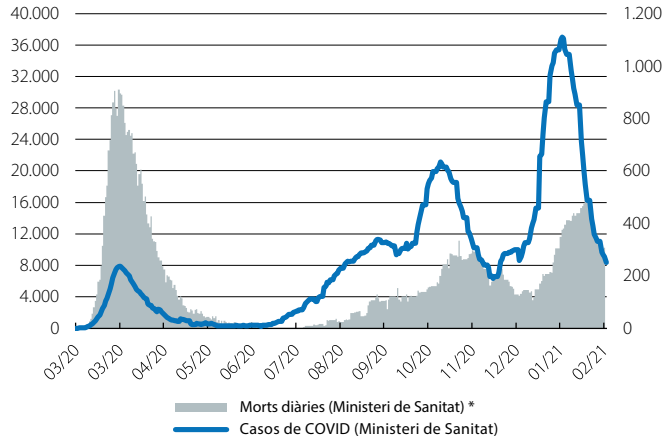
Un primer trimestre del 2021 marcat per la COVID-19. El mes de febrer ha discorregut sense grans novetats pel que fa a les perspectives econòmiques de l'economia espanyola el 2021, de manera que continuem esperant, de mitjana, un creixement del 6%. En concret, els indicadors d'activitat més recents apunten a un estancament o una lleugera reculada del PIB en el 1T. Això no ens hauria de sorprendre si tenim en compte que la majoria de les restriccions de mobilitat s'han mantingut sense grans canvis des de l'inici del trimestre. La intensitat de la pandèmia ha afluixat al febrer –la incidència acumulada de 14 dies s'ha situat per sota del nivell de risc extrem (250 casos per 100.000 habitants) per primera vegada en dos mesos i la pressió hospitalària continua a la baixa–, però cal esperar que, en el conjunt del 1T, persisteixi un nivell de restriccions semblant al del 4T. En aquest sentit, el nostre escenari contempla un 1T amb l'economia frenada per les restriccions i una recuperació a partir de la primavera amb la vacunació dels col·lectius de major risc. De fet, convé recordar que la població més gran de 60 anys representa el gros de les hospitalitzacions i dels ingressos a les UCI (gairebé el 70%) i de les morts (més del 90%), amb només el 20% de les infeccions. Això fa que la vacunació d'aquests grups d'edat sigui clau per poder relaxar amb posterioritat les restriccions d'una manera molt més generalitzada. Un signe encoratjador és que el ritme de vacunació s'ha començat a accelerar arran del volum creixent d'enviaments de vacunes de Pfizer i d'AstraZeneca a Espanya.

Les dades mostren una activitat que resisteix, però que no millora. Les dades més recents del 1T mostren un ritme d'activitat semblant al del 4T. Així, l'indicador CaixaBank de consum –que mesura la despesa amb targetes emeses per CaixaBank, la despesa de no clients als TPV CaixaBank i els reintegraments en caixers CaixaBank– mostra un descens de l'11% interanual al febrer, una dada una mica pitjor que la del gener (el –8%) i que iguala la del novembre passat (també el –11%). Les dades de mobilitat en centres laborals van continuar en nivells inferiors al 4T 2020, malgrat una certa millora en aquest mes. Finalment, el PMI de serveis va continuar, al febrer, en nivells contractius (43,1 punts), mentre que el PMI de manufactures va tornar a la zona expansiva (52,9 punts al febrer i 49,3 al gener), amb el registre més alt des del juliol del 2020. Així les coses, en conjunt, aquestes dades indiquen que l'economia espanyola continua frenada en el 1T.

Reculada al mercat laboral al febrer. Després de diversos mesos en què el mercat laboral va mostrar una resiliència més gran del que s'esperava, al febrer, la feblesa del sector serveis va pesar més: en termes desestacionalitzats, l'afiliació va baixar (–30.000 al conjunt de l'economia i –49.000 al sector serveis) i l'atur registrat va augmentar (+20.000) i va superar els 4 milions de persones. Així mateix, el nombre d'empleats en ERTO va ser

Espanya: nous casos confirmats i morts diàries

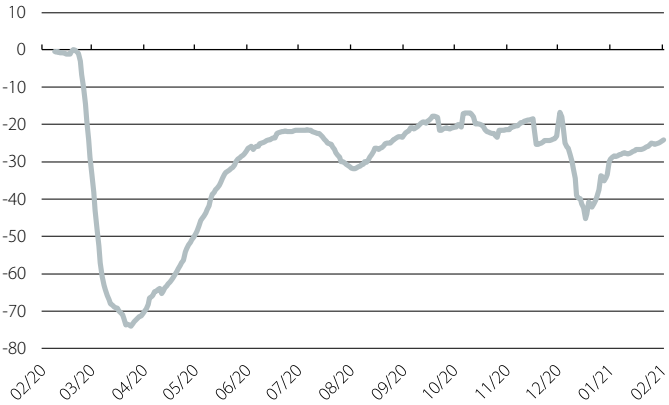
*(Casos confirmats) * (Morts diàries) ***



Notes: *Es mostren mitjanes de 7 dies de contagis i de morts.*
** Positius en test PCR i d'antígens per data de notificació. ** Morts per data de notificació.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri de Sanitat.*

Espanya: mobilitat de la població en centres laborals

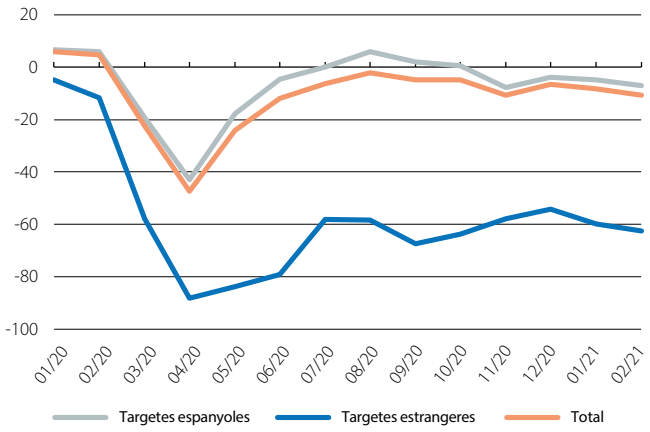
*Variació en relació amb el nivell base * (%)*



Nota: *Dades en mitjana de 14 dies. * El nivell base correspon a la mobilitat mitjana registrada en el mateix dia de la setmana entre el 3 de gener i el 6 de febrer del 2020.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Google Mobility Report.*

*Espanya: indicador CaixaBank de consum **

Variació interanual (%)



Nota: ** Aquest indicador inclou la despesa amb targetes emeses per CaixaBank, la despesa de no clients als TPV CaixaBank i els reintegraments en caixers CaixaBank.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades internes.*

revisat a l'alça fins als 928.000 al final de gener (revisió de +189.000) i es va situar al voltant dels 900.000 al final de febrer, mentre que els afiliats que no estan en ERTO van recular el 6,8% interanual al febrer (un empitjorament en relació amb el –6,0% experimentat al gener). De cara als propers mesos, preveiem que el mercat laboral continuarà molt afectat per la pandèmia i amb un funcionament desigual entre sectors, amb millores graduals als sectors menys afectats per les restriccions a l'activitat (com la indústria i la construcció) i amb un funcionament més modest als més afectats (com l'hoteleria i el comerç).

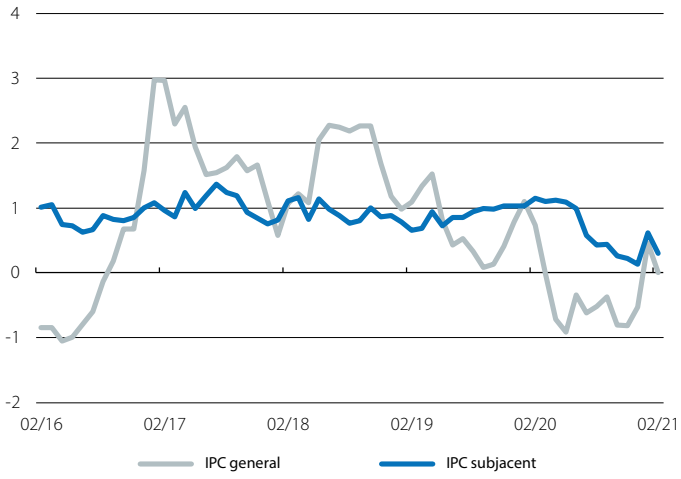
La inflació frena després de la pujada del gener. Al gener, es va produir un repunt molt important de la inflació, que va escalar del –0,5% del desembre de l'any passat fins al 0,5% per l'embranzida de l'electricitat. Aquesta embranzida es va desfer al febrer, i la inflació va baixar fins al 0%, tot i que la caiguda va anar més enllà dels components energètics, ja que l'indicador subjacent (que exclou l'energia i els aliments no elaborats) va baixar 3 dècimes, fins al 0,3%. De cara a la resta de l'any, és probable que la inflació es mostri volàtil a mesura que es desfacin diferents efectes de base relacionats amb la pandèmia. Un dels més destacats serà el dels baixos preus del petroli, que, al començament del 2021, han tornat a nivells prepandèmia, però que, a la primavera del 2020, van arribar a caure per sota dels 30 dòlars.

Caiguda del saldo corrent el 2020, tot i el manteniment del superàvit exterior. En concret, el saldo per compte corrent es va situar en el +0,7% del PIB (8.000 milions d'euros), en relació amb el +2,1% del 2019 (26.600 milions d'euros). De fet, el dèficit comercial de béns va millorar al llarg de l'any, tot i que això va ser degut, en bona part, a l'enfonsament de les importacions arran dels efectes de la pandèmia. En canvi, el superàvit a la balança de serveis es va deteriorar de forma considerable arran de l'enorme reculada del sector turístic, el saldo exterior del qual va caure una mica més del 80% l'any passat. Per a més detalls, vegeu el Focus «COVID-19 i comerç exterior: un impacte asimètric», en aquest mateix *Informe Mensual*.

El deute públic va tancar el 2020 en el 117% del PIB, i el dèficit es reduirà, però continuarà en cotes elevades el 2021. El deute es va situar en 1,3 bilions d'euros, xifra que representa un augment d'una mica més de 122.000 milions. En termes de PIB, el deute va assolir el 117,1%, és a dir, +21,6 p. p. en relació amb el tancament del 2019. Es tracta d'un augment molt important, tot i que lògic en el context de pandèmia. Aquesta dada final es va situar una mica per sota de les previsions del Govern (el 118,8% del PIB), gràcies a un creixement econòmic superior a l'esperat durant la segona meitat de l'any passat. Per la seva banda, esperem que el dèficit públic s'hagi situat l'any passat al voltant de l'11% del PIB (coneixerem la dada definitiva al final de març), un percentatge molt elevat, però una mica millor del que s'esperava, gràcies a una recuperació dels ingressos tributaris més vigorosa del que es preveia durant la segona meitat del 2020. De cara al 2021, la recuperació econòmica proveirà un cert baló d'oxigen als comptes públics, malgrat que s'espera que la despesa pública total es mantingui en nivells similars als del 2020, de manera que el dèficit continuarà sent notable.

