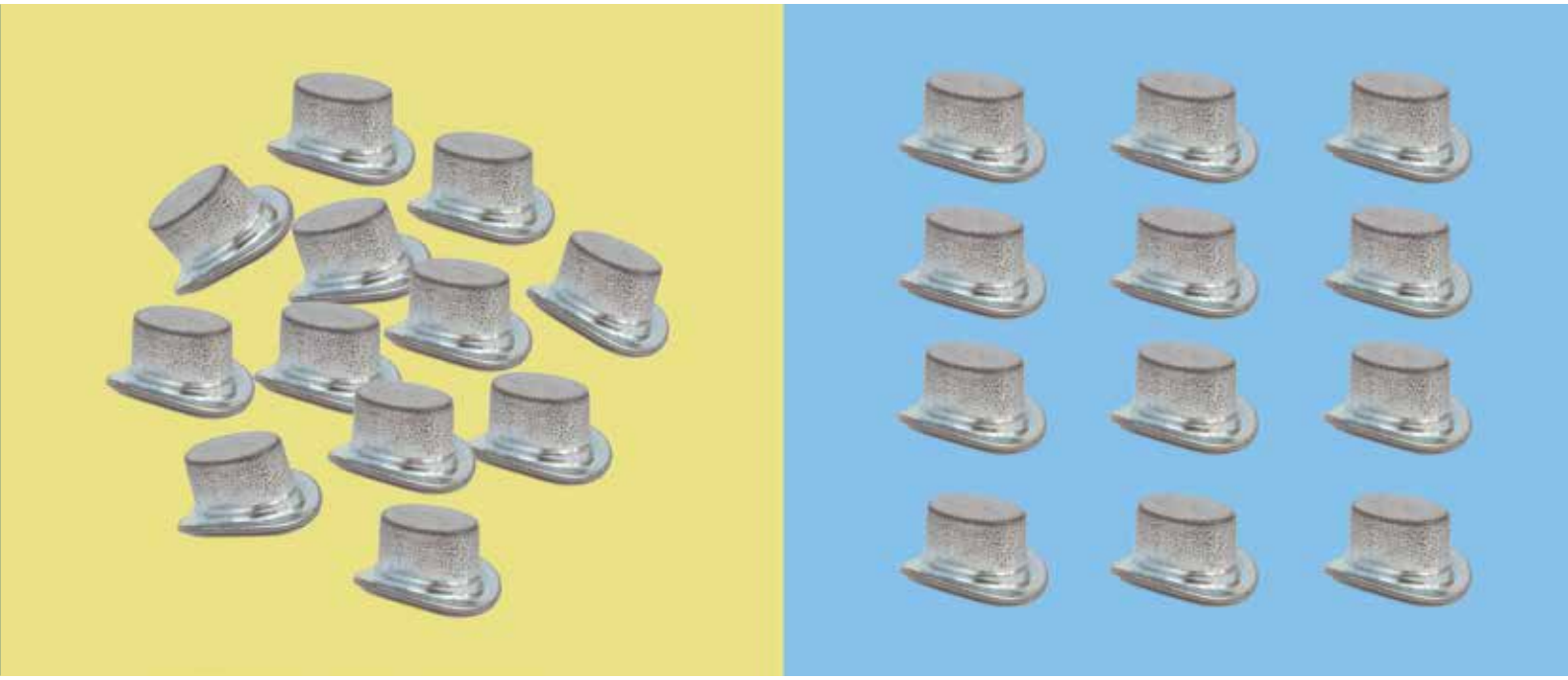
IM07

INFORME MENSUAL
NÚMERO 447 | JULIOL-AGOST 2020



ENTORN ECONÒMIC I FINANCER

MERCATS FINANCERS

ECONOMIA INTERNACIONAL
Estalvis i COVID-19: fins on arribarà la febre estalviadora dels europeus?

ECONOMIA ESPANYOLA
Rastrejant el consum privat durant la crisi de la COVID-19

ECONOMIA PORTUGUESA

DOSSIER: CAPITALISME(S): CAP A UNA NOVA ETAPA

Capitalisme: crisi?, quina crisi?

Capitalisme, en la varietat hi ha el gust

Les promeses de les varietats del capitalisme, o sobre la impossibilitat de tenir-ho tot

Capitalisme(s) per al món del demà

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Juliol-Agost 2020

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:
30 de juny de 2020

ÍNDEX

1 EDITORIAL

3 LES CLAUS DEL MES

4 PREVISIONS

7 MERCATS FINANCERS

10 ECONOMIA INTERNACIONAL

13 *Estalvis i COVID-19: fins on arribarà la febre estalviadora dels europeus?*
Javier Garcia-Arenas (amb l'assistència tècnica de Pablo Pastor y Camarasa)

17 ECONOMIA ESPANYOLA

19 *Rastrejant el consum privat durant la crisi de la COVID-19*
Oriol Carreras

22 *Què podem esperar dels ERTO i dels programes similars? Una mirada europea*
Javier Garcia-Arenas

25 ECONOMIA PORTUGUESA

28 DOSSIER: CAPITALISME(S): CAP A UNA NOVA ETAPA

28 *Capitalisme: crisi?, quina crisi?*
Álvaro Leandro i Àlex Ruiz

30 *Capitalisme, en la varietat hi ha el gust*
Álvaro Leandro i Àlex Ruiz

32 *Les promeses de les varietats del capitalisme, o sobre la impossibilitat de tenir-ho tot*
Álvaro Leandro i Àlex Ruiz

35 *Capitalisme(s) per al món del demà*
Álvaro Leandro i Àlex Ruiz

Cinc prioritats per impulsar la recuperació

El desconfinament ha comportat un rebot generalitzat dels indicadors d'activitat. L'important ara és mantenir-nos en aquesta senda i donar força i continuïtat a la recuperació. Sens dubte, el desafiament és enorme –el xoc que han representat els gairebé dos mesos de confinament estricte ha estat tremend i encara haurem de conviure amb el virus sense vacuna i sense un tractament efectiu–, però també és cert que hi ha un camí per mitigar els efectes de la crisi i per intentar superar-la com més aviat millor. Aquest camí passa per cinc àmbits prioritaris entrellaçats: controlar el virus, estimular la demanda a curt termini, millorar el potencial de creixement econòmic, pensar en la sostenibilitat fiscal a mitjà termini i impulsar el projecte europeu.

La prioritat número u continua sent la contenció del virus. Ja que haurem de viure amb ell, hauríem d'intentar fer-ho de la forma més harmònica possible. Evitar una propagació descontrolada, que ens obligaria a confinar-nos de nou, i minimitzar els costos en termes d'activitat social i econòmica són dos objectius que han d'anar plegats. És una responsabilitat compartida. A escala individual, mitjançant la higiene de mans, el manteniment de la distància de seguretat i l'ús de mascareta. Des de les empreses, garantint un entorn segur per als treballadors i per als clients. I, per part de les autoritats sanitàries, detectant de manera precoç els casos de contagi, fent un seguiment dels contactes i promovent l'aïllament o la quarantena dels afectats. Avui dia, el millor que es pot fer és invertir en capacitat per detectar i per contenir els possibles rebrots.

A curt termini, l'estímul de la demanda també és un ingredient essencial, no solament per donar suport a l'activitat, sinó per preservar la cohesió social. Les mesures que, ara com ara, estan ajudant a sostenir el consum i a salvaguardar el teixit productiu, com els subsidis a la regulació temporal d'ocupació, els avals per a crèdits o les moratòries creditícies, s'han d'anar concentrant en els col·lectius i en els sectors més afectats, mentre que els incentius a la inversió i a les compres de béns duradors han de guanyar pes. Té sentit, per exemple, donar suport a la renovació del parc automobilístic o a l'adquisició o a la rehabilitació d'habitatges per aprofitar la capacitat d'arrossegament d'aquests sectors i per contrarestar l'efecte que la incertesa pot tenir sobre aquestes grans decisions de despesa. És un bon moment, també, per donar suport a la inversió empresarial vinculada a la transició energètica i a la transformació digital. Aprofitem la necessitat d'estimular l'economia per promoure inversions necessàries i rendibles.

Aquestes inversions no solament estimularien l'activitat a curt termini, sinó que també tindrien la capacitat de millorar la competitivitat i, per tant, el potencial de creixement econòmic a mitjà termini, la qual cosa es relaciona amb el tercer àmbit de prioritats esmentat més amunt. A més d'inversions, són necessàries reformes que impulsin un augment de la productivitat. Reformes, per exemple, que ajudin a reduir la dualitat del mercat de treball, que impulsin la formació professional, que millorin els serveis públics d'ocupació, que modernitzin l'administració de justícia o que fomentin el creixement de les empreses. Aquest últim punt mereix ser subratllat: Espanya necessita que les pimes vulguin ser grans empreses i, per aquest motiu, no se les pot penalitzar si creixen, tal com succeeix ara.

No hi ha dubte que la situació que vivim, i les polítiques d'estímul fiscal, dispararan el dèficit públic i el deute. Aquesta és l'actuació responsable, quelcom que ara toca fer. Però també és veritat que serà necessari emmarcar aquestes actuacions dins un pla a mitjà termini que garanteixi la sostenibilitat dels comptes públics. Això és clau per retenir la confiança dels compradors del deute públic i per recuperar un marge de maniobra fiscal que serà necessari el dia que arribi una nova crisi. Serà necessari revisar el sistema tributari i fer-lo més eficient, sobretot simplificant-lo, però també hi ha un ampli marge per reduir l'economia submergida i l'evasió fiscal i per millorar l'eficiència de la despesa pública. Malgrat que pot ser necessària una pujada transitòria de determinats impostos, seria preferible esperar que la recuperació estigui ben encarrilada, potser cap a la meitat de l'any vinent, abans de dur-la a terme.

Finalment, la situació que vivim requereix impulsar el projecte europeu i, en particular, les institucions d'estabilització fiscal necessàries per contrarestar grans xocs com l'actual. El pla de recuperació proposat per la Comissió Europea és un gran pas en aquesta direcció, i esperem que es pugui concretar aquest mes de juliol. Per tirar-lo endavant, pot ser necessari vincular els desemborsaments a una certa condicionalitat, quelcom que ningú hauria de témer ni tampoc d'estigmatitzar. Al capdavall, aquesta condicionalitat, si està ben definida, hauria de servir per reduir les vulnerabilitats dels diferents països, per potenciar-ne la capacitat de creixement i per promoure la cohesió social, tres principis als quals ningú pot renunciar.

Enric Fernández
Economista en cap
30 de juny de 2020

Cronologia

MARÇ 2020

3 La Fed redueix els tipus d'interès de referència en 50 p. b., fins a l'interval 1,00%-1,25%.
11 L'Organització Mundial de la Salut declara la pandèmia per la COVID-19.
12 El BCE augmenta les compres d'actius del 2020 en 120.000 milions d'euros, millora l'atractiu de les TLTRO-III, introdueix operacions de liquiditat pont (LTRO fins al juny) i flexibilitza els requisits reguladors.
14 El Govern d'Espanya implementa l'estat d'alarma.
15 La Fed redueix els tipus d'interès de referència en 100 p. b., fins a l'interval 0,00%-0,25%, i llança una bateria de mesures (compres de *treasuries* i d'MBS de 500.000 i de 200.000 milions de dòlars, retallada en 150 p. b. del tipus de la finestreta de descompte i eliminació dels requeriments mínims de reserves).
18 El BCE llança un programa de compres contra la COVID-19 (PEPP), dotat amb 750.000 milions d'euros. No està subjecte a límits d'emissor/emissió, permet desviacions temporals de la clau de capital i actius amb un ventall de venciments més ampli.
El Govern d'Espanya aprova mesures urgents extraordinàries per afrontar l'impacte de la COVID-19.
23 La Fed anuncia que les compres de *treasuries* i d'MBS seran il·limitades i llança altres programes de compres (deute corporatiu, pagarés, actius amb el suport del crèdit al consum, etc.).