Espanya: avanç de l'IPC

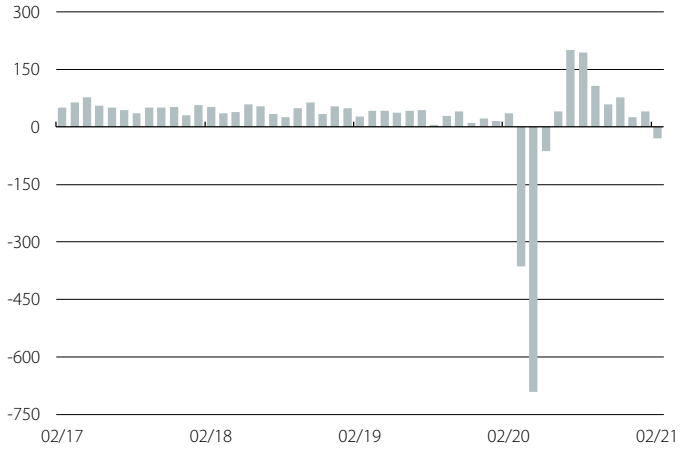
Variació interanual (%)



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

*Espanya: afiliats a la Seguretat Social **

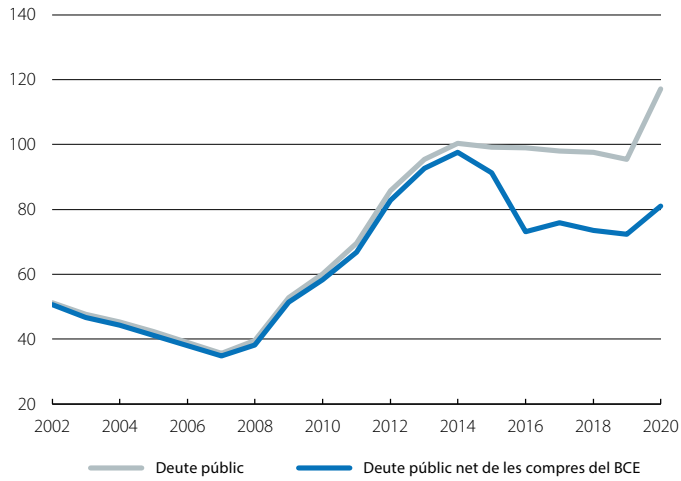
Variació intermensual (milers de persones)



Nota: ** Sèrie desestacionalitzada.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri de Treball, Migracions i Seguretat Social.*

Espanya: deute públic

(% del PIB)



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

COVID-19 i comerç exterior: un impacte asimètric

La pandèmia va provocar el 2020 una forta caiguda del comerç internacional i del turisme, la qual cosa va comportar una forta contracció de les exportacions de béns i de serveis. No obstant això, el compte corrent espanyol es va mantenir en positiu i va tancar l'any amb un superàvit del 0,7% del PIB.

La resposta a múltiples velocitats del comerç internacional a la COVID-19

El 2020, tant les exportacions de béns i de serveis com les importacions van caure de forma molt destacable, el 20,9% i el 17,8%, respectivament, però va haver-hi dinàmiques subjacents dispars.

D'una banda, el sector serveis va acabar l'any amb una erosió del saldo exterior propera als 38.000 milions d'euros (uns 3 p. p. de PIB). Aquesta caiguda reflecteix gairebé en la seva totalitat l'any *horribilis* del turisme, el superàvit exterior del qual es va reduir en uns 37.000 milions (dels 46.000 milions del 2019 als 9.000 milions del 2020). No obstant això, no tot van ser males notícies: els serveis no turístics van aconseguir mantenir un saldo positiu (tot i que una mica inferior), reflex també de la consolidació creixent de la seva competitivitat internacional al llarg dels últims anys.[1]

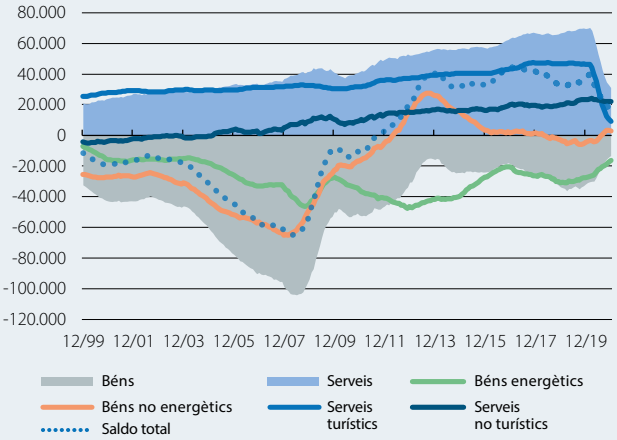
D'altra banda, la balança de béns va revelar un comportament força diferent i va compensar una part de l'enfonsament dels serveis turístics; i la balança energètica va aconseguir reduir el dèficit en uns 11.000 milions d'euros, fins a nivells no vistos des del 2004, en la seva major part per la caiguda del preu del petroli. Amb tot, també destaca l'evolució de la balança de béns no energètics, el saldo dels quals va millorar en 7.500 milions d'euros i va acabar en superàvit. Aquesta millora reflecteix una contracció de les exportacions (el –8,3%, o 22.700 milions d'euros) inferior a la de les importacions (el –10,9%, o 30.200 milions d'euros).

Una història de dos sectors afectats per la COVID-19

Dins la balança de béns no energètics, cal destacar la bona evolució del sector alimentari i de l'automòbil. El primer va incrementar el superàvit comercial en uns 4.000 milions d'euros i va superar per primera vegada la barrera dels 20.000 milions d'euros. Aquesta millora no solament ha estat producte de la caiguda de les importacions (el –7,9%), sinó que les exportacions van augmentar el 5,3%, reflex de factors conjunturals i de la millora competitiva del sector a nivell internacional.[2] D'altra banda, malgrat que les exportacions del sector de l'automòbil van caure el 10,2% en el conjunt del 2020, aquesta xifra està molt condicionada per l'enfonsament que es va produir durant la primavera, a causa de les severes mesures de confinament adoptades durant la primera onada (contracció de gairebé el 90% a l'abril). En canvi, destaca la forta recuperació exportadora del sector a partir del juny (en el conjunt del segon semestre, les exportacions van aconseguir registrar un avanç interanual del 7,2%). Mentrestant, la feblesa de la demanda domèstica va provocar una caiguda abrupta de les importacions del sector en el conjunt del 2020 (el 35,2% en relació amb el 2019). Així, el sector va acabar l'any amb un saldo superior als 15.000 milions d'euros (una xifra que no s'assolia des del 2016), la qual cosa representa una millora d'uns 4.000 milions d'euros en relació amb el 2019.

Evolució històrica dels saldos acumulats de béns i de serveis

(Milions d'euros)



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

Així, en conjunt, la pèrdua de 37.000 milions d'euros del superàvit turístic va ser compensada parcialment per la millora de la balança energètica, per una certa resistència exportadora en béns (en especial en aliments i en automòbils) i per la contracció de la demanda interna i de les importacions. De cara al 2021, amb una recuperació de la demanda interna i del preu del petroli, les nostres previsions apunten a un deteriorament del saldo energètic d'uns 5.000 milions d'euros. A més de mantenir els senyals positius del sector exportador, serà clau la capacitat de reactivació del turisme. Si es compleixen les nostres projeccions, de reactivació incompleta però notable, el superàvit de la balança de serveis repuntaria prop de 16.000 milions d'euros, i el saldo total per compte corrent podria oscil·lar al voltant del +1,5% del PIB, una xifra que se situa encara uns 10.000 milions d'euros per sota dels superàvits prepandèmia.

En física, l'energia cinètica –aquella que un cos posseeix a causa del seu moviment relatiu– es defineix com el treball necessari per accelerar el cos fins a una velocitat determinada. El 2021, la recuperació de la balança per compte corrent seguirà una equació similar: la seva velocitat de recuperació estarà determinada pel ritme de producció de les vacunes i per l'èxit dels programes de vacunació a Espanya i a la UE.

Luís Pinheiro de Matos

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

1. Vegeu el Focus «L'auge de les exportacions de serveis no turístics», a l'IM04/2016.
2. Destaca l'auge exportador provocat per la pesta porcina a la Xina, un efecte que s'hauria d'esvair al llarg del 2021. A més a més, en el context de pandèmia, també es va produir un fort increment de les exportacions de cítrics. Els dos efectes s'haurien d'esvair el 2021. Vegeu l'article sectorial «La resiliència de les exportacions agroalimentàries espanyoles», publicat a l'octubre del 2020.

Peixos grossos i no tan grossos a l'*e-commerce* del sector *retail*

- **La pandèmia ha accelerat el creixement de l'*e-commerce* al sector *retail*. Fins i tot amb la reobertura del canal presencial durant la segona meitat del 2020, aquest creixement es va mantenir notablement per damunt dels registres prepandèmia.**
- **Malgrat que va presentar alts i baixos al llarg de l'any, en termes generals, la contribució dels nous entrants no va ser gens menyspreable.**

La irrupció de la COVID-19 ha comportat un canvi de paradigma en molts aspectes de l'economia, com, per exemple, el dels hàbits de consum i, en concret, el de l'*e-commerce* al sector *retail*.[1] Com ho mostra el primer gràfic, elaborat amb dades internes de pagaments amb targeta als TPV de CaixaBank, l'*e-commerce* al sector *retail* va repuntar amb força al final de març i al llarg del mes d'abril i va assolir cotes de creixement sense precedents. I, després de moderar-se amb el relaxament de les mesures de restricció a la mobilitat i la conseqüent reobertura dels comerços, el creixement es va mantenir al llarg de la segona meitat del 2020 notablement per damunt dels registres observats en el període prepandèmia.

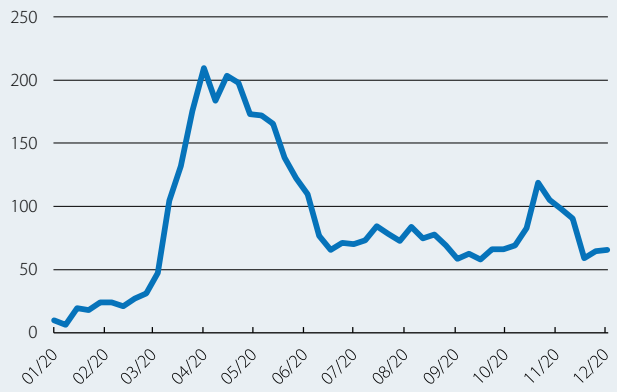
Una pregunta pertinent que ens podem formular en conèixer aquestes dades és com han contribuït al creixement de l'*e-commerce* els comerços que ja venien pel canal en línia abans de la pandèmia i els nous entrants en aquest canal de vendes.

Tal com ho recull el segon gràfic, durant la primera part de l'any (des del gener fins a mitjan març), la contribució dels entrants va augmentar a un ritme constant. No obstant això, després de la declaració de l'estat d'alarma, la tendència a l'alça es va trencar per complet.

Segons el nostre parer, hi ha dues hipòtesis no excloents que podrien explicar aquest canvi de tendència. D'una banda, el confinament domiciliari i les conseqüents restriccions a la mobilitat van impedir que molts comerços que haurien volgut obrir el canal en línia ho poguessin fer per motius operatius.[2] De l'altra, tampoc es pot descartar que una part dels nous consumidors que es van incorporar al món de l'*e-commerce* durant el confinament domiciliari, en no estar habituats a aquest canal de vendes, optessin pels comerços més coneguts i que transmetien més confiança.[3] De fet, una part d'aquest efecte es pot intuir al tercer gràfic, on es posa de manifest que el pes dels 10 comerços que van facturar més en *e-commerce* al sector *retail* durant el 2019 (d'ara endavant, *top 10*)[4] va augmentar de manera considerable amb l'inici del confinament domiciliari al març.

***Espanya: despesa en* e-commerce *al sector* retail**

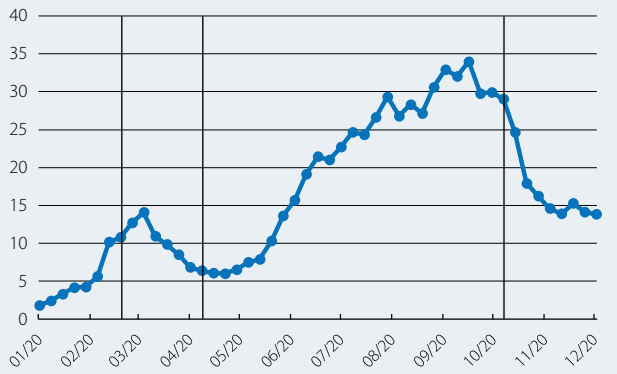
Variació interanual (%)



Nota: *S'ha aplicat a la sèrie una mitjana mòbil simple de quatre setmanes.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades internes.*

***Espanya: contribució de nous entrants al creixement de l'*e-commerce *al sector* retail**

(%)



Nota: *Per calcular la sèrie, primer se seleccionen els comerços que no van facturar res el 2019, però sí que ho van fer el 2020. Tot seguit, per a cada setmana del 2020, es divideix la facturació d'aquests comerços per l'increment de la facturació total del 2019 al 2020 en la mateixa setmana. El complementari de la sèrie seria la contribució dels comerços ja presents el 2019. S'ha aplicat a la sèrie una mitjana mòbil simple de quatre setmanes.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades internes.*

1. Es defineix el comerç al detall o *retail* com el conjunt de comerços de tèxtil, sabateries, joieries, mobles, llibreries i papereries, electrodomèstics, esports i grans superfícies. No s'hi inclouen les botigues d'alimentació, ja que, d'ençà de l'esclat de la pandèmia, el consum de béns de primera necessitat ha mostrat un comportament molt diferenciat de la resta (vegeu el Focus «Rastrejant el consum privat durant la crisi de la COVID-19», a l'IM07/2020).
2. A més d'adquirir els coneixements necessaris, també són molt rellevants en el món de l'*e-commerce* aspectes operatius com desenvolupar un sistema de logística eficient i envoltar-se d'un equip (xarxes socials, SEO, SEM, etc.) que s'encarregui de les tasques administratives i del màrqueting digital.
3. Una altra possibilitat podria ser la diferència en el posicionament web entre els comerços amb un llarg recorregut en la venda en línia i els nous entrants. En aquest sentit, és probable que els consumidors menys acostumats a comprar en línia es decantessin pels comerços més ben situats en la llista de resultats dels principals cercadors.
4. A diferència dels dos primers gràfics, en què s'utilitzen els pagaments amb targeta als TPV de CaixaBank, per elaborar el tercer gràfic, s'han utilitzat els pagaments amb targetes emeses per CaixaBank. D'aquesta manera podem capturar els comerços que tenen el TPV registrat fora d'Espanya.

En una tercera fase de l'any, la de desescalada i «nova normalitat» (a partir del maig), va haver-hi un nou canvi de terç. Amb l'aixecament progressiu de les restriccions, els comerços que van veure frenada la voluntat d'obrir el canal en línia durant el confinament domiciliari sí que ho van poder fer llavors.[5] Aquesta intuïció es veu clarament reflectida al segon gràfic, on la contribució dels nous entrants va recuperar la tendència ascendent que havia experimentat en el període prepandèmia. Al mateix temps, l'altra cara de la moneda també es pot observar al tercer gràfic, on s'aprecia que, durant aquest període, el pes del *top 10* es va mantenir per damunt del nivell prepandèmia, però per sota del màxim registrat durant el confinament domiciliari.

La història de l'*e-commerce* al sector *retail* durant el 2020 no acaba aquí: encara ens queda una última fase de l'any per analitzar, amb la campanya de rebaixes del novembre, que culmina en l'última setmana del mes amb els descomptes del *Black Friday* i amb l'inici de la campanya de Nadal. Al segon gràfic, podem apreciar com, durant aquest període, va tenir lloc una nova pèrdua de dinamisme entre els nous entrants. Aquest canvi es podria explicar per la capacitat dels grans comerços en *e-commerce* per dur a terme campanyes de promoció més agressives que els nous entrants, molts d'ells castigats per la caiguda de vendes al canal presencial. De nou, aquesta intuïció es confirma al tercer gràfic, on s'aprecia com, a partir del novembre, el pes del *top 10* va repuntar i va convergir amb el pic registrat durant el confinament domiciliari.

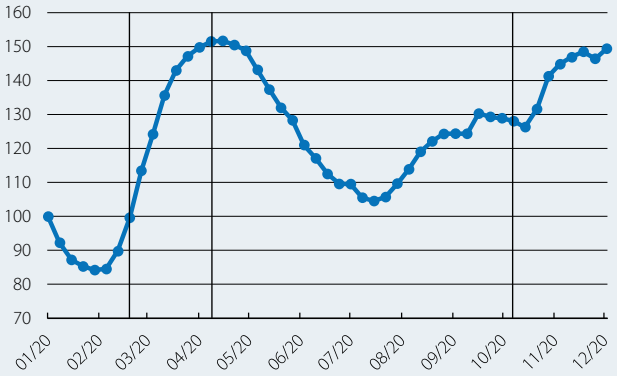
En definitiva, la pandèmia va provocar molts canvis el 2020, que, probablement, es mantindran en el temps. Un d'ells afecta l'*e-commerce* al sector *retail*, el creixement del qual s'ha accelerat molt. Malgrat que va presentar alts i baixos al llarg de l'any, en termes generals, la contribució dels nous entrants no va ser gens menyspreable. De fet, aquest canal de vendes ha estat el principal mecanisme per compensar la caiguda de facturació del canal presencial dels nous entrants en la venda en línia, i, en aquest sentit, el més probable és que, a curt i a mitjà termini, hi hagi més i més comerços que pugin al carro de l'*e-commerce*.

Eduard Llorens i Jimeno

5. Aquesta voluntat no ens hauria d'estranyar, ja que l'esclat de la pandèmia va posar de manifest que el canal en línia va esmorteir la caiguda significativa de vendes derivada del canal presencial.

***Espanya: pes del* top 10 *en la facturació total* e-commerce *del sector* retail**

Índex (100 = gener 2020)



Nota: *Per calcular la sèrie, primer se seleccionen els 10 comerços que van facturar més el 2019. Tot seguit, per a cada setmana del 2020, es divideix la facturació d'aquests comerços per la facturació total en la mateixa setmana. S'ha aplicat a la sèrie una mitjana mòbil simple de quatre setmanes.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades internes.*

Indicadors d'activitat i ocupació

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

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	11/20	12/20	01/21
Indústria									
Índex de producció industrial	0,7	–9,4	–6,4	–24,3	–4,9	–1,9	–3,7	–0,6	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	–3,9	–14,0	–5,4	–27,8	–11,9	–11,0	–11,7	–10,6	–6,6
PMI de manufactures *(valor)*	49,1	47,5	48,2	39,4	51,4	51,1	49,8	51,0	49,3
Construcció									
Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)*	17,2	–12,8	0,1	–12,5	–19,1	–19,9	–18,2	–19,5	...
Compravenda d'habitatges *(acum. de 12 mesos)*	3,6	–13,1	–3,7	–12,3	–18,2	–18,1	–17,9	–17,7	...
Preu de l'habitatge	5,1	2,3	3,2	2,1	1,7	...	–	–	–
Serveis									
Turistes estrangers *(acum. de 12 mesos)*	1,4	–36,8	–1,0	–22,8	–50,7	–72,5	–72,8	–77,1	...
PMI de serveis *(valor)*	53,9	40,3	42,5	28,4	47,3	43,0	39,5	48,0	41,7
Consum									
Vendes comerç al detall	2,3	–7,1	–3,9	–18,4	–3,4	–2,7	–3,9	–1,5	...
Matriculacions d'automòbils	–3,6	–29,2	–27,6	–68,6	–7,5	–13,2	–18,7	0,0	–51,5
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–6,3	–22,8	–10,3	–27,9	–26,9	–26,3	–29,0	–23,1	–23,7
Mercat de treball									
Població ocupada [1]	2,3	–2,9	1,1	–6,0	–3,5	–3,1	–	–	–
Taxa d'atur (% de la població activa)	14,1	15,5	14,4	15,3	16,3	16,1	–	–	–
Afiliats a la Seguretat Social [2]	2,6	–2,0	1,2	–4,4	–3,0	–2,0	–1,8	–1,9	–1,7
PIB	**2,0**	**–11,0**	**–4,2**	**–21,6**	**–9,0**	**–9,1**	**–**	**–**	**–**

Preus

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

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	11/20	12/20	01/21
General	0,7	–0,3	0,6	–0,7	–0,5	–0,7	–0,8	–0,5	0,5
Subjacent	0,9	0,7	1,1	1,1	0,5	0,2	0,2	0,1	0,6

Sector exterior

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

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	11/20	12/20	01/21
Comerç de béns									
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	1,8	–10,0	1,0	–7,2	–8,9	–10,0	–9,6	–10,0	...
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	1,0	–14,7	–1,0	–9,3	–13,3	–14,7	–14,4	–14,7	...
Saldo corrent	**26,6**	**8,0**	**27,1**	**17,7**	**11,0**	**8,0**	**9,5**	**8,0**	**...**
Béns i serveis	37,5	17,5	38,0	27,8	20,5	17,5	18,4	17,5	...
Rendes primàries i secundàries	–10,9	–9,5	–10,9	–10,2	–9,5	–9,5	–8,9	–9,5	...
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**30,8**	**12,8**	**31,3**	**21,6**	**15,1**	**12,8**	**14,1**	**12,8**	**...**

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers [3]

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

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	11/20	12/20	01/21
Dipòsits									
Dipòsits de llars i empreses	5,4	7,5	4,4	8,0	9,0	8,7	7,9	9,0	...
A la vista i estalvi	10,7	12,3	8,9	13,0	13,8	13,7	12,8	13,9	...
A termini i preavís	–13,4	–16,5	–16,4	–16,1	–16,5	–17,1	–16,8	–18,1	...
Dipòsits d'AP	8,8	1,0	–6,2	–6,6	5,2	11,8	14,6	16,3	...
TOTAL	**5,6**	**7,1**	**3,8**	**7,1**	**8,7**	**8,9**	**8,4**	**9,4**	**...**
Saldo viu de crèdit									
Sector privat	–1,5	1,2	–1,0	1,5	2,0	2,4	2,2	2,5	2,3
Empreses no financeres	–3,4	4,9	–1,7	6,1	7,1	7,9	7,6	8,2	8,1
Llars - habitatges	–1,3	–1,8	–1,7	–2,1	–1,8	–1,5	–1,6	–1,3	–1,1
Llars - altres finalitats	3,2	0,8	2,5	0,7	0,3	–0,1	–0,3	–0,8	–1,8
Administracions públiques	–6,0	3,0	1,7	0,1	1,1	8,8	8,3	15,5	5,5
TOTAL	**–1,7**	**1,3**	**–0,9**	**1,5**	**1,9**	**2,7**	**2,5**	**3,2**	**2,5**
Taxa de morositat (%)[4]	**4,8**	**4,5**	**4,8**	**4,7**	**4,6**	**4,5**	**4,6**	**4,5**	**...**

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.*

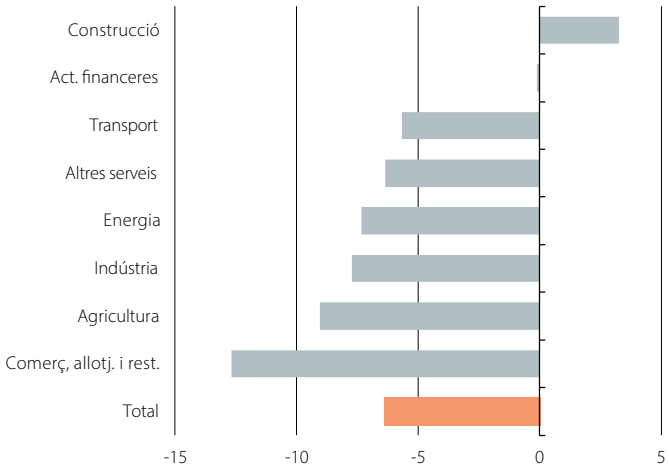
La resiliència afavorirà la recuperació portuguesa

Es confirma una contracció històrica del 7,6% el 2020, arrossegada per la marcada caiguda de l'activitat en el primer semestre. En canvi, la recuperació significativa del segon semestre demostra la capacitat de reactivació de l'economia portuguesa i la seva resiliència davant les restriccions, la qual cosa reforça la visió que l'activitat reprendrà una recuperació més sòlida quan el control de la pandèmia permeti relaxar el confinament. Per sectors productius, només la construcció va aconseguir mantenir una contribució positiva al creixement (el seu valor afegit brut va créixer el 3,3%), mentre que la resta de sectors van registrar caigudes en el conjunt de l'any, especialment intenses al comerç i a la restauració (el –12,7%), a la indústria (el –7,7%) i al grup d'altres serveis (el –6,4%).

L'activitat econòmica portuguesa, frenada a l'inici del 2021 per l'enduriment de les mesures de contenció. Mentre s'espera que la vacunació dels col·lectius de risc alleugi la pressió sobre el sistema sanitari i permeti relaxar les restriccions de forma més generalitzada, els indicadors assenyalen que la recuperació econòmica ha quedat temporalment interrompuda per les mesures adoptades per frenar els contagis en aquests primers mesos del 2021. En concret, l'indicador diari d'activitat del Banc de Portugal (l'anomenat DEI, que exhibeix una bona correspondència amb el creixement interanual del PIB) ha disminuït fins a una mitjana del –6,2% des de l'inici de l'any i suggereix un ritme d'activitat una mica inferior al registrat en el 4T 2020 (quan el DEI es va situar en el –5,4%). Així mateix, els indicadors de confiança per al mes de febrer es van deteriorar en l'àmbit dels consumidors i als sectors de serveis i de comerç, mentre que el sector industrial es mostra més optimista. Cal esperar que aquest optimisme s'estengui amb l'avanç del procés de vacunació, que haurà de permetre alleujar la pressió hospitalària i propiciar una recuperació més sostinguda de l'activitat econòmica en els propers trimestres.