JUNY 2020

4 El BCE amplia la dotació del programa de compres contra la COVID-19 (PEPP) en 600.000 milions d'euros (fins als 1,35 bilions), n'allarga la durada fins a mitjan 2021 i anuncia un programa de reinversions per al PEPP fins al final del 2022.
21 El Govern d'Espanya finalitza l'estat d'alarma.

MAIG 2020

5 El Tribunal Constitucional d'Alemanya dictamina que el PSPP (programa de compres de deute públic que el BCE ha implementat des del 2015) no té en compte degudament el principi de proporcionalitat i demana una anàlisi dels seus costos i beneficis abans de tres mesos.
27 La Comissió Europea proposa un pla de recuperació en què destaca un fons de 750.000 milions d'euros finançat amb emissió de deute per part de la Comissió mateixa i en què 500.000 euros es distribuirien entre els països de la UE en forma de transferències (no reemborsables).

ABRIL 2020

9 L'Eurogrup acorda un paquet de 540.000 milions d'euros en forma de préstecs per ajudar a combatre la COVID-19.
12 L'OPEP i els seus aliats assoleixen un nou acord de retallades de la producció de cru fins al començament del 2022.
30 El BCE reforça l'abundància de liquiditat amb millores en les TLTRO-III i amb el llançament d'injeccions extraordinàries contra la pandèmia (PELTRO).

Agenda

JULIOL 2020

1 Portugal: ocupació i atur (maig).
2 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (juny).
9 Portugal: estadística conjuntural de la inversió (1S).
10 Portugal: comerç internacional (maig).
15 Espanya: comptes financers (1T).
Portugal: activitat turística (maig).
16 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
17 Portugal: indicador coincident d'activitat (juny).
Portugal: *rating* Moody's.
22 Espanya: crèdits, dipòsits i taxa de morositat (maig).
28 Espanya: enquesta de població activa (2T).
28-29 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
30 Espanya: avanç de l'IPC (juliol).
Espanya: execució pressupostària de l'Estat (juny).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (juliol).
EUA: PIB (2T).
31 Espanya: avanç del PIB (2T).
Zona de l'euro: PIB (2T).

AGOST 2020

4 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (juliol).
5 Portugal: ocupació (2T).
6 Portugal: taxa de morositat (1T).
7 Espanya: producció industrial (juny).
10 Portugal: xifra de negocis a la indústria i als serveis (juny).
14 Portugal: avanç del PIB (2T).
Portugal: activitat turística (juny).
17 Japó: PIB (2T).
21 Espanya: comerç exterior (juny).
Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (juny).
28 Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (agost).
31 Espanya: avanç de l'IPC (agost).

Reactivació econòmica incompleta

Una vegada més, ens veiem obligats a ajustar de manera significativa l'escenari de previsions. No ho fem perquè la resposta de la política econòmica no estigui a l'altura de les circumstàncies. De fet, a la majoria de països, tant des del flanc monetari com fiscal, s'estan prenent mesures contundents, ràpides i efectives per esmorteir l'impacte de la crisi econòmica. I confiem que així continuarà sent en els propers trimestres. Durant l'últim mes, els principals bancs centrals s'han mantingut molt actius i han ajustat o han ampliat els paquets de mesures que han anat posant en marxa des de l'esclat de la crisi. En el flanc fiscal, les últimes notícies també són positives. Cada vegada sembla més probable que s'acabi aprovant el pla de recuperació proposat per la Comissió Europea. Seria una gran notícia, pel reforç de les mesures d'estímul de la demanda i de millora de la capacitat productiva que comportaria i per la millora de l'arquitectura institucional europea que podria representar a mitjà termini.

Els indicadors d'activitat econòmica que s'han anat publicant durant l'últim mes també han injectat una mica d'optimisme. Després d'uns mesos d'hibernació, a mesura que es relaxen les mesures de confinament i les restriccions a la mobilitat, comencem a observar un notable rebot de l'activitat a la majoria de països.

No obstant això, tot fa pensar que la caiguda del PIB del segon trimestre haurà estat superior a la que contemplava el nostre escenari de previsions. El rebot dels indicadors és pronunciat, però el punt de partida era molt baix, i la majoria d'indicadors es mantenen encara lluny dels nivells previs a la crisi. Les diferències entre països són notables, en funció de la duresa de les mesures de confinament aplicades, de l'afectació de la pandèmia, de l'estructura productiva i de la resposta de la política econòmica. Però la caiguda del PIB serà generalitzada i fortíssima. Històrica.

A més a més, quan mirem cap al futur, la incertesa continua sent molt elevada, en gran part perquè és molt difícil anticipar el comportament que tindrà el virus en els propers mesos. Avui dia, tot fa pensar que haurem de conviure amb ell durant un temps, però confiem que no haurem de recórrer a mesures extremes i generalitzades de confinament. Això hauria de permetre que, durant la segona meitat de l'any, es mantingui el rebot de l'activitat que ja comencen a dibuixar els indicadors més recents. No obstant això, la confiança no es podrà recuperar plenament fins que no deixem la pandèmia definitivament enrere.

Tot plegat ens empeny a treballar amb un escenari de previsions que contempla una caiguda de l'activitat molt pronunciada el 2020. A nivell global, esperem que la reculada del PIB superi el 4% enguany. A la zona de l'euro, molt condicionada per la forta caiguda que, probablement, experimentarà el PIB del segon trimestre, a causa de les severes mesures de confinament adoptades a la majoria de països, esperem que la reculada se situï al voltant del 10%. En canvi, als EUA, on les mesures de confinament han estat menys restrictives i les mesures de política econòmica han estat molt contundents, esperem un descens proper al 6%. Més enllà de les diferències en la caiguda del PIB el 2020, s'espera que la recuperació sigui gradual i que, a la majoria de països, no s'assoleixin els nivells previs a la crisi fins al final del 2022 o el 2023.

L'economia espanyola patirà de forma especial les severes mesures de confinament que el Govern va haver d'aplicar, de manera que la caiguda del PIB es podria apropar al 20% intertrimestral en el 2T 2020. A més a més, l'elevat pes del turisme, un sector especialment vulnerable a les restriccions a la mobilitat, farà que la recuperació sigui una mica més lenta. En concret, preveiem que el PIB reculerà entre el 13% i el 15% el 2020 i que la taxa d'atur s'aproparà al 20%. El 2021, esperem que la recuperació guanyi força i que el PIB creixi més del 10%, però, probablement, haurem d'esperar fins al 2023 per recuperar els nivells d'activitat previs a la crisi. Finalment, és previsible que l'esforç fiscal necessari per protegir el teixit productiu i les famílies comporti un deteriorament molt intens dels comptes públics: enguany, el dèficit públic s'acostarà, probablement, al 14% del PIB i el deute públic podria superar el 120%.

Fer previsions en un context tan incert és molt difícil. En funció de l'evolució de la pandèmia, la caiguda del PIB podria ser inferior enguany o la recuperació de l'any vinent podria ser una mica més ràpida. Les xifres poden acabar sent diferents. Però, desafortunadament, sembla poc probable que els qualificatius utilitzats per descriure l'escenari puguin canviar gaire.

Oriol Aspachs
Director d'Estudis

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

Mercats financers

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021
TIPUS D'INTERÈS							
Dólar							
Fed funds (límit superior)	3,43	0,48	1,50	2,50	1,75	0,25	0,25
Líbor 3 mesos	3,62	0,70	1,61	2,79	1,91	0,40	0,40
Líbor 12 mesos	3,86	1,20	2,05	3,08	1,97	0,80	0,90
Deute públic 2 anys	3,70	0,73	1,84	2,68	1,63	0,40	0,50
Deute públic 10 anys	4,70	2,61	2,41	2,83	1,86	0,95	1,10
Euro							
Depo BCE	2,05	0,40	–0,40	–0,40	–0,50	–0,50	–0,50
Refi BCE	3,05	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eonia	3,12	0,65	–0,34	–0,36	–0,46	–0,45	–0,45
Euríbor 1 mes	3,18	0,79	–0,37	–0,37	–0,45	–0,43	–0,43
Euríbor 3 mesos	3,24	0,98	–0,33	–0,31	–0,40	–0,40	–0,40
Euríbor 6 mesos	3,29	1,14	–0,27	–0,24	–0,34	–0,33	–0,33
Euríbor 12 mesos	3,40	1,34	–0,19	–0,13	–0,26	–0,25	–0,25
Alemanya							
Deute públic 2 anys	3,41	0,69	–0,69	–0,60	–0,63	–0,60	–0,50
Deute públic 10 anys	4,30	1,98	0,35	0,25	–0,27	–0,30	–0,15
Espanya							
Deute públic 3 anys	3,62	2,30	–0,04	–0,02	–0,36	0,09	0,21
Deute públic 5 anys	3,91	2,85	0,31	0,36	–0,09	0,28	0,37
Deute públic 10 anys	4,42	3,82	1,46	1,42	0,44	0,70	0,65
Prima de risc	11	184	110	117	71	100	80
Portugal							
Deute públic 3 anys	3,68	4,42	–0,05	–0,18	–0,34	0,22	0,32
Deute públic 5 anys	3,96	5,03	0,46	0,47	–0,12	0,48	0,53
Deute públic 10 anys	4,49	5,60	1,84	1,72	0,40	0,75	0,75
Prima de risc	19	362	149	147	67	105	90
TIPUS DE CANVI							
EUR/USD (dòlars per euro)	1,13	1,31	1,18	1,14	1,11	1,15	1,18
EUR/JPY (iens per euro)	129,50	126,36	133,70	127,89	121,40	123,25	126,26
USD/JPY (iens per dòlar)	115,34	97,50	113,02	112,38	109,25	107,18	107,00
EUR/GBP (lliures per euro)	0,66	0,83	0,88	0,90	0,85	0,91	0,91
USD/GBP (lliures per dòlar)	0,59	0,63	0,75	0,79	0,76	0,79	0,77
PETROLI							
Brent ($/barril)	42,3	85,6	64,1	57,7	65,2	42,0	55,0
Brent (euros/barril)	36,4	64,8	54,2	50,7	58,6	36,5	46,6