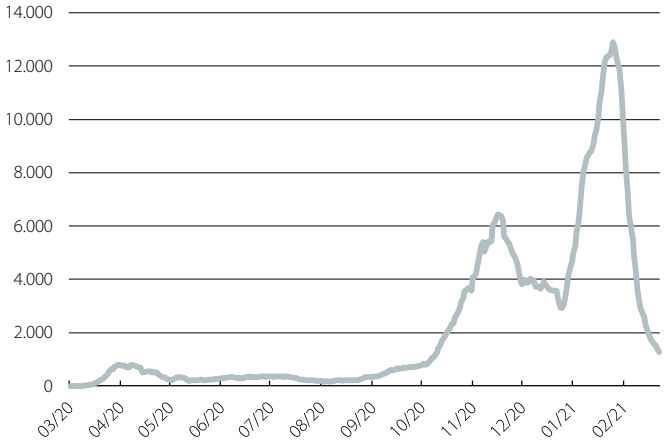
El mercat laboral manté la resistència. L'ocupació va augmentar en 59.600 persones en el 4T 2020 (el +1,2% intertrimestral i el –1,0% interanual) i va recuperar gairebé els nivells anteriors a la pandèmia (–6.400 persones en relació amb el 1T 2020). Al seu torn , la taxa d'atur va caure fins al 7,1%, en relació amb el 7,8% del 3T, de manera que, en el conjunt de l'any 2020, la taxa d'atur es va situar en el 6,8%. Aquest augment en relació amb el 6,5% del 2019 ha estat molt inferior a l'esperat, reflex del suport que han aportat les mesures d'ajuda a l'ocupació per protegir els llocs de treball davant la caiguda de l'activitat. No obstant això, les perspectives per al mercat laboral el 2021 continuen sent molt exigents, marcades per l'empitjorament de la situació pandèmica al començament del 2021, pel lent procés de vacunació i per la incertesa que plana sobre la capacitat de les empreses per reactivar l'activitat en el postconfinament. En aquest context, és possible que la taxa d'atur augmenti durant la segona meitat de l'any, quan finalitzin les mesures de suport a l'economia en la seva configuració actual.

Portugal: valor afegit brut per sectors
Variació anual (%)



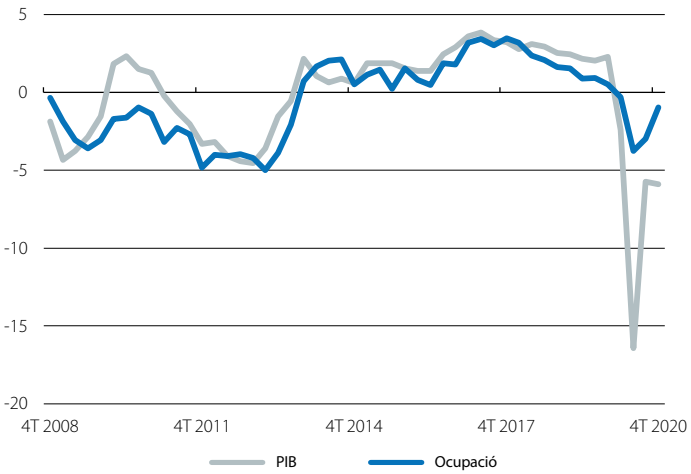
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal.*

Portugal: nous casos de COVID-19
Casos (mitjana mòbil de 7 dies)



Nota: *Última dada del 25 de febrer.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Direcció General de Salut de Portugal.*

Portugal: activitat econòmica i ocupació
Variació interanual (%)



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

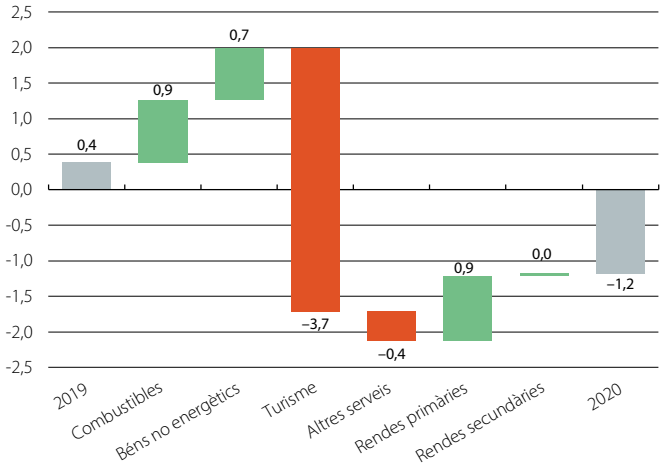
Dèficit corrent el 2020 arran de l'enfonsament del turisme a Portugal. El dèficit per compte corrent es va situar en els 2.377 milions d'euros, equivalent a l'1,2% del PIB, en relació amb el superàvit del 0,4% del 2019. El principal motiu d'aquest deteriorament va ser la disminució del superàvit de la balança de serveis, fins al 4,3% del PIB (–4,1 p. p. per sota del 2019), a conseqüència de l'enorme caiguda del turisme internacional, mentre que el dèficit de la balança de béns va millorar lleugerament (fins al –6% del PIB). Per la seva banda, el saldo del compte de capital va augmentar en 862 milions d'euros, fins als +2.633 milions (equivalent al +1,3% del PIB), secundat per un augment dels ingressos de fons comunitaris. Això va permetre mantenir la capacitat de finançament extern de l'economia portuguesa en positiu, mentre s'espera que, el 2021, l'impacte del Next Generation EU i una recuperació incipient del turisme donin suport a una certa millora dels comptes externs.

El 2020, el turisme es va veure severament afectat per la COVID-19. El nombre de pernoctacions es va enfonsar fins a nivells del 1993, i els ingressos totals dels establiments d'allotjament turístic van caure fins al mínim històric des que hi ha registres (2013), amb un descens interanual del 66,1%, fins als 1.457 milions d'euros. El turisme va patir per una caiguda del nombre d'hostes residents (el –39,2%, fins als 6,5 milions) i, en especial, per l'enfonsament del 76% en els hostes no residents (fins als 4 milions). Els països que més van disminuir el flux de turistes cap a Portugal van ser Irlanda (el –89,6%), els EUA (el –87,7%) i la Xina (el –82,8%). De cara al 2021, s'espera una recuperació incipient del sector, amb el suport de l'avanç de les vacunacions. De fet, ja han aparegut alguns senyals positius per al turisme a Portugal: després del discurs del primer ministre britànic detallant el procés de desconfinament del Regne Unit, els britànics, que representen el mercat emissor més gran de turistes a Portugal (el 16,3%), van augmentar el 600% la demanda de vols a Portugal, a Espanya i a Grècia, segons les companyies aèries.

Impacte mixt de la pandèmia sobre el mercat de crèdit. La cartera de crèdit dels particulars va créixer l'1,4% interanual al desembre, menys que al començament del 2020 (el 2,3%) i amb una lleugera caiguda de la cartera de crèdit al consum (el –0,3%). De fet, les noves operacions en aquest segment van caure de manera significativa (el –17,4% acumulat durant l'any), arrossegades per la menor demanda dels consumidors. D'altra banda, la cartera de crèdit a l'habitatge va créixer el 2,1% interanual al desembre, empesa pel dinamisme de les noves operacions (el +8,1% acumulat durant l'any) i per l'aplicació de les moratòries de crèdit. De fet, s'estima que les amortitzacions de crèdit a l'habitatge hauran caigut gairebé el 20% el 2020. Pel que fa a les empreses, les noves operacions van augmentar lleugerament (el 0,6%) en el conjunt de l'any. Després d'augmentar durant els mesos de maig i de juny, amb la implementació inicial de les línies de crèdit, durant la segona meitat de l'any, es va registrar un descens de les noves operacions contractades, afectades, possiblement, per la incertesa de l'entorn. Així i tot, la cartera de crèdit a les empreses va augmentar el 10,4% interanual al desembre, apuntalada per l'adhesió a les moratòries (s'estima un descens de les amortitzacions del 25% el 2020).

Portugal: saldo de la balança per compte corrent

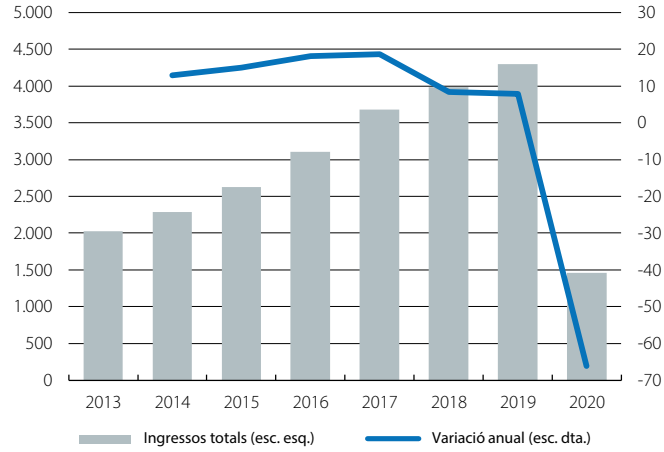
Acumulat de 12 mesos (% del PIB)



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

Portugal: ingressos dels allotjaments turístics

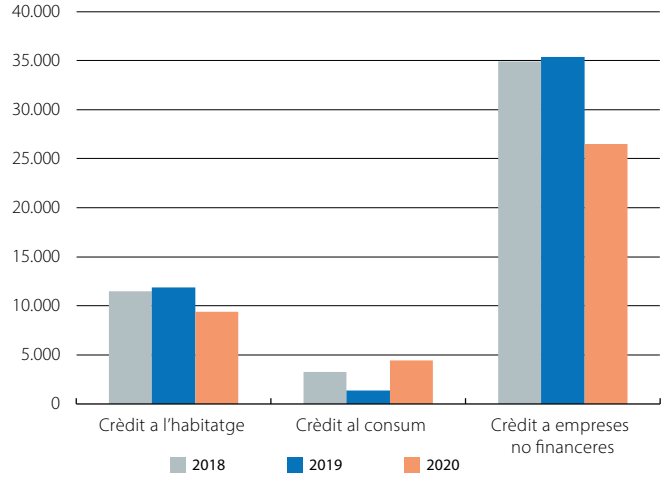
(Milions d'euros) *(%)*



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

Portugal: amortitzacions de crèdit

Acumulat de l'any (milions d'euros)



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

Indicadors d'activitat i ocupació

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

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	12/20	01/21	02/21
Índex coincident d'activitat	0,9	–5,3	–3,1	–6,3	–6,6	–5,1	–4,7	–4,2	...
Indústria									
Índex de producció industrial	–2,2	–7,0	–1,4	–23,5	–0,7	–2,5	–4,6	–6,5	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	–3,2	–15,8	–4,6	–24,8	–19,1	–14,5	–14,3	–14,7	–14,1
Construcció									
Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)*	5,9	–0,7	2,2	–0,8	–0,6	–0,7	–0,7	...	...
Compravenda d'habitatges	1,7	...	–0,7	–21,6	–1,5	...	...	...	...
Preu de l'habitatge *(euro / m² - taxació)*	10,4	8,3	11,2	9,0	6,9	6,0	6,0	6,1	...
Serveis									
Turistes estrangers (*acum. 12 mesos*)	7,8	–75,7	3,2	–29,7	–57,6	–75,7	–75,7	–79,9	...
Indicador de confiança als serveis *(valor)*	12,9	–21,6	5,8	–36,9	–37,2	–18,0	–17,2	–18,3	–21,3
Consum									
Vendes comerç al detall	4,4	–3,8	3,0	–12,9	–2,2	–3,2	–3,9	–11,1	...
Indicador coincident del consum privat	2,0	–5,4	–3,3	–7,1	–7,1	–4,0	–2,8	–1,4	...
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–8,0	–22,4	–8,6	–27,7	–26,9	–26,2	–26,2	–25,7	–24,4
Mercat de treball									
Població ocupada	1,0	–2,0	–0,3	–3,8	–3,0	–1,0	–1,7	–3,5	...
Taxa d'atur (*% de la població activa*)	6,5	6,8	6,7	5,6	7,8	7,1	6,8	7,2	...
PIB	**2,5**	**–7,6**	**–2,2**	**–16,3**	**–5,7**	**–6,1**	**...**	**...**	**...**