Previsions

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

Economia internacional

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021
CREIXEMENT DEL PIB							
Mundial	4,5	3,4	3,9	3,6	2,9	–4,2	6,1
Països desenvolupats	*2,7*	*1,2*	*2,5*	*2,2*	*1,7*	*–7,6*	*6,3*
Estats Units	2,7	1,4	2,4	2,9	2,3	–6,1	5,1
Zona de l'euro	2,2	0,4	2,7	1,9	1,2	–10,4	8,4
Alemanya	1,6	1,1	2,8	1,6	0,6	–7,3	5,9
França	2,2	0,6	2,4	1,7	1,2	–12,9	9,6
Itàlia	1,5	–0,7	1,8	0,7	0,3	–14,0	10,0
Portugal	1,5	–0,3	3,5	2,6	2,2	–12,0	8,2
Espanya	3,7	0,0	2,9	2,4	2,0	–14,0	10,5
Japó	1,5	0,4	2,2	0,3	0,7	–6,9	3,3
Regne Unit	2,9	1,1	1,9	1,3	1,4	–12,0	8,0
Països emergents i en desenvolupament	*6,5*	*5,2*	*4,8*	*4,5*	*3,7*	*–2,1*	*6,0*
Xina	10,5	8,4	6,9	6,6	6,1	1,0	9,3
Índia	9,7	6,9	6,6	6,8	4,9	–4,5	5,0
Indonèsia	5,5	5,7	5,1	5,2	5,0	–1,0	4,0
Brasil	3,6	1,7	1,3	1,3	1,1	–4,5	1,9
Mèxic	2,4	2,0	2,1	2,2	–0,3	–8,5	2,6
Xile	5,0	3,3	1,2	4,0	1,1	–4,7	3,5
Rússia	7,2	0,9	1,8	2,5	1,3	–6,3	2,5
Turquia	5,4	4,8	7,5	2,8	0,9	–5,3	3,3
Polònia	4,0	3,2	4,9	5,2	4,1	–4,6	4,2
Sud-àfrica	4,4	1,8	1,4	0,8	0,2	–5,4	0,4
INFLACIÓ							
Mundial	4,2	3,8	3,2	3,6	3,6	2,8	3,5
Països desenvolupats	*2,1*	*1,5*	*1,7*	*2,0*	*1,4*	*0,7*	*1,7*
Estats Units	2,8	1,6	2,1	2,4	1,8	0,7	1,9
Zona de l'euro	2,1	1,4	1,5	1,8	1,2	0,9	1,8
Alemanya	1,7	1,3	1,7	1,9	1,4	1,0	1,9
França	1,8	1,2	1,2	2,1	1,3	1,1	1,9
Itàlia	1,9	1,5	1,3	1,2	0,6	0,5	1,6
Portugal	3,0	1,2	1,4	1,0	0,3	–0,5	1,1
Espanya	3,2	1,3	2,0	1,7	0,7	–0,5	1,5
Japó	–0,3	0,3	0,5	1,0	0,5	–0,1	0,5
Regne Unit	1,9	2,3	2,7	2,5	1,8	1,4	2,2
Països emergents	*6,7*	*5,8*	*4,3*	*4,8*	*5,0*	*4,2*	*4,6*
Xina	1,7	2,6	1,6	2,1	2,9	2,4	2,6
Índia	4,5	8,5	3,3	3,9	3,7	2,5	3,5
Indonèsia	8,4	5,7	3,8	3,3	2,8	2,0	4,4
Brasil	7,3	6,4	3,5	3,7	3,7	3,0	3,5
Mèxic	5,2	3,9	6,0	4,9	3,6	2,0	2,5
Xile	3,1	3,5	2,2	2,7	2,3	2,9	3,1
Rússia	14,2	9,3	3,7	2,9	4,5	2,6	3,3
Turquia	27,2	8,1	11,1	16,2	15,5	8,5	9,8
Polònia	3,5	2,1	1,6	1,2	2,1	2,8	2,7
Sud-àfrica	5,3	6,2	5,3	4,6	4,1	3,9	4,2

Previsions

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

Economia espanyola

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021
Agregats macroeconòmics							
Consum de les llars	3,6	–0,6	3,0	1,8	1,1	–12,7	8,5
Consum de les AP	5,0	0,8	1,0	1,9	2,3	5,2	2,4
Formació bruta de capital fix	5,6	–3,8	5,9	5,3	1,8	–31,1	25,5
Béns d'equipament	4,9	–1,6	8,5	5,7	2,6	–32,2	25,5
Construcció	5,7	–6,5	5,9	6,6	0,8	–32,5	25,6
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,5	–1,2	3,1	2,6	1,5	–12,5	9,7
Exportació de béns i serveis	4,7	2,8	5,6	2,2	2,6	–24,0	17,6
Importació de béns i serveis	7,0	–1,1	6,6	3,3	1,2	–21,2	15,6
Producte interior brut	**3,7**	**0,0**	**2,9**	**2,4**	**2,0**	**–14,0**	**10,5**
Altres variables							
Ocupació	3,2	–1,5	2,8	2,5	2,3	–6,4	0,8
Taxa d'atur (% pobl. activa)	10,5	20,8	17,2	15,3	14,1	19,3	19,5
Índex de preus de consum	3,2	1,3	2,0	1,7	0,7	–0,5	1,5
Costos laborals unitaris	3,0	0,1	0,7	1,2	2,3	10,5	–7,9
Saldo op. corrents (% PIB)	–5,9	–1,1	2,7	1,9	2,0	1,6	2,1
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	–5,2	–0,7	2,9	2,4	2,4	1,8	2,3
Saldo públic (% PIB) [1]	0,4	–7,1	–3,0	–2,5	–2,8	–13,6	–7,6

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

Previsions

Economia portuguesa

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021
Agregats macroeconòmics							
Consum de les llars	1,7	–0,2	2,1	2,9	2,2	–10,6	9,2
Consum de les AP	2,3	–0,7	0,2	0,9	1,1	3,8	–1,6
Formació bruta de capital fix	–0,3	–3,5	11,5	5,8	6,6	–25,7	9,7
Béns d'equipament	1,2	–0,1	12,5	7,5	3,6		
Construcció	–1,5	–6,2	12,2	4,6	9,0		
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	–1,0	3,3	3,1	2,8	–11,2	7,5
Exportació de béns i serveis	5,2	3,5	8,4	4,5	3,7	–33,7	51,1
Importació de béns i serveis	3,6	1,6	8,1	5,8	5,3	–32,4	46,0
Producte interior brut	**1,5**	**–0,3**	**3,5**	**2,6**	**2,2**	**–12,0**	**8,2**
Altres variables							
Ocupació	0,4	–1,1	3,3	2,3	1,0	–6,4	1,4
Taxa d'atur (% pobl. activa)	6,1	12,2	8,9	7,0	6,5	11,6	10,5
Índex de preus de consum	3,0	1,2	1,4	1,0	0,3	–0,5	1,1
Saldo op. corrents (% PIB)	–9,2	–4,1	1,2	0,4	–0,1	–0,3	–0,1
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	–7,7	–2,7	2,1	1,4	0,9	0,8	1,0
Saldo públic (% PIB)	–4,6	–6,4	–3,0	–0,4	0,2	–11,8	–6,2

Previsions

Malgrat els dubtes, els mercats financers es continuen recuperant

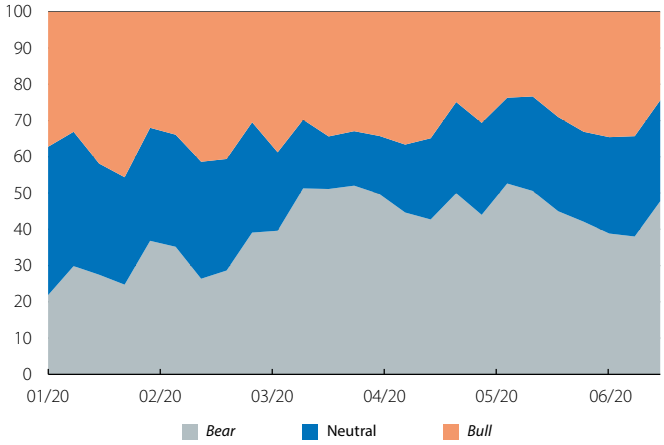
Els inversors es debaten entre rebot o rebrot. Enrere queden les setmanes de març durant les quals la paralització de la majoria de les economies mundials per la COVID-19 i unes grans dosis d'incertesa entre els inversors van generar el major enfonsament dels mercats financers en diverses dècades. De llavors ençà, els potents estímuls monetaris i fiscals dels bancs centrals i dels governs i la reducció gradual de les mesures de distanciament social han alimentat de manera progressiva l'ànim dels inversors i han afavorit la revaloració dels actius de risc, com les borses, el deute corporatiu de grau especulatiu i les primeres matèries. No obstant això, després d'aquestes fases d'estabilització i de restabliment del sentiment, en les últimes setmanes, els inversors s'han mostrat més cautelosos. Al juny, els mercats també han mantingut un to positiu, però l'apetència pel risc ja ha mostrat una mica més de contenció, ja que les dades econòmiques han anat confirmant que la caiguda de l'activitat en els últims mesos ha estat molt abrupta i les projeccions continuen palesant que la recuperació de l'economia serà gradual i estarà condicionada per possibles nous rebrots (de fet, al juny, ja s'han viscut algunes sessions de volatilitat financera per l'increment dels contagis, en especial als EUA i a l'Amèrica Llatina).

Les borses avancen en un escenari incert. Des de les intenses cessions de les borses al març, la renda variable ha experimentat una revaloració contundent a nivell global (l'índex MSCI global registra una alça del 35%), malgrat que, en el còmput anual, es continuen registrant pèrdues. La recuperació dels índexs borsaris s'ha produït de manera desigual entre regions, a causa, principalment, de la composició sectorial de cada índex i del diferent recorregut que oferien les seves ràtios de valoració. No obstant això, entre els aspectes comuns que han donat suport als guanys, cal esmentar la millora de les expectatives econòmiques i l'ampli ventall d'estímuls fiscals i monetaris. L'exemple més representatiu es troba a les borses nord-americanes i europees, on les respostes contundents de la Fed i del BCE i la proposta del Fons de Recuperació de la UE van afavorir, al juny, l'apetència pel risc dels inversors (Eurostoxx 50, +6,0%; S&P 500, +1,8%, i Nasdaq, +6,0%). No obstant això, aquest dinamisme en les cotitzacions no va estar exempt de volatilitat. Van ser diverses les sessions en què l'augment dels contagis de la COVID-19 i la cautela de les institucions sobre el ritme de recuperació de l'economia van arrossegar els índexs borsaris a la baixa.

El preu del cru s'allunya dels mínims. Un altre actiu que va evolucionar de forma molt similar és el petroli. Al juny, el preu del barril de Brent va continuar pujant i va arribar a superar els 43 dòlars, nivell no vist des del començament del març. Aquesta escalada va ser deguda a l'acceleració gradual de la demanda de carburants (vinculada a la restauració de l'activitat a la majoria de països i a la millora del sentiment dels inversors) i a la continuïtat del descens de l'oferta de l'OPEP i dels seus aliats. Precisament, aquest factor va guanyar pes després de l'extensió de l'acord de retallades en la producció de 9,7 milions de barrils

EUA: sentiment del mercat

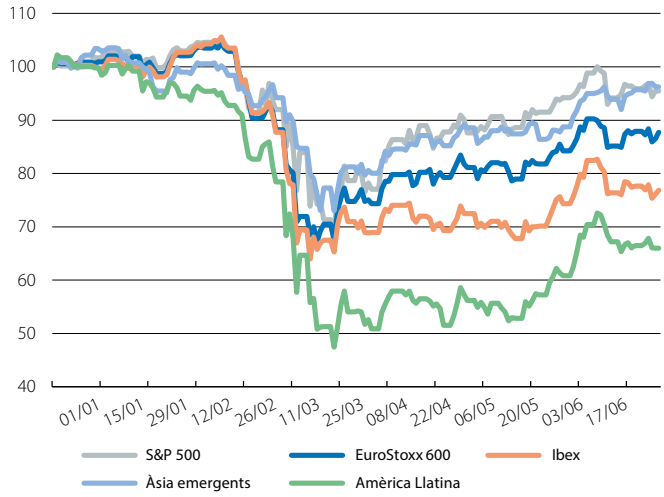
(%)



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.*

Principals borses internacionals

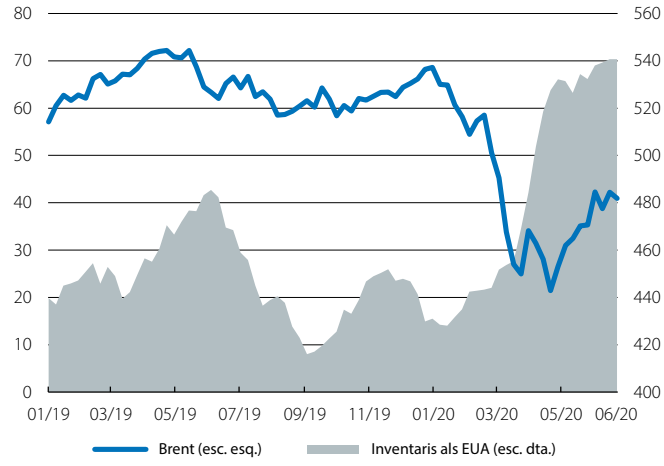
Índex (100 = gener 2020)



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

Petroli: preu del barril de Brent i inventaris de cru als EUA

(Dòlars per barril) *(Milions de barrils)*



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

diaris fins al final de juliol (inicialment, estava previst que es comencessin a relaxar al començament de juliol) i d'un posicionament més contundent del càrtel contra l'incompliment de les quotes de producció dels seus membres. Per la seva banda, el preu del barril de WTI (West Texas Intermediate, el cru de referència als EUA, que, en els mesos anteriors, va arribar a cotitzar de forma puntual preus negatius) també es va veure afavorit per la interrupció de l'activitat de diversos pous d'extracció de *shale* i va pujar fins als 38 dòlars.

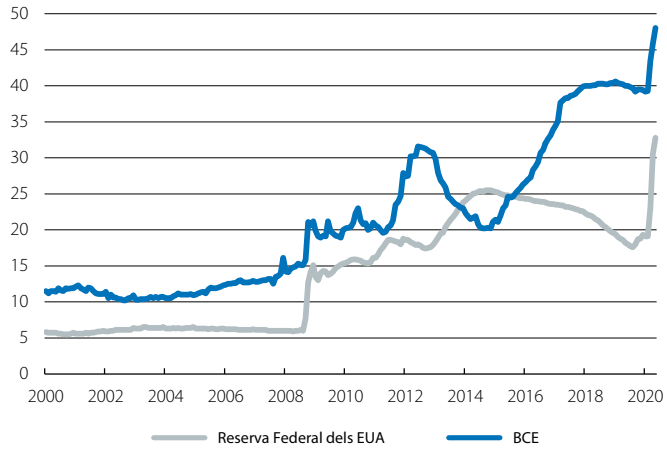
El BCE redobla els esforços per combatre la COVID-19. En l'última reunió del juny, l'entitat va presentar una visió més pessimista de l'escenari econòmic (estima que el PIB de la zona de l'euro caurà gairebé el 9% el 2020, tot i que també considera un escenari més sever, en què podria arribar a caure el 12,6%), malgrat les mostres d'incipient recuperació d'alguns indicadors d'activitat. Per aquest motiu, i amb la finalitat d'intentar relaxar les tensions financeres i econòmiques que es puguin derivar d'un escenari tan incert, el BCE va anunciar importants mesures: i) l'augment del programa de compres d'actius per la pandèmia (l'anomenat PEPP) en 600.000 milions d'euros, que se sumaran als 750.000 anunciats al març; ii) l'extensió de la durada del PEPP, com a mínim, fins al juny del 2021, i iii) la reinversió del principal dels venciments del PEPP fins al final del 2022. Aquestes mesures es van sumar a altres programes de compres d'actius ja existents i a la continuïtat dels tipus d'interès oficials en mínims històrics. Així mateix, les injeccions de liquiditat van assolir un màxim històric al juny, amb una demanda de la TLTRO del juny que es va enfilar fins als 1,3 bilions d'euros (un increment net de la liquiditat de 548.000 milions d'euros un cop descomptada la part corresponent al refinançament de les operacions anteriors).

Els altres grans bancs centrals també amplien les mesures acomodatícies. Igual que el BCE, altres bancs centrals van adoptar noves mesures per afrontar l'escenari econòmic advers provocat per la pandèmia. D'una banda, la Fed va facilitar l'accés a alguns dels programes destinats a donar suport al crèdit a les empreses i va deixar entreveure la possibilitat de controlar la corba de tipus sobirans mitjançant la seva participació al mercat de *treasuries*, com ja fa el Banc del Japó. De l'altra, el Banc d'Anglaterra va incrementar en 100.000 milions de lliures (fins als 745.000 milions) el total de deute sobirà que pretén adquirir fins al final d'enguany. Igualment, a les economies emergents, el banc central de la Xina va reduir el tipus *repo* fins al 2,35% i, al Brasil, els tipus oficials van assolir nous mínims històrics (el 2,25%).

Els tipus d'interès de la perifèria de la zona de l'euro continuen cedint. Al juny, les actuacions del BCE a través del PEPP i de la quarta subhasta de TLTRO van continuar afavorint el descens dels tipus d'interès a llarg termini del deute de la perifèria fins als nivells previs a la propagació de la COVID-19. En aquest sentit, també van ajudar l'optimisme dels inversors sobre el fons de reconstrucció de la UE i la confirmació del *rating* d'Espanya per Fitch (en A–). Per la seva banda, les corbes del deute amb un risc més baix, com el dels EUA i el d'Alemanya, es van mantenir relativament estables davant l'augment de la incertesa sobre l'escenari econòmic en la recta final del mes. En aquest context, el dòlar nord-americà es va afeblir enfront de la majoria de les divises avançades i l'euro es va situar per damunt dels 1,12 dòlars.

Balanç dels bancs centrals com a percentatge del PIB

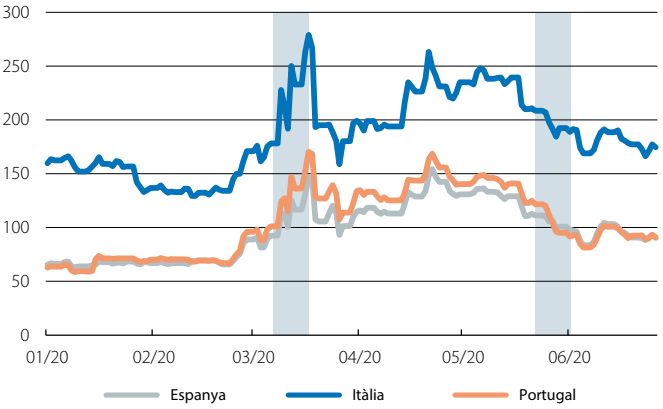
(%)



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

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

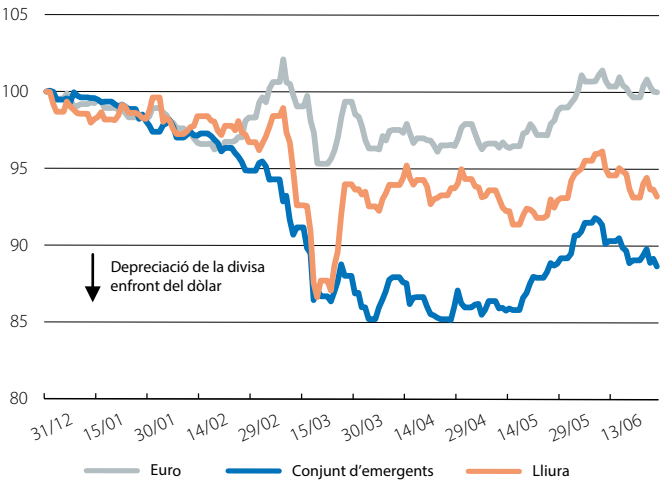
(p. b.)



Nota: *Les zones ombrejades indiquen, d'esquerra a dreta, la propagació de la COVID-19 al març i la proposta del Fons de Reconstrucció de la UE al maig.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Divises internacionals enfront del dòlar

Índex (100 = gener 2020)



Font: *Caixa Bank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Tipus d'interès (%)

	30-juny	31-maig	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	**–0,42**	–0,31	–12	–3,9	–7,6
Euríbor 12 mesos	**–0,23**	–0,09	–14	2,4	–0,8
Deute públic a 1 any (Alemanya)	**–0,55**	–0,57	2	9,0	12,4
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	**–0,69**	–0,66	–3	–8,6	7,0
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	**–0,45**	–0,45	–1	–26,9	–9,7
Deute públic a 10 anys (Espanya)	**0,47**	0,56	–10	–0,1	13,1
Deute públic a 10 anys (Portugal)	**0,48**	0,50	–3	3,4	6,3
EUA					
Fed funds (límit superior)	**0,25**	0,25	0	–150,0	–225,0
Líbor 3 mesos	**0,30**	0,34	–5	–161,2	–203,6
Líbor 12 mesos	**0,56**	0,67	–12	–144,0	–164,6
Deute públic a 1 any	**0,15**	0,16	–1	–141,6	–178,1
Deute públic a 2 anys	**0,15**	0,16	–1	–142,1	–163,9
Deute públic a 10 anys	**0,66**	0,65	0	–126,1	–136,8

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

	30-juny	31-maig	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2020 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	**67**	72	–5	23,0	16,1
Itraxx Financer Sènior	**80**	85	–6	27,9	17,5
Itraxx Financer Subordinat	**167**	181	–14	53,1	39,1

Tipus de canvi

	30-juny	31-maig	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2020 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	**1,123**	1,110	1,2	0,2	–0,5
EUR/JPY (iens per euro)	**121,240**	119,770	1,2	–0,4	–0,9
EUR/GBP (lliures per euro)	**0,906**	0,899	0,7	7,1	1,5
USD/JPY (iens per dòlar)	**107,930**	107,830	0,1	–0,6	–0,5

Primeres matèries

	30-juny	31-maig	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2020 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	**360,1**	367,1	–1,9	–10,3	–11,3
Brent ($/barril)	**41,2**	35,3	16,5	–37,7	–36,8
Or ($/unça)	**1.781,0**	1.730,3	2,9	17,4	28,7

Renda variable

	30-juny	31-maig	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2020 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	**3.100,3**	3.044,3	1,8	–4,0	4,6
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	**3.234,1**	3.050,2	6,0	–13,6	–7,5
Ibex 35 (Espanya)	**7.231,4**	7.096,5	1,9	–24,3	–21,9
PSI 20 (Portugal)	**4.390,3**	4.330,7	1,4	–15,8	–15,4
Nikkei 225 (Japó)	**22.288,1**	21.877,9	1,9	–5,8	2,6
MSCI emergents	**995,1**	930,4	7,0	–10,7	–6,5

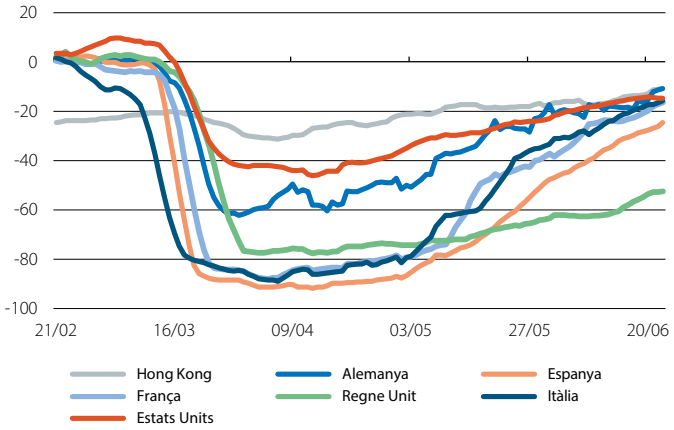
Un petit pas endavant i un altre enrere: l'economia mundial en fase de desescalada, però l'ombra de la COVID-19 és allargada

Un segon trimestre infaust amb algunes escletxes de llum al final. Les principals economies han millorat les dades macroeconòmiques al maig i al juny, a mesura que s'ha relaxat una bona part de les mesures de confinament, després de l'inusitat enfonsament del mes d'abril. No obstant això, l'economia partia, al maig, d'un nivell tan baix que aquesta progressió només servirà per mitigar lleugerament unes caigudes del PIB que es preveu que siguin històriques i generalitzades en el 2T (amb l'excepció de la Xina). Així, els indicadors d'activitat apunten a caigudes del PIB del 2T a la zona de l'euro i als EUA al voltant del 20% i del 10%, respectivament. La recuperació serà gradual però incompleta fins al final d'enguany, ja que serà necessari anar modulant de manera recurrent el grau de severitat de les mesures de distanciament –que difícilment desapareixeran– en funció dels rebrots de la SARS-CoV-2 que es vagin produint. La reimplantació recent d'algunes mesures de contenció força restrictives a l'àrea metropolitana de Lisboa o a Texas arran dels rebrots és un exemple il·lustratiu d'aquesta nova realitat. En general, les mesures no es podran aixecar completament fins que no es descobreixi una vacuna o un tractament efectiu. Així, fins i tot si la resposta econòmica per contrarestar la pandèmia és prou enèrgica (com ho és per part del BCE i de la Fed), la incertesa sobre el virus continuarà condicionant la capacitat productiva de l'economia. Aquest diagnòstic és compartit per l'FMI, que, en l'actualització del juny, ha empitjorat el pronòstic per a l'economia mundial. El Fons prediu ara una caiguda del PIB global del 4,9% el 2020 (en relació amb el –3,0% de les previsions de primavera) i una recuperació més gradual el 2021 (el +5,4%, en relació amb el +5,8% anterior). Aquestes previsions són similars a les de CaixaBank, que, després d'una revisió a la baixa substancial de les economies europees, preveu ara una caiguda del PIB mundial del 4,2% i un repunt del 6,1% el 2021.