Preus

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

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	12/20	01/21	02/21
General	0,3	0,0	0,4	–0,3	0,0	–0,2	–0,2	0,3	0,5
Subjacent	0,5	0,0	0,2	–0,1	–0,1	–0,1	–0,1	0,6	0,7

Sector exterior

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

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	12/20	01/21	02/21
Comerç de béns									
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	3,6	–10,2	1,5	–6,8	–7,8	–10,2	–10,2	...	...
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	6,0	–15,2	2,8	–7,6	–12,0	–15,2	–15,2	...	...
Saldo corrent	**0,8**	**–2,4**	**0,7**	**–0,2**	**–2,2**	**–2,4**	**–2,4**	**...**	**...**
Béns i serveis	1,6	–3,6	1,1	–0,6	–3,0	–3,6	–3,6	...	...
Rendes primàries i secundàries	–0,7	1,2	–0,3	0,4	0,8	1,2	1,2	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**2,6**	**0,3**	**2,9**	**2,4**	**0,3**	**0,3**	**0,3**	**...**	**...**

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	12/20	01/21	02/21
Dipòsits [1]									
Dipòsits de llars i empreses	5,2	10,1	6,4	9,0	9,2	10,1	10,1	...	...
A la vista i estalvi	14,8	18,8	17,6	20,1	18,4	18,8	18,8	...	...
A termini i preavís	–2,9	1,4	–3,2	–1,0	0,4	1,4	1,4	...	...
Dipòsits d'AP	5,6	–17,1	–10,4	–15,7	–13,8	–17,1	–17,1	...	...
TOTAL	**5,2**	**9,1**	**5,7**	**7,9**	**8,2**	**9,1**	**9,1**	**...**	**...**
Saldo viu de crèdit [1]									
Sector privat	–0,1	4,6	0,5	0,5	2,1	4,6	4,6	...	...
Empreses no financeres	–3,7	10,4	–2,6	1,0	4,4	10,4	10,4	...	...
Llars - habitatges	–1,3	2,1	–0,7	–0,1	0,7	2,1	2,1	...	...
Llars - altres finalitats	16,5	–1,2	15,0	1,5	1,3	–1,2	–1,2	...	...
Administracions públiques	–4,7	–4,3	–4,9	–9,7	–5,7	–4,3	–4,3	...	...
TOTAL	**–0,3**	**4,3**	**0,2**	**0,1**	**1,8**	**4,3**	**4,3**	**...**	**...**
Taxa de morositat *(%)* [2]	**6,2**	**...**	**6,0**	**5,5**	**5,3**	**...**	**...**	**...**	**...**

Notes: *1. Residents a Portugal. Les variables de crèdit no inclouen titulitzacions. 2. Dada fi del període.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal, Banc de Portugal i Datastream.*

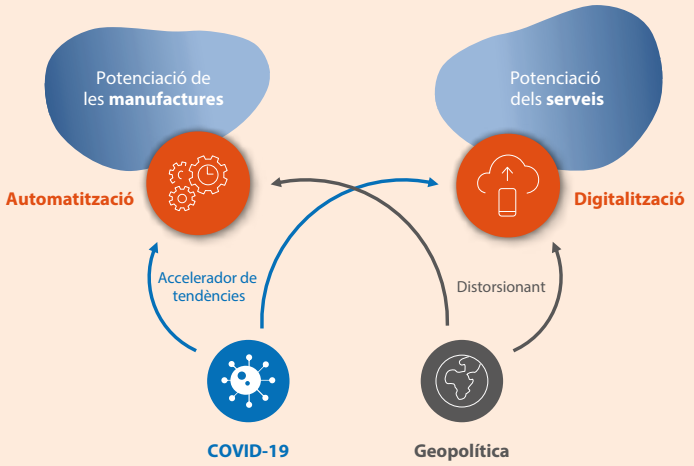
Digitalització i automatització: què produirem el dia de demà?

La digitalització i els avanços en automatització tenen el potencial de canviar l'especialització productiva dels països: què i com produïm. Per posar un exemple, l'enorme salt que van experimentar les tecnologies de la informació i la comunicació (TIC) a partir de la dècada dels noranta va permetre que nombroses empreses dividissin els processos productius i els duguessin a terme en múltiples països –amb la finalitat d'aprofitar els avantatges d'especialització que oferien. Aquest procés va donar lloc a les conegudes cadenes de valor globals (CVG), vinculades al fenomen de l'*offshoring* de nombrosos processos manufacturers des dels avançats cap als emergents.

Alguns dels progressos tecnològics més recents tenen la capacitat de generar dinàmiques de signe oposat. Per exemple, en aquest article, veurem com les noves formes d'automatització (com els robots) poden afavorir el retorn d'una part de les manufactures als avançats. En canvi, sembla que la evolució constant de les TIC i la rellevància creixent de la digitalització continuaran afavorint la «servitització» dels països desenvolupats, un punt que també tractarem detalladament en aquest article. A més de les noves tecnologies, altres factors, com la pandèmia o el conflicte tecnològico-comercial entre els EUA i la Xina, tenen el potencial d'impactar sobre l'especialització productiva.

Atesa aquesta multiplicitat de forces, és difícil pronosticar els canvis en allò que produiran i com les economies (en particular, les avançades) els propers anys, però això és el que intentarem fer en aquest article.

Tendències i impacte sobre l'especialització productiva dels avançats



Font: *CaixaBank Research.*

Nova automatització i nou consumidor: el retorn de les fàbriques als avançats?

Els robots actuals, dotats amb intel·ligència artificial, més connectats digitalment i amb un cost que ha disminuït de manera substancial en les últimes dècades, són una revolució en tota regla.[1] La millora en la productivitat d'aquests nous robots pot comportar el retorn d'alguns dels processos manufacturers que s'havien deslocalitzat als emergents en les tres últimes dècades amb la finalitat d'aprofitar els baixos costos laborals. En altres paraules, passaríem d'una tendència d'*offshoring* a una altra de *reshoring*.

Però de quant podríem estar parlant en termes d'activitat manufacturera? Alguns anàlisis recents apunten que, arran de les noves formes d'automatització al llarg de la dècada vinent, les manufactures podrien augmentar gairebé el 10% als avançats.[2]

Un element que potencia aquesta tendència de *reshoring* de les manufactures als països avançats és el canvi que s'ha produït en el consumidor en aquests països. Es tracta d'un consumidor més variable en els seus gustos, a conseqüència de l'elevat grau de connectivitat global. Així mateix, és un consumidor més conscient del seu impacte sobre el medi ambient. Aquetes dues característiques afavoreixen CVG més curtes i properes a aquest consumidor final, ja que aquests tipus de cadenes de producció faciliten una major rapidesa de resposta davant els gustos canviants i, a més a més, en prevaler la proximitat, són més respectuoses amb el medi ambient.[3]

Les TIC i la digitalització: avantatge dels avançats en els serveis

L'evolució constant de les TIC (arran de la 5G, per posar un exemple) afavorirà la comercialització internacional d'un major nombre de serveis: malgrat que, en essència, la majoria de serveis no són comerciables, les tecnologies digitals estan fent possible que alguns d'ells es puguin comercialitzar. Així, al final de la dècada dels vuitanta, els serveis (sense comptabilitzar els turístics) repre-

1. En termes reals, el preu dels robots s'ha reduït a la meitat en els 30 últims anys (McKinsey, 2017).
2. Aproximació basada a partir de Krenz *et al.* (2020), que estimen que un augment d'1 robot per cada 1.000 treballadors comporta un *reshoring* de les activitats manufactureres *offshored* del 3,5% i, a partir de les estimacions de Boston Consulting Group sobre l'augment de l'automatització al sector manufacturer, del 50% en la dècada vinent.
3. La prudència és imprescindible quan s'estimen els canvis derivats del *reshoring*. Un dels motius principals és que l'*offshoring* és relativament estable en el temps, ja que l'establiment d'estratègies d'*outsourcing* global comporta la incursió d'elevats costos enfonsats per part de l'empresa. Vegeu Antràs, P. (2020), «De-Globalisation? Global Value Chains in the Post-COVID-19 Age», NBER Working Paper (w28115).

sentaven una mica menys del 6% del comerç internacional total, mentre que, en l'actualitat, aquest percentatge supera el 13%. No en va, projectes d'enginyeria, serveis de consultoria o, fins i tot, diagnòstics clínics a través de la imatge s'han convertit en serveis cada vegada més prevalents dins les vendes internacionals. Una tendència que tindrà continuïtat gràcies a la millora de les connexions globals. Un exemple seria el de la cirurgia remota gràcies a la rapidesa, a la immediatesa i a la seguretat de les connexions 5G. En aquest sentit, els països avançats, amb una força laboral més qualificada i amb una major experiència en la producció de molts serveis, tenen un avantatge clar en relació amb els emergents.

D'altra banda, els enormes avanços digitals han obert la porta a un món en què les dades i el seu ús són un producte i/o un servei en si mateix, l'aprofitament del qual pot millorar de forma substancial la competitivitat de moltes empreses i sectors. I, de nou, com en el cas dels serveis més clàssics, els països avançats, amb una força laboral més ben formada i amb més experiència, tenen un avantatge en l'explotació d'aquests fluxos de dades.

No obstant això, en aquest punt, no podem oblidar que països com l'Índia i, en especial, la Xina s'erigeixen com a clars competidors en aquest nou negoci dels fluxos i de l'explotació de dades. A tall d'exemple, a la Xina, la taxa de matriculació en educació superior se situava al voltant del 3% al començament de la dècada dels noranta, va augmentar fins al 25% el 2010 i, en l'actualitat, supera ja el 50%;[4] cada any es graduen uns 45 milions d'universitaris al país, i, el 2018, el nombre d'articles científics, tècnics i mèdics publicats per investigadors xinesos va superar per primera vegada els publicats per nord-americans.[5]

COVID-19 i geopolítica: elements disruptius

Més enllà de l'automatització i digitalització mateix de les economies, elements com la crisi actual del coronavirus o la geopolítica juguen un paper important en els canvis productius a nivell mundial.

En concret, la COVID-19 té el potencial d'accelerar algunes de les tendències tecnològiques. La crisi sanitària ha posat en relleu la major resiliència de les empreses més digitalitzades i robotitzades en contextos disruptius com l'actual. En aquest sentit, cal esperar que, a mitjà termini, les empreses augmentin la inversió en automatització i en digitalització. Això, com ja hem comentat més amunt, afavorirà el *reshoring* de les manufactures cap als avançats,[6] tot i que també té el potencial d'augmentar els serveis que ofereixen els avançats a nivell mundial.[7]

D'altra banda, en l'actualitat, les tensions comercials i tecnològiques entre els EUA i la Xina són un factor geopolític que s'afegeix al còctel de factors amb un clar potencial per modificar l'especialització productiva dels avançats. El procés de desacoblament nord-americà de la Xina, amb un ampli consens bipartidista al país, pot repercutir no solament en l'economia nord-americana, sinó també en les diferents economies europees. Si Europa s'alia amb els EUA en la lluita contra l'ascensió tecnològica xinesa corre el risc de patir un retard en el procés de digitalització i d'automatització, ja que el Vell Continent té una dependència important dels equipaments xinesos per desplegar la xarxa 5G, clau en la nova Indústria 4.0.

En definitiva, després de dècades en què la hiperglobalització de les cadenes de producció ha fomentat una forta disparitat en l'especialització productiva entre avançats i emergents, les noves tecnologies comportaran un canvi en aquesta especialització. Malgrat que no esperem una transformació radical i abrupta, sí que, en els propers anys, es podria donar un canvi de tendència a nivell mundial.

Clàudia Canals i Oriol Carreras

4. Segons les dades del Banc Mundial.
5. World Education News and Reviews.
6. Vegeu Chernoff, Alex W. i Warman, C. (2020), «COVID-19 and Implications for Automation», National Bureau of Economic Research (w27249).
7. Així mateix, la crisi de la COVID-19 també pot fomentar un canvi estratègic cap a CVG més robustes (vegeu l'article «Com la COVID-19 canviarà la nostra manera de produir», al Dossier de l'IM04/2020).