A Europa, les espases ben en alt per negociar el pla de recuperació. Les negociacions per aprovar aquest pla de recuperació presentat per la Comissió Europea al final de maig ja han començat. Recordem que la Comissió Europea va proposar un pla de recuperació que inclouria un fons d'uns 750.000 milions d'euros (el 5,4% del PIB de la UE), dels quals 500.000 milions d'euros es desemborsarien en forma de transferències i 250.000 euros, en forma de préstecs. Les negociacions seran àrdues, i es tracta d'un procés sinuós i amb diverses etapes: quan s'arribi a un acord polític entre els Estats membres, haurà de ser aprovat pel Parlament europeu i, finalment, pels parlaments estatals. El pla és relativament quantiós en termes macroeconòmics i és un primer pas molt encoratjador cap a una Europa federal de debò,

Mobilitat de la població prop de comerços

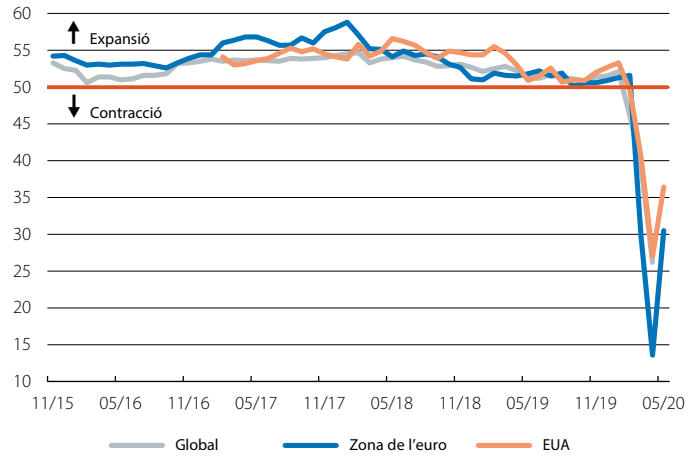
*Variació en relació amb el nivell base * (%)*



Notes: *Dades mitjanes de 7 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.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Google Mobility Report.*

PMI compost

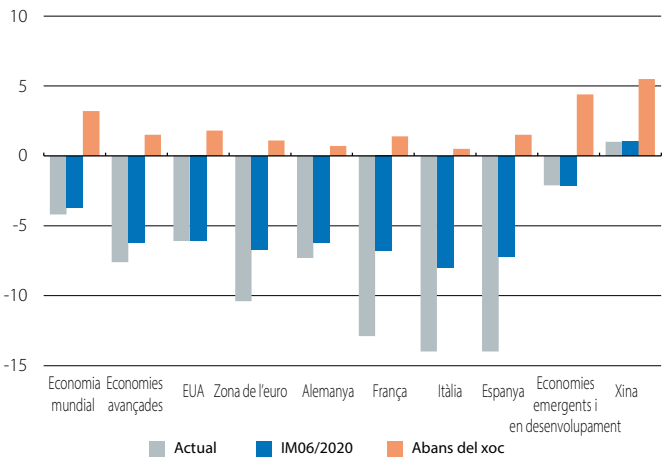
Nivell



Nota: *Les dades del maig per a la zona de l'euro i per als EUA corresponen al Flash PMI.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'IHS Markit.*

Previsions de creixement el 2020 de CaixaBank Research

(%)



Font: *CaixaBank Research.*

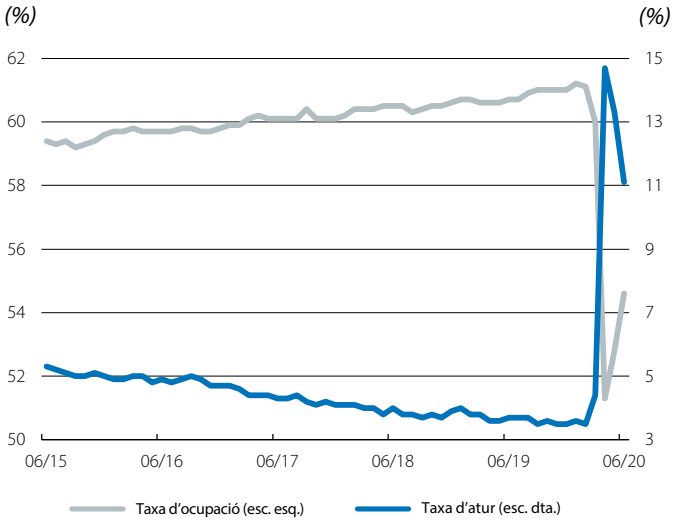
en especial si s'aproven nous impostos (verds, digitals...) a nivell europeu. Atesos els importants suports amb què compta (està molt inspirat en una proposta franco-alemanya), cal esperar que s'aprovi una versió raonablement semblant a aquesta proposta inicial, tot i que els dos grans cavalls de batalla seran la quantitat final de les transferències en relació amb els préstecs (podria patir modificacions) i el grau de condicionalitat per rebre els fons.

ECONOMIES AVANÇADES

Important revisió a la baixa de les perspectives macroeconòmiques de la zona de l'euro. Els indicadors d'activitat de la zona de l'euro en el 2T apunten a una caiguda intertrimestral del PIB en aquest trimestre al voltant del 20%. Això, juntament amb les perspectives d'una recuperació de l'economia gradual però incompleta durant la segona meitat de l'any, ens ha empès a fer una substancial revisió a la baixa del creixement (de 3,7 p. p.) de la zona de l'euro el 2020 fins al –10,4%. La revisió ha estat generalitzada per països: fins al –7,3% a Alemanya (abans el –6,2%), el –12,9% a França (abans el –6,8%) i fins al –14,0% a Itàlia (abans el –8,0%). Així, les economies amb menys marge fiscal i on la pandèmia ha estat més intensa, com Espanya i Itàlia, es veuran sensiblement més afectades que economies com la d'Alemanya (després de l'últim paquet fiscal, que inclou mesures com una baixada temporal de l'IVA o un límit en les cotitzacions socials, el conjunt de les ajudes directes anunciades ja representa una mica més del 13% del PIB). De cara al 2021, el rebot serà important però gradual, i la zona de l'euro difícilment recuperarà els nivells anteriors a la crisi abans del 2023. Malgrat aquest panorama poc pròsper, cal posar en valor que, arran del relaxament de les mesures de contenció del virus, l'activitat ha recuperat una mica d'embranzida. Sense anar més lluny, el PMI compost de la zona de l'euro va augmentar fins als 47,5 punts al juny després d'una recuperació parcial al maig (31,9). A més a més, la confiança del consumidor a la zona de l'euro també va millorar al juny per segon mes consecutiu: va augmentar des de –18,8 al maig fins a –14,7 al juny, un possible indici d'una recuperació del consum durant la segona meitat del trimestre.

Millora del mercat laboral nord-americà, tot i que la SARS-CoV-2 no dona treva. D'una banda, el PMI compost dels EUA es va situar al juny en els 46,8 punts, una millora en relació amb el maig (37,0), malgrat que es continua situant per sota dels 50 punts que delimiten la recessió de l'expansió. De l'altra, els indicadors del mercat laboral van ser positius al juny, amb la creació de 4,8 milions de llocs de treball, xifra que millora la ja esperançadora dada del maig (+2,5 milions de llocs). Així i tot, cal recordar que, al març i a l'abril, es van destruir 1,4 i 20,7 milions de llocs de treball, respectivament. Amb aquestes dades, la taxa d'atur va baixar fins a l'11,1% (–3,6 p. p. en relació amb l'abril). No obstant això, aquests brots verds es podrien marcir si el repunt de persones infectades per la COVID-19 al juny, especialment intens als estats del sud i de l'oest del país, obliga a endurir les mesures de contenció del virus.

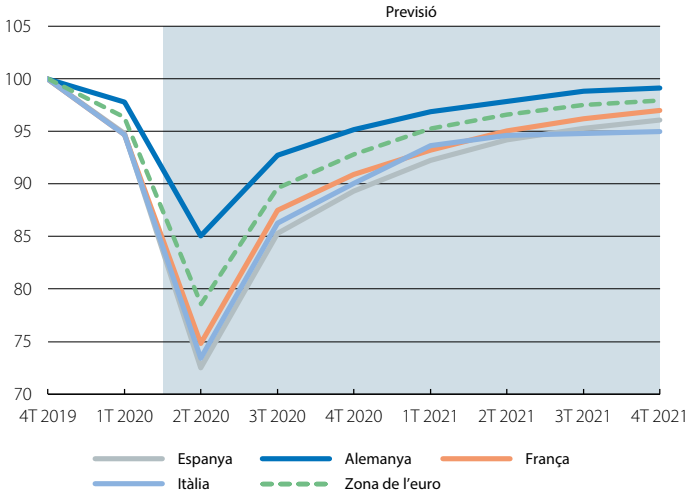
EUA: mercat laboral



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

Zona de l'euro: PIB

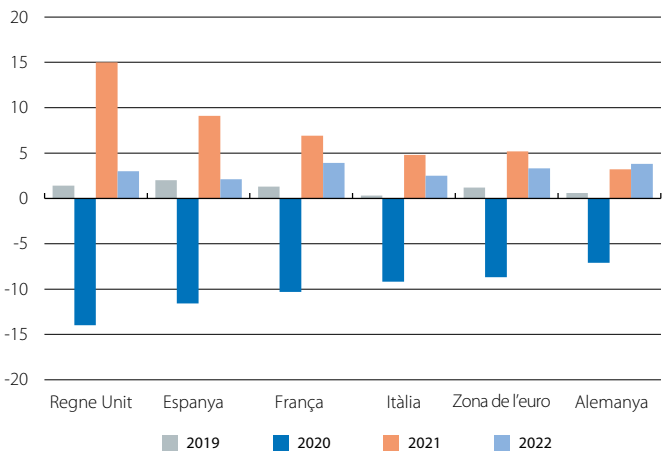
Índex (100 = 4T 2019)



Font: *CaixaBank Research.*

Escenari central de previsió del PIB dels bancs centrals

(%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i de les oficines nacionals d'estadística.*

Perspectives econòmiques no gaire encoratjadores al Regne Unit, on l'espasa de Dàmocles del *brexit* continua present. Segons les estimacions oficials, el PIB va caure el 20,4% a l'abril en relació amb el març (el –5,8% al març), la major caiguda de la sèrie des de la seva creació el 1997. Aquesta estimació per al mes d'abril apunta a un descens sense precedents de l'activitat en el 2T. Pel que fa al *brexit*, continuarà sent un focus d'incertesa fins al final d'enguany: el Govern britànic ha decidit no sol·licitar una extensió de l'acord de transició que expira al final del 2020 (la data límit era l'1 de juliol). D'aquesta manera, el Govern britànic buscarà un acord comercial de mínims abans que acabi l'any, o diversos acords sectorials amb la UE. Les negociacions seran molt dures, atesa la distància negociadora en temes com l'alineament regulador en matèries com la fixació d'ajudes estatals o la regulació laboral i mediambiental que la UE considera indispensables. D'aquesta manera, continua sense poder-se descartar la possibilitat d'una sortida sense acord al començament del 2021.