Espanya en la carrera digital

La crisi del coronavirus ha posat de manifest la rellevància de la digitalització en contextos disruptius com l'actual. L'activitat econòmica ha resistit millor als països més digitalitzats: més empreses han continuat operant en els pitjors moments àlgids de la pandèmia, el sector públic ha ajudat amb més eficàcia i rapidesa les llars i les empreses que més ho han necessitat, i, a les llars, la digitalització ha permès el teletreball i que els més joves de la família hagin pogut continuar formant-se a distància.

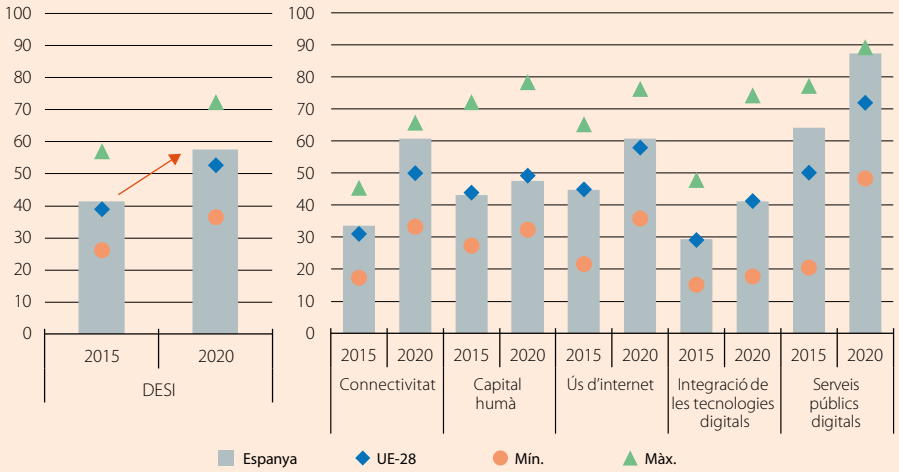
No solament es tracta de tecnologies importants per suavitzar xocs d'abast global com el de la pandèmia, sinó que la digitalització és una transformació clau en l'actual revolució industrial (la que ens portarà la Indústria 4.0). En quina situació està Espanya en aquest àmbit? Un bon diagnòstic pot ser útil per assignar els fons de recuperació europeus a les àrees en què la digitalització reportarà majors retorns econòmics a curt i a mitjà termini (temes tractats als dos següents articles d'aquest mateix Dossier).[1]

Digitalització: nivell i ritme d'avanç notables

Per mesurar la situació i l'avanç d'Espanya en l'àmbit de la digitalització, utilitzem l'indicador DESI (Índex de l'Economia i la Societat Digitals), publicat per la Comissió Europea,[2] que, a més a més, ens permet comparar-nos amb els principals països de la UE. Es tracta d'un indicador sintètic que té en compte cinc pilars: connectivitat, capital humà, ús de serveis d'internet, integració de la tecnologia digital a les empreses i serveis públics digitals.

Espanya va ocupar l'onzena posició en la classificació DESI de la UE-28 el 2020 i progressa de manera notable en la seva transició digital. Tot i que és natural observar una tendència ascendent a mesura que els països van avançant en l'adopció de les noves tecnologies digitals, entre el 2015 i el 2020, Espanya ha progressat relativament ràpid en relació amb la mitjana de la UE. De fet, Espanya és el quart país (després d'Irlanda, dels Països Baixos i de Malta) que ha experimentat el major increment de l'índex DESI en els cinc últims anys (vegeu el primer gràfic, panell de l'esquerra).[3] Això li està permetent reduir la bretxa que exhibeix en relació amb els països nòrdics, que són els líders en digitalització dins la Unió.

Índex de l'Economia i la Societat Digitals (DESI) i els seus components
(Nivell)



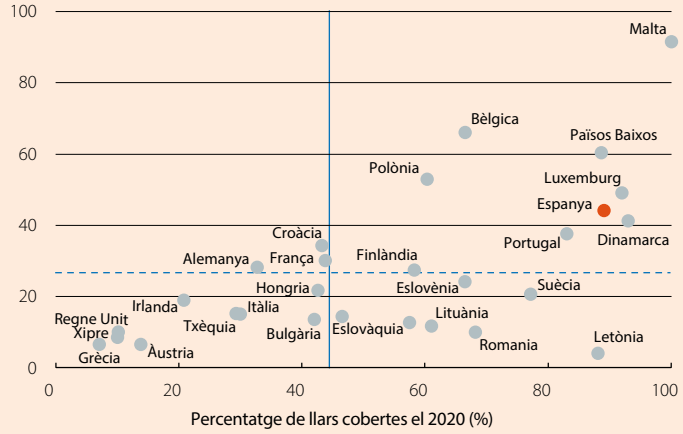
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea.*

Si analitzem els components de l'índex DESI, veiem que Espanya destaca en dos dels cinc pilars: la connectivitat i, en especial, els serveis públics digitals, component en què Espanya ocupa el segon lloc en el DESI 2020 (vegeu el primer gràfic, panell de la dreta). Pel que fa a la connectivitat, Espanya és un dels països amb un major desplegament de xarxes de molt alta capacitat, que, el 2019, van donar cobertura al 89% de les llars, en relació amb el 44% de la mitjana a la UE i amb el 45% de l'any 2015 a Espanya. Així mateix, la millora en els cinc últims anys en la cobertura de xarxes d'alta capacitat ha estat clarament superior a la mitjana europea (vegeu el segon gràfic). De cara al futur, serà crucial el desplegament reeixit de la tecnologia 5G,[4] ja que es tracta d'una tecnologia importantíssima per al desenvolupament del nou paradigma industrial 4.0.

1. Vegeu els següents articles «Les polítiques digitals del Next Generation EU» i «NGEU: un impuls molt oportú a la digitalització», en aquest mateix Dossier.
2. Vegeu https://ec.europa.eu/digital-single-market/en/digital-economy-and-society-index-desi.
3. El DESI d'Espanya ha augmentat en 16,2 punts en relació amb els 13,7 punts de la mitjana de la UE-28.
4. El 2020, Espanya no ha millorat en preparació per a la 5G, perquè va haver de suspendre les subhastes de les bandes de radiofreqüència arran de la COVID-19. No obstant això, aquesta licitació s'està duent a terme en els primers mesos del 2021. Així, el passat 22 de febrer, es van subhastar 20 MHz en la banda de 3,5 GHz, una de les bandes prioritàries per al desplegament de les xarxes 5G.

Cobertura de llars amb xarxa d'alta capacitat

Taxa de creixement 2015-2020 (%)

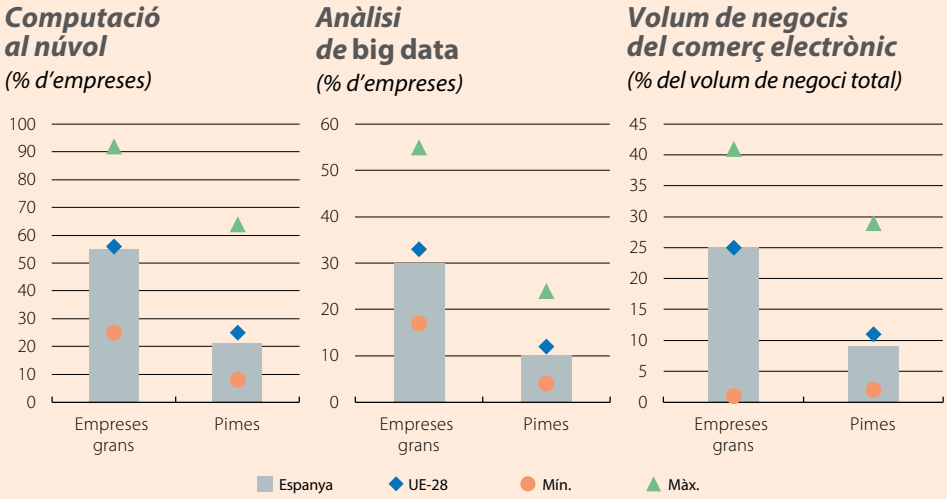


Nota: *Les línies horitzontal i vertical en blau corresponen a la mitjana de la selecció de països.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de DESI 2015 i 2020.*

En canvi, Espanya està per sota de la mitjana de la UE en els indicadors digitals relacionats amb el capital humà. Tot i que es percep una millora en diversos aspectes d'aquest component, cal destacar que una mica més del 40% de la població espanyola no té encara les competències digitals bàsiques i que el 8% mai ha utilitzat internet. Portugal també es troba en una posició molt endarrerida en l'àmbit del capital humà digital, una mica per sota d'Espanya, la qual cosa empeny el país lusità a la dinovena posició en l'índex general DESI, per sota de la mitjana de la UE-28.

Encara en l'àmbit del capital humà, és destacable que un dels objectius de l'Agenda Espanya Digital 2025 és que el 80% de les persones tinguin competències digitals bàsiques el 2025,[5] perquè és imprescindible comptar amb una força laboral amb aquestes capacitats per poder aprofitar les oportunitats que ofereixen les noves tecnologies. A més a més, les competències digitals de la població són un altre dels elements subratllats per la Comissió Europea (com la connectivitat esmentada més amunt) com a rellevants per assegurar una recuperació econòmica forta i sostinguda en el temps en el context actual.

Finalment, la integració de les tecnologies digitals a les empreses és un altre aspecte que mereix una atenció especial. Tot i que, en aquest component, la puntuació d'Espanya en l'índex DESI coincideix amb la mitjana de la UE, la bretxa en relació amb els països líders s'ha ampliat entre el 2015 i el 2020. En aquest àmbit, i atesa la rellevància de les pimes en el teixit productiu del nostre país (superior a la mitjana de la UE), és rellevant analitzar el grau d'adopció digital per dimensió empresarial. Així, al tercer gràfic, es pot observar que el percentatge de pimes que utilitza tecnologies digitals (és a dir, compra serveis de computació al núvol, realitza anàlisi de *big data* o ven per comerç electrònic) és molt inferior en relació amb les empreses més grans. A més a més, el percentatge de pimes espanyoles que utilitza aquestes tecnologies és lleugerament inferior a la mitjana de la UE, una bretxa que no s'observa, en general, a les grans empreses.[6]



Notes: *Empreses en funció del nombre de treballadors: petites (10-49), mitjanes (50-249) i grans (més de 250 treballadors). No s'inclouen les empreses de menys de 10 treballadors. Dades de l'any 2018 (última disponible).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.*

És interessant el cas de la compra de serveis de computació al núvol (*cloud computing*), ja que l'adopció d'aquesta tecnologia s'associa a un augment substancial de la productivitat de les empreses mitjançant diversos mecanismes que actuen alhora (per exemple, treball col·laboratiu més eficient, menors costos de manteniment o facilitació de l'ús d'altres eines digitals, com la CRM-gestió de relacions amb els clients).[7] Malgrat que es tracta d'una tecnologia amb un impacte provat sobre la productivitat i que proporciona una àmplia flexibilitat a les pimes, el seu ús es troba limitat. De nou, el capital humà apareix com un àmbit on la millora és necessària, ja que és clau en el desplegament de les tecnologies digitals.

5. Vegeu https://avancedigital.mineco.gob.es/programas-avance-digital/paginas/espana-digital-2025.aspx.
6. Aquestes dades procedeixen de l'enquesta TIC d'Eurostat.
7. Vegeu Andrews, D., Nicoletti, G. i Timiliotis, C. (2018, maig), «Going digital: What determines technology diffusion among firms», The 3rd Annual Conference of the Global Forum on Productivity, Ottawa, el Canadà.

Digitalització: una visió sectorial

Després d'examinar la situació digital de l'economia espanyola des d'un enfocament agregat, és interessant adoptar una perspectiva més sectorial. Primer, perquè no tots els sectors d'activitat es troben en el mateix estadi d'adopció de les noves tecnologies digitals. Per exemple, les empreses espanyoles dels sectors més tecnològics, com el d'informació i comunicacions o les activitats professionals, científiques i tècniques, presenten un grau de penetració de les tecnologies digitals elevat i similar al de les seves homòlogues europees. Així, el 64% de les empreses espanyoles del sector de la informació i comunicacions compren serveis de computació al núvol, el mateix percentatge que la mitjana de la UE. El sector de l'allotjament turístic també destaca en positiu: el 31% de les empreses del sector compren serveis de computació al núvol (en relació amb el 25% a la UE) i el 14% analitza el *big data* (similar al 13% de la UE).