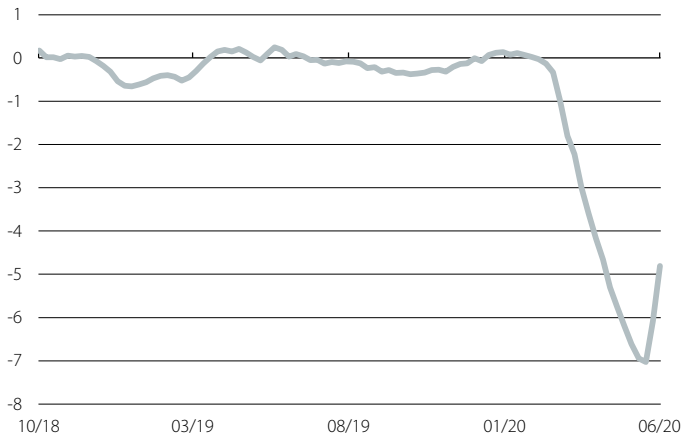
ECONOMIES EMERGENTS

L'activitat econòmica millora a la Xina. A la Xina, la producció industrial va avançar el 4,4% interanual al maig (el 3,9% a l'abril) i les vendes minoristes es van contreure el 2,8% interanual i van millorar clarament el –7,5% de l'abril. A més a més, l'índex de serveis que mesura l'activitat del sector terciari va tornar a cotes positives per primera vegada des de l'inici de la pandèmia, amb un creixement interanual de l'1,0% al maig (el –4,5% a l'abril). Aquests indicadors fan pensar que l'activitat de l'economia xinesa es va normalitzant –en alguns sectors, com l'immobiliari, les vendes de cotxes o les manufactures, el rebot ha estat intens–, tot i que ho fa de manera gradual. De cara als propers mesos, preveiem que l'economia incrementarà el ritme d'avanç, secundada pels estímuls fiscals i sempre que s'aconsegueixi controlar els rebrots locals del coronavirus, com els viscuts durant la segona meitat de juny a Pequín. Finalment, en l'àmbit geopolític, la promulgació d'una llei de seguretat que dona més poder a la Xina a Hong Kong podria generar un augment de la inestabilitat a l'illa i un augment de les tensions amb les economies avançades.

Llatinoamèrica s'enfronta a un context difícil. A la resta d'economies emergents, les perspectives per al 2T són negatives, i l'FMI ja ha alertat de l'impacte de la pandèmia sobre el creixement econòmic de Llatinoamèrica, un continent molt afectat per la COVID-19, per la fragilitat de les institucions sanitàries i per unes finances públiques poc sanejades. En aquest escenari, segons el Fons, el Brasil patiria el 2020 la recessió més severa en diverses dècades i, a Mèxic, la caiguda seria del 10,5% (similar a la nostra previsió del –8,5%).

Alemanya: índex d'activitat setmanal

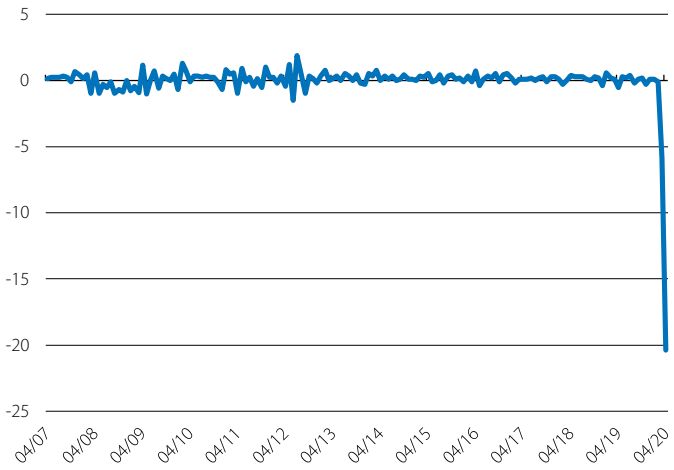
*Variació intertrimestral (%) **



Nota: ** Creixement de l'activitat econòmica en les 13 últimes setmanes en relació amb les 13 setmanes prèvies.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Bundesbank.*

Regne Unit: creixement del PIB

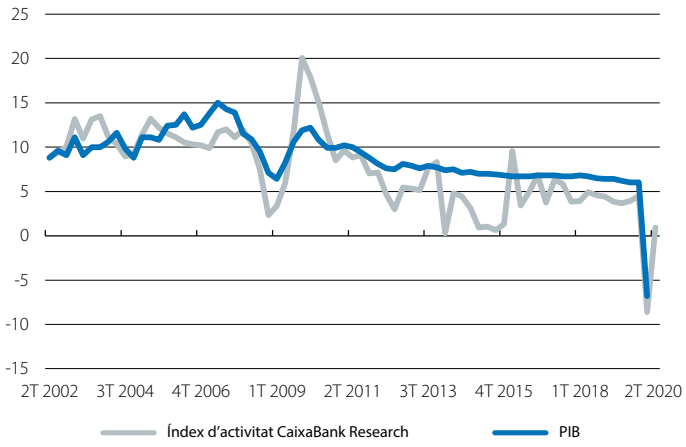
Variació intermensual (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'Oficina Nacional d'Estadística del Regne Unit.*

Xina: índex d'activitat versus *PIB oficial*

Variació interanual (%)



Nota: *El creixement de l'índex d'activitat del 2T s'obté a partir de les dades d'activitat de l'abril i del maig.*
Font: *CaixaBank Research.*

Estalvis i COVID-19: fins on arribarà la febre estalviadora dels europeus?

- **L'augment en els volums de dipòsits bancaris a les economies europees apunta a un increment substancial de l'estalvi. S'espera que l'«estalvi engabiat» pel confinament es desfaci amb rapidesa, però que l'estalvi propiciat per la incertesa es mantingui fins que no millorin les perspectives.**
- **Tant els patrons d'estalvi durant la crisi financera del 2008 com un exercici estadístic suggereixen un augment elevat de la taxa d'estalvi de la zona de l'euro el 2020, que es desfarà de forma parcial el 2021. Aquest fenomen podria ser especialment intens a les economies més afectades per la COVID-19.**

Analitzar els patrons d'estalvi dels consumidors europeus en aquests temps és clau, ja que la reactivació del consum haurà de ser un dels pilars per a la recuperació econòmica després del coronavirus. En aquests moments, disposem ja d'estadístiques a nivell macro que suggereixen canvis substancials de l'estalvi després de l'arribada del virus (vegeu el primer gràfic). Així, els volums de dipòsits bancaris a les principals economies europees han augmentat de forma molt destacable tant al març com a l'abril. Per exemple, a Espanya, l'augment ha estat d'uns 20.000 milions d'euros al març-abril (equivalents a l'1,6% del PIB del 2019) i, a França, de 45.000 milions (l'1,9% del PIB). A Alemanya, l'augment va arribar als 16.000 milions (el 0,5% del PIB).

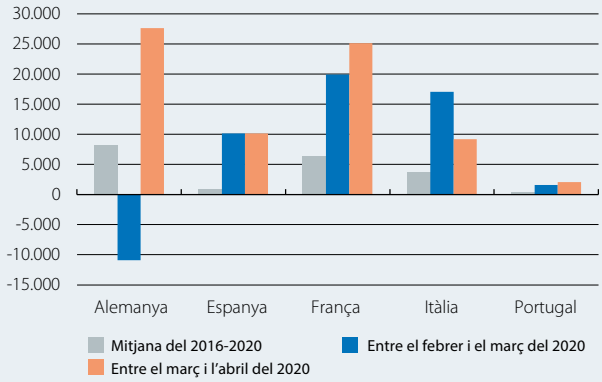
Aquest augment dels dipòsits sembla indicar un increment notable de l'estalvi. Això és natural a curt termini: d'una banda, hi ha un efecte d'«estalvi engabiat», ja que, amb el confinament, les opcions per consumir s'han reduït de forma notable; de l'altra, també hi ha un factor d'estalvi per precaució: habitualment, en conjuntures exigents com l'actual, les llars estalvien més davant la incertesa sobre el futur laboral i econòmic i en resposta a possibles esdeveniments futurs incerts.

De cara als propers mesos, és molt possible que l'efecte de l'«estalvi engabiat» es desfaci a mesura que es reactivi l'economia en la nova normalitat. En canvi, l'estalvi per precaució continuarà llastant el consum, ja que la incertesa sobre les perspectives econòmiques i sobre la possible aparició de rebrots de la SARS-CoV-2 continuarà sent elevada.

La crisi financera del 2008 és un bon punt de referència per analitzar el comportament de l'estalvi en temps d'incertesa i de dificultats econòmiques i, per tant, per aclarir una mica què pot passar en el futur. A la zona de l'euro, la taxa d'estalvi de les famílies (els estalvis dividits per la renda bruta disponible) va repuntar de manera relativament modesta entre el 2008 i el 2009, i, el 2010, aquest augment ja s'havia desfet. No obstant això, a les economies més afectades per la crisi i amb taxes d'estalvi precrisis més modestes, com Espanya i Portugal, el repunt entre el 2008 i el 2009 va ser molt superior (+3,6 p. p. i +4,5 p. p., respectivament) i es va revertir als nivells anteriors a la crisi molt més tard (2012 a Espanya i 2014 a Portugal). Això va contrastar amb la relativa estabilitat en els estalvis de les famílies alemanyes.

Zona de l'euro: augment mensual dels dipòsits bancaris

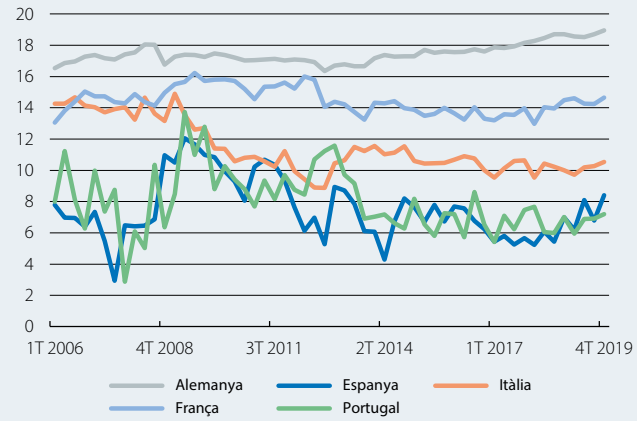
(Milions d'euros)



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

Europa: taxa d'estalvi als principals països

(%)



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

Aquesta diferència entre els països mediterranis i els països del nord (els segons estalvien més i la seva taxa d'estalvi fluctua menys) pot estar vinculada a raons culturals, entre les quals s'han apuntat les diferències entre la religió catòlica i la protestant[1] o els diferents graus de paciència dels ciutadans. Per exemple, un estudi publicat pel BCE mostra que les famílies de parla alemanya a Suïssa tenen una probabilitat 11 p. p. més gran d'estalviar que les famí-

1. Vegeu Arruñada, B. (2004), «The economic effects of Christian moralities», Universitat Pompeu Fabra.

lies similars en zones properes de parla francòfona, pel fet que les primeres tendeixen a valorar més els ingressos que rebran en el futur.[2]

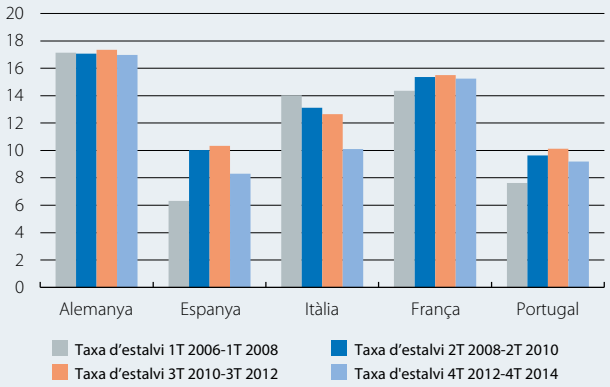
Durant la crisi del 2008, l'estalvi per precaució va jugar un paper important: segons un estudi,[3] va ser el responsable, com a mínim, del 40% de les variacions de l'estalvi que es van produir a les economies avançades (segons el mateix estudi, el percentatge restant va ser degut, a parts iguals, als tipus d'interès, a les transferències públiques i a la reducció de la riquesa). En la conjuntura actual, la magnitud sense precedents de la caiguda de l'activitat i l'elevada incertesa apunten a una contracció del consum que duria a un repunt de la taxa d'estalvi el 2020 notablement més elevat que el 2009, repunt que s'hauria de començar a revertir el 2021.