En canvi, les empreses espanyoles dels sectors típicament menys digitalitzats, com la indústria agroalimentària o la construcció, es troben una mica endarrerides en relació amb les seves homòlogues europees. En aquest sentit, en les línies mestres del Pla de Recuperació, Transformació i Resiliència del Govern espanyol, es preveu donar un impuls a la digitalització de sectors estratègics: salut, automoció, turisme i comerç, i també l'agroalimentari, un dels sectors, precisament, més endarrerits en la carrera digital i que, a més a més, és molt important per a la nostra economia.

L'especialització sectorial espanyola, amb un elevat pes relatiu de sectors poc digitalitzats, com l'agroalimentari, no és, però, la responsable de les diferències en digitalització que observem en relació amb la mitjana de la UE. De fet, amb prou feines el 20% de les diferències en serveis de computació al núvol, per exemple, es poden atribuir a aquest factor de diferències en l'especialització.[8]

En definitiva, Espanya s'ha d'esforçar més en algunes esferes de la digitalització si es vol situar a la frontera de la nova revolució industrial. Queda patent que hem de millorar les capacitats digitals dels treballadors i de la població en general. Així mateix, també és important incidir en el procés de digitalització de les empreses. En concret, hi ha un recorregut llarg perquè les pimes treguin més profit de les enormes potencialitats que ofereixen les noves tecnologies digitals.

Clàudia Canals, Oriol Carreras i Judit Montoriol-Garriga

8. En aquest sentit, la bretxa amb la UE s'explica pel menor grau de digitalització dels diferents sectors d'activitat i no per la diferent composició sectorial (variació *within*, en argot econòmic).

Les polítiques digitals del Next Generation EU

El Programa de Recuperació europeu Next Generation EU (NGEU) es vertebra al voltant de tres pilars: la recuperació econòmica i el reforç del sistema sanitari, la transició verda i la transformació digital. L'NGEU contempla mobilitzar un total de 750.000 milions d'euros entre el 2021 i el 2023, una xifra sense precedents i que equival al 5,4% del PIB de la UE.[1,2] En aquest article, posarem el focus sobre les polítiques que han d'impulsar la transformació digital dels Estats membres de la UE i, en particular, de la nostra economia.

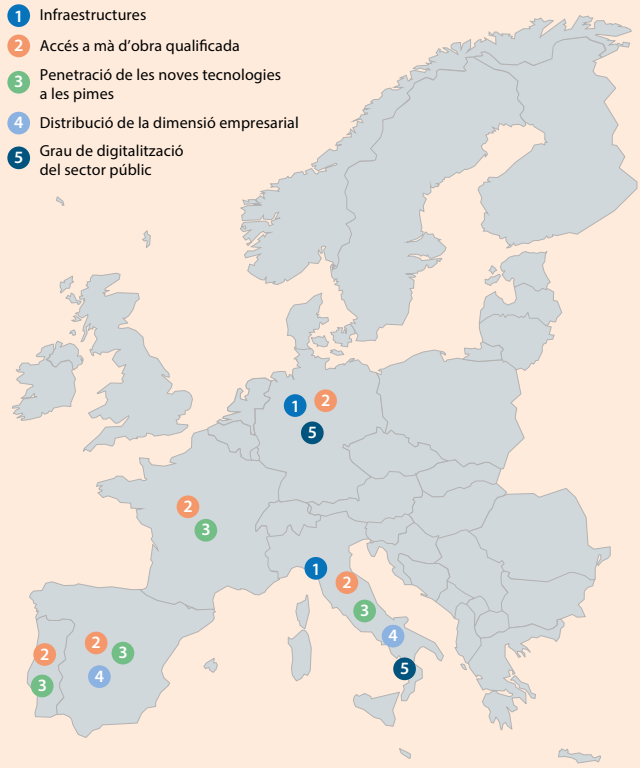
Àmbits d'acció prioritaris en la digitalització: una visió europea

La Comissió Europea (CE) ha identificat un conjunt d'àmbits clau per a la digitalització: la qualitat de les infraestructures digitals (accés a internet de banda ampla, desplegament de la 5G, etc.), l'accés a mà d'obra qualificada en el perímetre digital, la penetració de les noves tecnologies (intel·ligència artificial o IA, *big data*, computació al núvol, etc.) a la petita i a la mitjana empresa, la distribució de la dimensió empresarial (pes de les pimes en el teixit productiu) i el grau de digitalització del sector públic. Al mapa adjunt resumim les principals febleses en matèria de digitalització que presenten, segons la CE, els països més grans de la UE i, per tant, els àmbits cap als quals cada país hauria de dirigir els seus esforços. Com es pot observar, les febleses que la CE identifica per al cas d'Espanya es corresponen amb les febleses que es discuteixen a l'article anterior d'aquest mateix Dossier.[3,4]

Una feblesa comuna a tots els països és la dificultat per trobar mà d'obra qualificada, i, per aquest motiu, la CE posa molt èmfasi en les polítiques que impulsin la formació de la ciutadania en les noves tecnologies digitals. Es tracta d'un àmbit de millora especialment important per a Espanya i Portugal, ja que els dos països se situen per sota de la mitjana de la UE en la majoria dels indicadors digitals relacionats amb el capital humà, tal com ho analitzem en l'article esmentat més amunt.

Un altre àmbit que, segons la CE, també necessita una millora força generalitzada és el de l'ús de les noves tecnologies per part de les pimes. L'ocupació limitada d'aquestes tecnologies (com la computació al núvol) és particularment preocupant en economies com l'espanyola, on les pimes tenen un pes elevat dins el teixit productiu. Un aspecte que també queda patent en l'anàlisi realitzada a l'article anterior d'aquest mateix Dossier.

Àmbits de millora en digitalització identificats per la Comissió Europea



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea (Assessment of Country Specific Recommendations 2020).*

Finalment, és interessant esmentar el cas d'Alemanya, que, tot i ser un país amb un entorn innovador notable i amb una penetració elevada de les noves tecnologies digitals en el teixit productiu, presenta marge de millora en termes d'infraestructura, en especial a causa de l'escassa taxa de cobertura de les xarxes digitals (banda ampla i 4G). Així mateix, Alemanya es troba encara per sota de la mitjana europea en termes de digitalització del sector públic, un aspecte en què Espanya se situa al capdavant, just per darrere de Finlàndia.

1. Per ser més precisos, l'NGEU finançarà obligacions de pagaments contretes entre el 2021 i el 2023, però els fons es distribuiran en un període més llarg de temps (2021-2026).
2. Percentatge en relació amb el PIB de la UE-27 (sense el Regne Unit) del 2019.
3. Vegeu l'article «Espanya en la carrera digital», en aquest mateix Dossier.
4. Aquesta estreta connexió no és sorprenent, ja que les recomanacions de la CE es basen, entre altres elements, en els resultats de l'índex DESI que publica la Comissió mateixa i que és objecte d'anàlisi a l'article esmentat més amunt.

L'agenda digital espanyola

Després de conèixer els àmbits d'acció prioritaris per a l'impuls de la digitalització als principals països de la UE segons la CE, analitzem les accions plantejades a la nostra economia. Més concretament, el Govern ha presentat sis plans per afavorir la digitalització al nostre país:[5]

- El Pla de Digitalització de Pimes (preveu una inversió pública propera als 5.000 milions d'euros fins al 2023, amb la finalitat d'accelerar la digitalització d'1,5 milions de petites i mitjanes empreses) i el Pla Nacional de Competències Digitals (3.750 milions d'euros en el període 2021-2023). Els dos plans plantegen accions per millorar el funcionament de la nostra economia en dos àmbits concrets: millora del capital humà i integració de les tecnologies digitals en el teixit productiu. En els dos casos, Espanya se situa per sota de la mitjana europea, de manera que es tracta d'actuacions clau.
- El Pla de Connectivitat (amb una inversió pública que supera els 2.300 milions d'euros fins al 2025), que planteja estendre la cobertura d'internet de banda ampla d'alta velocitat a tot el territori, i l'Estratègia d'Impuls de la 5G (que mobilitzarà 2.000 milions de fons públics fins al 2025) per al desplegament de la cinquena generació de tecnologia mòbil. La 5G serà fonamental per afavorir la hiperconnectivitat i actuarà com a habilitadora d'altres tecnologies (per exemple, el desenvolupament de la Indústria 4.0, formada per fàbriques interconnectades i intel·ligents, o dels vehicles autònoms).
- El Pla de Digitalització de les Administracions públiques, que preveu una inversió de 2.600 milions d'euros en els tres propers anys per millorar l'accessibilitat dels serveis públics i per impulsar la digitalització d'àrees com la sanitat o la justícia. Aquest eix d'actuació és rellevant per mantenir el lideratge de la nostra economia en aquest àmbit i per millorar l'eficiència del sector públic.[6]
- L'Estratègia Nacional d'Intel·ligència Artificial (amb una inversió pública d'uns altres 600 milions d'euros en el període 2021-2023), l'objectiu de la qual és fomentar la penetració d'aquesta tecnologia en la nostra economia i impulsar la recerca científica i la innovació en IA. Al capdavall, la IA és una de les tecnologies més rellevants en aquesta nova era digital. Perquè l'objectiu de l'estratègia sigui possible, és necessari el desenvolupament previ d'infraestructures i la formació de la força laboral plantejats als programes anteriors.

Aquestes iniciatives, en conjunt, preveuen una mobilització de 16.250 milions d'euros en inversions públiques, dels quals 15.400 milions seran finançats pels fons europeus del Mecanisme de Recuperació i Resiliència de l'NGEU.[7,8] En total, sumant a aquesta quantitat altres programes de menor quantia, el Govern, segons va avançar a l'octubre la ministra d'Economia, destinarà 20.000 milions d'euros en transferències no reemborsables de l'NGEU al capítol digital entre el 2021 i el 2023, gairebé un terç del total dels fons que Espanya rebrà del Mecanisme de Recuperació i Resiliència (uns 69.500 milions d'euros).

El programa d'inversions és ambiciós i pretén impulsar la digitalització a les principals àrees que identifica la CE, és a dir, millorar les habilitats tecnològiques de la ciutadania i impulsar l'ús de les noves tecnologies en l'àmbit empresarial. Així mateix, es desplega un esforç inversor per millorar el conjunt d'infraestructures digitals i accelerar la transició digital de l'Administració pública. No obstant això, com és natural, l'èxit dependrà, en gran part, de l'efectivitat de les polítiques contemplades per assolir els seus objectius. L'abast europeu de l'NGEU és un element que juga a favor del salt cap a l'economia digital. Tal com s'explica a l'article «NGEU: un impuls molt oportú a la digitalització» en aquest mateix Dossier, les noves tecnologies digitals (en especial la IA) són tecnologies amb una elevada capacitat per transformar de manera profunda la societat i l'economia i per impulsar la productivitat (motiu pel qual aquestes tecnologies són anomenades d'utilitat general o GPT, per les sigles en anglès).[9] I un requisit perquè una GPT pugui desplegar el seu potencial de creixement és que tingui una massa crítica. Així, el fet que l'impuls cap a una transició a l'economia digital s'estigui realitzant a escala europea, i no a escala nacional, és un element que pot ser un factor clau per escometre de manera reeixida aquesta transició.

Finalment, l'èxit de la digitalització també necessitarà altres actuacions, més enllà d'un programa d'inversions ambiciós i d'una massa crítica. En particular, serà necessari adequar el marc legislatiu per dotar els actors econòmics de la flexibilitat necessària per adaptar els processos productius al nou entorn digital. Sense aquestes eines de flexibilitat, serà molt complicat desplegar el potencial de creixement que ofereixen les noves tecnologies digitals.

Clàudia Canals i Oriol Carreras

5. Aquests plans s'emmarquen en l'agenda Espanya Digital 2025, que detalla els principals eixos d'acció contemplats pel Govern en matèria de digitalització. Vegeu el document complet aquí.
6. Tal com s'esmenta més amunt en aquest mateix article, segons l'índex DESI 2020, Espanya se situa al capdavant en termes de digitalització del sector públic, just per darrere de Finlàndia. Cal destacar, però, que el fet d'estar al capdavant del ranking no implica que no hi hagi un marge ampli de millora.
7. Aquest mecanisme és el principal instrument de l'NGEU. Espanya també rebrà 12.400 milions en transferències del fons REACT-EU (polítiques de cohesió).
8. 15.400 milions representen l'1,2% del PIB del 2019, una xifra considerable si tenim en compte que el pes de la inversió, sense la destinada a l'habitatge residencial, va ser del 10,7% del PIB el 2019.
9. Exemples de GPT són la màquina de vapor, el ferrocarril o l'electricitat.