Finalment, observem quina seria la taxa d'estalvi predita per les nostres previsions de creixement, d'atur i del tipus d'interès de referència europeu mitjançant un mesurament de la volatilitat macroeconòmica.[4] Per a la zona de l'euro, la predicció apunta a un augment de la taxa d'estalvi des del 13,0% del 2019 fins al voltant del 20% el 2020 (un nivell rècord) i a una caiguda el 2021 cap al 14,0%. Les previsions de les principals institucions, com les de la Comissió Europea, van en la mateixa direcció i també preveuen un augment de la taxa d'estalvi fins a nivells sense precedents el 2020 a la zona de l'euro (fins al 19,4%) i una caiguda el 2021 que la duria al 14,0%.

Aquest augment del 2020 pot semblar exagerat, però, en realitat, és coherent amb les previsions de la Comissió Europea per a les variables que determinen la taxa d'estalvi. En concret, esperen una caiguda molt abrupta del consum (propera al 9%) i, en canvi, una caiguda molt moderada (per sota del 2,0%) de la renda bruta disponible (RBD).[5] Així i tot, si l'impuls fiscal no acaba satisfent les expectatives, la caiguda de l'RBD podria ser superior a la que s'anticipa en l'actualitat, la qual cosa atenuaria, en certa manera, el repunt de la taxa d'estalvi.

Europa: taxa d'estalvi abans i després de la crisi financera

(%)



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

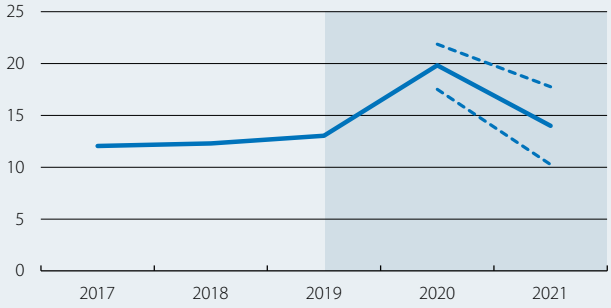
L'augment de les taxes d'estalvi a les economies més afectades, com Espanya i Itàlia, podria ser especialment elevat, però, el 2021, la recuperació de l'activitat i la menor incertesa haurien de propiciar que aquestes economies desfacin una bona part de l'augment dels estalvis.

En definitiva, l'estalvi per precaució ha vingut per quedar-se, si més no fins que s'esvaeixin les incerteses sobre el coronavirus. En la conjuntura actual, aquestes incerteses són inusitadament elevades, i, per tant, és probable que calgui esperar un cert temps fins que les famílies europees tornin a gastar amb la mateixa alegria amb què ho feien uns pocs mesos enrere.

Javier Garcia-Arenas
(amb l'assistència tècnica de Pablo Pastor y Camarasa)

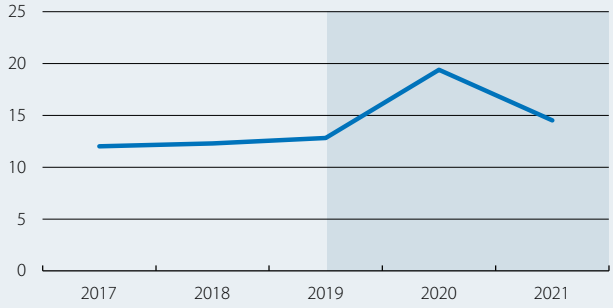
Taxa d'estalvi a la zona de l'euro: prediccions del model estadístic

(%)



Taxa d'estalvi a la zona de l'euro: previsions de la Comissió Europea

(%)



Nota: *Estimacions al gràfic esquerre obtingudes a partir del model especificat a la nota 4 de l'article, les línies discontínues del qual representen intervals de confiança al 95%.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'AMECO.*

2. Vegeu Guin, B. (2017), «Culture and household saving», Working Paper Series, núm. 2.069, Banc Central Europeu.
3. Vegeu Mody, A., Ohnsorge, F. i Sandri, D. (2012), «Precautionary savings in the great recession», IMF Economic Review, 60(1), 114-138.
4. Utilitzem una regressió lineal per a les principals economies europees amb dades de panell en què s'inclouen efectes fixos per països i per any. El R^2 del model és del 88%.
5. De fet, la Comissió Europea no té previsions agregades sobre l'RBD per a la zona de l'euro, però, a partir de les previsions per a les diferents economies, hem construït una mitjana ponderada per a tota la zona de l'euro.

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

ESTATS UNITS

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	03/20	04/20	05/20
Activitat									
PIB real	2,9	2,3	2,3	2,1	2,3	0,3	–	–	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	4,7	3,9	3,8	4,3	4,0	3,1	1,0	–14,1	–3,9
Confiança del consumidor *(valor)*	130,1	128,3	128,3	132,1	127,0	127,3	118,8	85,7	86,6
Producció industrial	3,9	0,9	1,2	0,2	–0,7	–2,0	–4,9	–16,2	–15,3
Índex d'activitat manufacturera (ISM) *(valor)*	58,9	51,2	52,4	49,4	48,1	50,0	49,1	41,5	43,1
Habitatges iniciats *(milers)*	1.248	1.295	1.257	1.288	1.433	1.484	1.269	934	974
Case-Shiller preu habitatge 2a mà *(valor)*	211	217	216	217	219	222	223	...	...
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	3,9	3,7	3,6	3,6	3,5	3,8	4,4	14,7	13,3
Taxa d'ocupació *(% pobl. > 16 anys)*	60,4	60,8	60,6	60,9	61,0	60,8	60,0	51,3	52,8
Balança comercial[1] *(% PIB)*	–2,2	–2,7	–2,9	–2,9	–2,7	–2,6	–2,6	–2,6	...
Preus									
Inflació general	2,4	1,8	1,8	1,8	2,0	2,1	1,5	0,3	0,1
Inflació subjacent	2,1	2,2	2,1	2,3	2,3	2,2	2,1	1,4	1,2

JAPÓ

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	03/20	04/20	05/20
Activitat									
PIB real	0,3	0,7	0,9	1,8	–0,7	–1,9	–	–	–
Confiança del consumidor *(valor)*	43,6	38,9	39,4	37,1	38,1	36,0	30,9	21,6	24,0
Producció industrial	1,0	–2,7	–1,5	–1,9	–6,7	–4,3	–6,8	–15,9	...
Índex activitat empresarial (Tankan) *(valor)*	20,8	6,0	7,0	5,0	0,0	–8,0	–	–	–
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	2,4	2,4	2,4	2,3	2,3	2,4	2,5	2,6	...
Balança comercial[1] *(% PIB)*	–0,1	–0,3	–0,5	–0,4	–0,3	–0,2	–0,2	–0,5	–0,6
Preus									
Inflació general	1,0	0,5	0,8	0,3	0,5	0,5	0,4	0,1	0,0
Inflació subjacent	0,3	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6	0,2	0,4

XINA

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	03/20	04/20	05/20
Activitat									
PIB real	6,7	6,1	6,2	6,0	6,0	–6,8	–	–	...
Vendes al detall	9,0	9,0	8,5	7,6	7,7	–18,2	–15,8	–7,5	–2,8
Producció industrial	6,2	5,8	5,6	5,0	5,9	–7,3	–1,1	3,9	4,4
PMI manufactures (oficial)	50,9	49,7	49,6	49,7	49,9	45,9	52,0	50,8	50,6
Sector exterior									
Balança comercial[1,2]	352	421	393	427	421	361	361	394	415
Exportacions	9,9	0,5	–1,0	–0,3	1,9	–13,4	–6,6	3,4	–3,3
Importacions	15,8	–2,7	–3,6	–6,2	3,4	–2,9	–1,0	–14,2	–16,7
Preus									
Inflació general	2,1	2,9	2,6	2,9	4,3	5,0	4,3	3,3	2,4
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	6,6	6,9	6,8	7,0	7,0	7,0	7,0	7,1	7,1

Notes: *1. Saldo acumulat durant els 12 últims mesos. 2. Milers de milions de dòlars. 3. Final del període.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de les dades del Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM, Departament de Comunicacions del Japó, Banc del Japó, Oficina Nacional d'Estadística xinesa i Thomson Reuters Datastream.*

ZONA DE L'EURO

Indicadors d'activitat i ocupació

Valors, llevat que s'indiqui el contrari

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	03/20	04/20	05/20
Vendes al detall *(variació interanual)*	1,6	2,3	2,1	2,7	2,0	–1,3	–8,8	–19,6	...
Producció industrial *(variació interanual)*	0,8	–1,3	–1,3	–1,6	–2,1	–5,9	–13,5	–28,0	...
Confiança del consumidor	–4,9	–7,1	–7,0	–6,8	–7,6	–8,8	–11,6	–22,0	–18,8
Sentiment econòmic	111,5	103,1	103,8	102,0	100,6	100,1	94,2	64,8	67,5
PMI manufactures	55,0	47,4	47,7	46,4	46,4	47,2	44,5	33,4	39,5
PMI serveis	54,5	52,7	53,1	52,8	52,3	43,8	26,4	12,0	28,7
Mercat de treball									
Ocupació (persones) *(variació interanual)*	1,5	1,2	1,2	1,1	1,1	0,4	...	...	...
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	8,2	7,6	7,6	7,5	7,4	7,2	7,1	7,3	...
Alemanya *(% pobl. activa)*	3,4	3,2	3,1	3,1	3,2	3,4	3,5	3,5	...
França *(% pobl. activa)*	9,0	8,5	8,5	8,5	8,2	7,7	7,6	8,7	...
Itàlia *(% pobl. activa)*	10,6	9,9	10,0	9,7	9,5	8,8	8,0	6,3	...
PIB real *(variació interanual)*	1,9	1,2	1,2	1,3	1,0	–3,1	–	–	...
Alemanya *(variació interanual)*	1,6	0,6	0,3	0,7	0,4	–2,3	–	–	...
França *(variació interanual)*	1,8	1,5	1,8	1,6	0,9	–5,0	–	–	...
Itàlia *(variació interanual)*	0,7	0,3	0,4	0,5	0,1	–5,4	–	–	...