NGEU: un impuls molt oportú a la digitalització

Després d'haver analitzat en els articles anteriors les necessitats digitals de la nostra economia i les polítiques proposades per cobrir-les, en aquest article abordem de forma quantitativa l'impacte que representarà l'NGEU en termes de transformació digital. Abans de l'exercici numèric, però, és imprescindible entendre la rellevància de les tecnologies digitals i les característiques que solen definir-les.

Tecnologies digitals: els nous «corrents» de canvi, les noves formes d'«electricitat»

Les tecnologies amb una capacitat de canviar de forma dràstica les societats es coneixen com tecnologies d'utilitat general (o GPT, sigles en anglès de *General Purpose Technologies*). L'electricitat és un exemple clar d'aquesta mena de tecnologies revolucionàries. I les tecnologies digitals (en especial la IA) també estan cridades a ser-ho.

Un tret que sol definir les GPT en els seus estadis inicials és que triguen a mostrar un impacte real positiu sobre la productivitat. El motiu principal d'aquest retard és l'elevat cost d'implementació. Així, per exemple, malgrat que les primeres centrals elèctriques als EUA es remunten a l'any 1881, el 1900, menys del 5% de les fàbriques nord-americanes s'havien adaptat a l'electricitat. I és que, durant els primers anys, el preu d'aquestes tecnologies sol ser molt alt. Així mateix, el cost d'adopció de les noves tecnologies sol ser també molt elevat: és necessari dur a terme notables inversions per adquirir nova tecnologia, però també per adaptar els processos productius a la nova tecnologia perquè sigui plenament eficient. En l'era digital, més enllà d'invertir en *hardware,* en *software* i en R+D, és imprescindible la inversió en capital organitzatiu. En particular, en capital humà, en processos productius, en pràctiques organitzatives i, fins i tot, en el model de negoci.

Quan se supera aquest tret de «retard en la implementació», és quan es manifesten les tres característiques que solen compartir les GPT i que defineixen la seva enorme capacitat de canvi: (i) l'omnipresència, (ii) el potencial per a millores tècniques constants, i (iii) la complementarietat amb altres innovacions.[1] Al capdavall, l'omnipresència se sol aconseguir quan els costos d'instal·lació i d'adaptació són prou baixos. D'altra banda, les complementarietats se solen manifestar quan hi ha una massa crítica suficient.

Precisament, les característiques que defineixen les GPT i que fan que tinguin aquest potencial de canvi també dificulten les anàlisis d'impacte. De fet, els efectes de la IA sobre la productivitat són una qüestió que la literatura econòmica encara no ha dilucidat, malgrat que s'intueix que el potencial és molt elevat. Mirant cap al passat, pensem en el desplegament de l'ús de l'electricitat. Així, als EUA, entre el 1890 i el 1914, període en què l'ús de l'electricitat va ser encara reduït (el 1913 representava, només, el 36% del total de l'energia utilitzada), el creixement mitjà de la productivitat laboral va ser de l'1,4% anual. En canvi, entre el 1915 i el 1953, període en què l'ús de l'electricitat es va estendre de manera molt ràpida (el 1953 l'electricitat ja representava el 85% del total de l'energia utilitzada), el creixement mitjà es va duplicar amb escreix (fins al 3,5%).[2,3]

La inversió en intangibles adquireix més relleu

El desenvolupament i la implementació de les tecnologies digitals i, en especial, de la IA requereixen una inversió important en actius intangibles. Exemples d'aquesta mena d'actius són el *software*, les bases de dades, la innovació (a través de l'R+D) o el capital organitzatiu. En contraposició amb el capital més tradicional (el tangible), compost, majoritàriament, per màquines i per edificis, els intangibles no tenen un component físic.

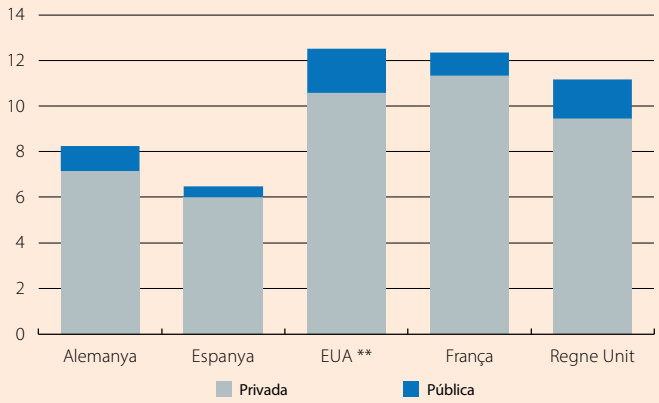
Doncs bé, tal com ho analitzen Anderton i coautors,[4] entre un terç i dos terços de la inversió digital sol ser inversió en intangibles. Així, la IA, més enllà de precisar una bona infraestructura de telecomunicacions (capital físic o tangible), necessita molts altres actius de caràcter intangible perquè aflorin plenament els rendiments d'aquesta tecnologia. El *software* i l'ús de *big data* es donen per descomptats, ja que són les entrades principals per al seu ús, però també exigeixen canvis en el model organitzatiu de les empreses i inversions substancials en capital humà.

1. Característiques definides per primera vegada per Bresnahan, T. F. i Trajtenberg, M. (1995), «General purpose technologies 'Engines of growth'?», Journal of Econometrics, 65(1), 83-108.
2. Vegeu Bergeaud, A. *et al.* (2016), «Long-Term Productivity Database», Banc de França.
3. Si la productivitat als EUA hagués continuat creixent a l'1,4%, en lloc del 3,5%, el 1953 el PIB nord-americà hauria estat, aproximadament, el 60% inferior al real.
4. Anderton, R. *et al.* (2020), «Virtually everywhere? Digitalisation and the euro area and EU economies», ECB Occasional Paper (2020244).

Atesa la rellevància dels intangibles en l'era digital, on se situa la inversió en intangibles a Espanya i on queda quan la comparem amb la de les altres grans economies avançades? Al gràfic mostrem la inversió en actius intangibles (en percentatge sobre el VAB) dels principals països europeus i dels EUA. Observem que els EUA, seguits a poca distància per França i pel Regne Unit, se situen al capdavant en inversió en intangibles, amb una xifra una mica superior al 12% del PIB. En canvi, Alemanya i Espanya, amb una inversió del 8% i del 6,5%, respectivament, se situen molt per darrere. Així mateix, apreciem que una gran part de la inversió en intangibles és de caràcter privat, tot i que aquí també hi ha diferències entre països: als EUA, al Regne Unit i a Alemanya, el pes de la inversió pública en intangibles oscil·la al voltant del 15% del total, mentre que, a Espanya i a França, ho fa al voltant del 8%.

Inversió en intangibles: comparativa internacional

*Percentatge sobre el VAB (mitjana del 2013-2017 *)*



Notes: *Les dades d'inversió pública en intangibles arriben només fins al 2015; per al període 2016-2017, es projecta l'increment de la inversió pública d'acord amb el creixement anual mitjà entre el 1996 i el 2015.*
*** La mitjana per als EUA comprèn entre el 2013 i el 2016.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Intan, d'Spintan, d'Eurostat i del Banc Mundial.*

On ens col·locarà l'NGEU?

Un dels pilars sobre els quals es vertebra el paquet econòmic europeu NGEU és la transformació digital. En aquest sentit, i atesa la importància de la inversió en intangibles en l'impuls digital, ens preguntem sobre l'impacte que tindrà l'NGEU sobre aquesta mena d'inversió. Per respondre aquesta pregunta, procedim en dues fases. Primer, calculem quin ha estat l'augment mitjà del pes de la inversió en intangibles sobre el PIB a Espanya en els últims anys: entre el 1995 i el 2017, període per al qual disposem de dades, el pes de la inversió en intangibles va créixer, de mitjana, 0,11 p. p. per any. Aquest és un ritme superior al registrat pels EUA en el mateix període, de 0,08 p. p. per any, probablement a causa de l'estadi de major maduresa en què es troba l'economia nord-americana en termes de digitalització. Tot seguit, mesurem l'impacte de l'NGEU sobre la inversió en intangibles, considerant en el càlcul l'efecte arrossegament que aquest programa pot tenir sobre la inversió privada.

Tal com ho hem detallat a l'article anterior d'aquest mateix Dossier, la inversió en digitalització contemplada en els sis plans d'actuació anunciats pel Govern per al període 2021-2023 puja a 16.250 milions d'euros, dels quals 15.400 seran finançats per l'NGEU. D'aquesta suma, és necessari excloure els 4.700 milions destinats al Pla de Connectivitat, al Pla 5G i a altres inversions en equipament TIC, ja que la inversió en infraestructura, tot i que és crucial per a la digitalització de l'economia, no computa com a inversió en intangibles. D'aquesta manera, en termes anuals, l'NGEU representa una inversió directa en actius intangibles de gairebé 3.600 milions anuals durant els tres propers anys, xifra equivalent al 0,29% del PIB per any.

Així mateix, es preveu que l'impuls inversor públic atreurà inversió privada en intangibles. Més concretament, el Govern preveu que, en el trienni en què s'efectuïn les inversions propiciades per l'NGEU, s'atreuran 26.000 milions d'euros en inversió privada en intangibles.[5] Aquest efecte arrossegament afegiria a l'impacte esmentat amb anterioritat entre el 0,2% i el 0,7% del PIB més en inversió en intangibles, segons si se suposa que s'aconsegueix atreure la totalitat de la inversió privada prevista pel Govern o si s'aplica un càlcul més conservador que considera que s'atreu només una quarta part de la quantitat prevista. Així, la suma de l'impacte directe i de l'efecte arrossegament comportaria un increment del pes de la inversió en intangibles sobre el PIB entre 0,5 i 1,0 p. p. Aquesta és una xifra notable, que, segons les nostres estimacions d'execució dels fons pressupostats, permetrà assolir, el 2022, nivells d'inversió en intangibles que, sense l'NGEU, no s'assolirien, com a mínim, fins a l'any 2026.

Clàudia Canals i Oriol Carreras

5. Vegeu la publicació Agenda Digital 2025 aquí. El Govern preveu atreure 50.000 milions d'euros d'inversió privada, però estima que 24.000 seran destinats a desenvolupar el Pla de Connectivitat i el Pla 5G. En tractar-se d'inversió en tangibles, excloem aquesta quantitat del càlcul.

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:

Democràcies en temps de pandèmia

La pandèmia està impactant de manera intensa sobre moltes dimensions de la nostra societat, i ciutadans i empreses han elevat l'exigència perquè els seus governs donin la talla i adoptin mesures eficaces. Els nostres sistemes polítics estan en condicions d'estar a l'altura?

Tot el que sempre va voler saber sobre el Pla de Recuperació europeu i mai es va atrevir a preguntar: l'emissió de deute de la UE

Amb el Next Generation EU, la UE emetrà deute en quantitats molt significatives. Com d'important serà per als mercats financers? Qui la comprarà? Com es repagarà? Quin impacte tindrà en els tipus d'interès sobirans?

Monitor COVID-19

Visita el nostre monitor setmanal de la situació de la pandèmia, amb un seguiment de la incidència de les infeccions, la pressió hospitalària i l'evolució de la vacunació a Espanya i les principals economies internacionals.

Com ha afectat la COVID-19 la desigualtat?

Analitzem l'evolució de la desigualtat i el paper de l'estat del benestar en temps real, a partir de dades internes de CaixaBank i l'aplicació de tècniques de *big data*. Visualitza-ho i descarrega't les dades a: https://inequality-tracker.caixabankresearch.com/

Primeres matèries: el ressorgir d'un mercat enmig de la recessió global

Per què s'han encarit les primeres matèries si l'economia mundial està travessant una crisi profunda arran de la pandèmia? La resposta la trobem en una combinació de factors de demanda i oferta, i d'elements financers.

Informe sectorial immobiliari 1S 2021

Com trampeja el mercat immobiliari espanyol la crisi de la COVID-19? Quines són les seves perspectives per al 2021? Ho analitzem juntament amb les implicacions que els fons de recuperació europeus (NGEU) poden tenir per al sector.

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., 2021
© Banco BPI, 2021

Disseny i producció: www.cegeglobal.com
Dipòsit Legal: B. 610-1980 ISSN: 1134-1955

CaixaBank Research

ELEMENTAL CHLORINE FREE GUARANTEED

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