Preus

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

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	03/20	04/20	05/20
General	1,8	1,2	1,4	1,0	1,0	1,1	0,8	0,3	0,1
Subjacent	1,0	1,0	1,2	1,1	1,3	1,3	1,2	1,1	1,2

Sector exterior

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

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	03/20	04/20	05/20
Saldo corrent	**3,2**	**2,8**	**1,2**	**2,8**	**2,8**	**3,0**	**3,0**	...	...
Alemanya	7,4	7,1	9,3	6,9	7,1	7,1	7,1	6,8	...
França	–0,6	–0,7	–1,5	–0,7	–0,7	–0,7	–0,7	–0,8	...
Itàlia	2,5	3,0	–0,1	2,6	3,0	3,3	3,3	...	...
Tipus de canvi efectiu nominal[1] *(valor)*	**98,9**	**97,3**	**97,3**	**97,7**	**96,9**	**96,7**	**98,1**	**97,5**	**97,7**

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	03/20	04/20	05/20
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres[2]	3,9	3,8	3,9	3,9	3,5	3,9	5,5	6,6	...
Crèdit a les llars[2,3]	3,0	3,4	3,3	3,4	3,5	3,6	3,4	3,0	...
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres[4] *(%)*	1,2	1,2	1,1	1,1	1,2	1,1	1,1	1,2	...
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge[5] *(%)*	1,6	1,5	1,6	1,5	1,4	1,4	1,4	1,3	...
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	7,9	8,0	7,7	8,6	8,8	9,3	10,9	12,5	...
Altres dipòsits a curt termini	–1,5	0,3	0,4	0,7	0,3	–0,2	0,0	–0,3	...
Instruments negociables	–4,2	–1,9	–4,6	0,1	–3,3	3,9	10,1	6,7	...
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars *(%)*	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	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.*

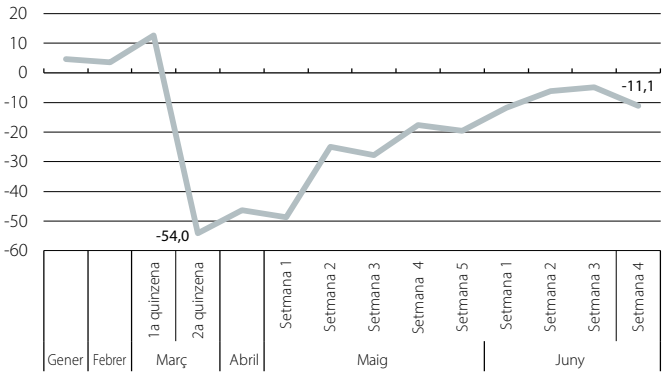
Actualització de les previsions per a l'economia espanyola

Ja han passat gairebé tres mesos des que es va declarar l'estat d'alarma. Al principi, vam constatar amb preocupació el fort impacte econòmic de les mesures de confinament i, recentment, hem recuperat una mica d'optimisme gràcies al repunt de l'activitat que s'està produint a mesura que les restriccions a la mobilitat s'han anat relaxant. No obstant això, quan mirem cap al futur, la incertesa continua sent molt elevada. És molt difícil anticipar el comportament que tindrà el virus els propers mesos. Tampoc sabem amb exactitud quan tindrem un tractament efectiu o una vacuna. Desafortunadament, tot fa pensar que haurem de conviure amb el virus uns trimestres més. Tot això ens obliga a actualitzar l'escenari de previsions i a incorporar, d'una banda, una caiguda de l'activitat en el 2T 2020 més substancial de la que havíem anticipat i, de l'altra, una recuperació més gradual.

El fort impacte de les mesures de confinament l'hem pogut seguir gairebé en temps real mitjançant l'evolució de la despesa realitzada amb les targetes als TPV de CaixaBank i de la retirada d'efectiu als caixers de CaixaBank.[1] Com es pot observar al primer gràfic, l'impacte inicial de les mesures de confinament va ser sobtat i fortíssim. La caiguda es va situar al voltant del 50% interanual ja al final de març i es va mantenir durant tot el mes d'abril. També es pot observar que la recuperació ha estat notable a mesura que s'han anat relaxant les restriccions a la mobilitat.

Espanya: activitat amb targetes espanyoles en TPV i en caixers de CaixaBank

Variació de la despesa en relació amb la mateixa setmana de l'any anterior (%)



Nota: *La despesa en targetes inclou la despesa presencial, els reintegraments i l'*e-commerce.
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades internes.*

Altres fonts d'informació ofereixen un missatge semblant. Les dades d'afiliats a la Seguretat Social també reflecteixen el fort impacte inicial de la crisi i una recuperació gradual i parcial. Al final de juny, el nombre d'afiliats que no estaven en ERTO o en cessament temporal de l'activitat encara era el 22% inferior al del juny del 2019. D'altra banda, el consum d'electricitat, que va arribar a caure el 20% interanual a l'abril, registrava un descens del 10% al final de juny. I el consum de ciment, que va arribar a caure més del 50% interanual a l'abril, «només» va registrar una caiguda de l'11% al maig.

En definitiva, les mesures adoptades per contenir l'avanç de la pandèmia han tingut un impacte sense parangó sobre l'activitat econòmica. I, malgrat que la recuperació que es va començar a produir des que es van començar a retirar les mesures de confinament ha estat notable, el ritme d'activitat encara es manté lluny dels nivells previs a la crisi. Així, el primer factor que condiciona el nou escenari de previsions és la caiguda del PIB del 2T 2020, que tot fa pensar que serà fortíssima, històrica. Probablement, s'acostarà al –20% en termes intertrimestrals.

El segon factor que condiciona el nou escenari de previsions és l'evolució de la pandèmia. Com s'ha apuntat més amunt, aquesta és segurament la principal font d'incertesa. En l'escenari central de previsions, s'assumeix que no es podrà disposar d'una vacuna fins al 2T 2021 i que, fins que no s'assoleixi aquesta fita, és probable que es continuïn produint nous brots de contagi que es podrien neutralitzar, suposem, mitjançant la implementació de mesures de confinament locals. Dit d'una altra manera, assumim que, en els propers trimestres, haurem de continuar convivint amb el virus, però que no haurem de recórrer a mesures extremes i generalitzades de confinament. Això hauria de permetre que, durant la segona meitat de l'any, es mantingui el rebot de l'activitat que ja comencen a dibuixar els indicadors més recents. No obstant això, aquest repunt serà parcial i, a curt termini, no s'assoliran els nivells previs a la crisi, perquè caldrà conviure amb el virus i perquè continuarem operant en un entorn d'elevada incertesa, que llastarà la confiança de tots els agents. Tot plegat continuarà exercint pressió sobre moltes famílies i empreses, i, per tant, serà necessari mantenir les mesures de política econòmica que ajuden a mitigar l'impacte de la crisi durant uns trimestres més.

El tercer element que creiem que, molt probablement, condicionarà de manera especial la recuperació de l'economia espanyola en els propers trimestres és el sector turístic, per la seva rellevància (representa al voltant del 12,5% del PIB) i pel fort impacte que tenen sobre aquest sector les mesures de distanciament físic i les restriccions a la mobilitat. Mentre no tinguem una vacuna, és molt difícil preveure com evolucionarà la mobilitat internacional en els propers mesos. No obstant això, avui dia sembla molt difícil que el sector pugui registrar xifres pròximes a les de l'any passat. De fet, malgrat que cal esperar que el turisme domèstic compensi parcialment

1. A la web de CaixaBank Research (www.caixabankresearch.com), es pot trobar una nota setmanal analitzant aquestes dades.

Espanya: projeccions macroeconòmiques

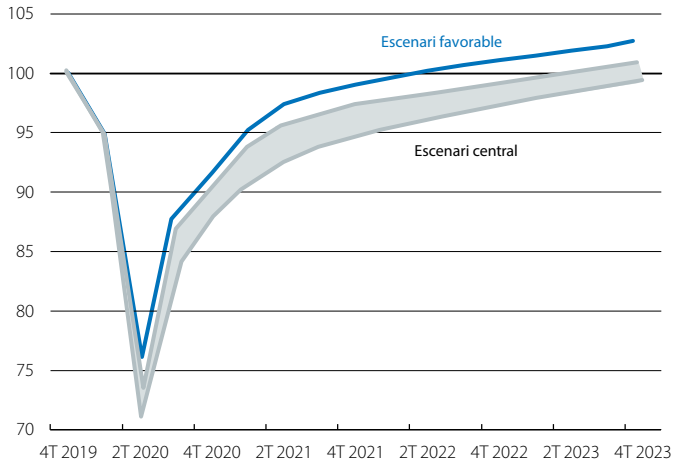
	2019	2020	2021	2022	Acum. 2020-2022
PIB real *(variació anual)*	2,0	–14,0	10,5	3,3	–1,8
Taxa d'atur *(mitjana anual)*	14,1	19,3	19,5	17,7	3,6
Inflació *(variació anual)*	0,7	–0,5	1,6	1,7	2,8
Dèficit públic *(% del PIB)*	–2,8	–13,6	–7,6	–4,8	–26,1
Deute públic *(% del PIB)*	95,5	123,8	118,1	116,6	21,1

Notes: *Les xifres de l'escenari central representen el punt mitjà del rang de previsions. L'acumulat per al dèficit és la suma en p. p. del dèficit del 2020-2022. L'acumulat per al deute és la diferència entre el deute del 2022 i el deute del 2019.*
Font: *CaixaBank Research.*

la forta caiguda de les visites de turistes internacionals, la caiguda del PIB turístic es podria acabar situant al voltant del 50% en el conjunt d'enguany.

Tots aquests factors fan pensar que el xoc econòmic no solament serà fortíssim, sinó que també serà més persistent del que s'esperava inicialment. Malgrat les mesures de política econòmica que s'estan adoptant, ràpides i contundents, serà molt difícil evitar l'ajornament de moltes decisions d'inversió, el tancament de moltes empreses o la pèrdua de molts llocs de treball. En definitiva, serà molt difícil evitar que aquesta crisi no acabi llastant la capacitat productiva de l'economia més enllà del dia que tinguem la vacuna. En aquest context, la pressió sobre la política econòmica és encara més gran, ja que, a més de les mesures que ja s'han posat en marxa per parar el cop de la crisi, serà imprescindible implementar mesures que donin suport al rellançament i a la modernització de l'economia.

Espanya: evolució del PIB real
(100 = 4T 2019)



Font: *CaixaBank Research.*

Quan transformem totes aquestes hipòtesis i dinàmiques en xifres concretes, l'escenari de previsions continua dominat per la incertesa. Per aquest motiu, utilitzem un rang per al nostre escenari central. En concret, contemplem que el PIB podria recular entre el 13% i el 15% el 2020 i que la taxa d'atur s'acostarà al 20%. El 2021, s'espera que la recuperació prengui força i que el PIB creixi entre el 10% i l'11%, malgrat que encara es mantindria clarament per sota del nivell assolit en el 4T 2019. De fet, pensem que haurem d'esperar fins al 2023 per recuperar els nivells d'activitat previs a la crisi.

També s'espera que el deteriorament dels comptes públics sigui molt significatiu. És probable que la caiguda dels ingressos, sumada a l'augment de la despesa, tant per l'actuació dels estabilitzadors automàtics com pel conjunt de mesures que el Govern ha implementat per afrontar la crisi sanitària, empenyi el dèficit públic a xifres properes al 14% del PIB enguany i que el deute públic superi el 120% del PIB. El 2021, es preveu que el dèficit pugui caure una mica per sota del 8%, gràcies a la recuperació de l'activitat econòmica i al fet que una part de l'estímul fiscal provindrà de la UE. En aquest context, la ràpida i efectiva acció del BCE ha estat, i continuarà sent, fonamental per mantenir continguts els costos de finançament. També serà de summa importància que, finalment, s'aprovi un pla d'estímul econòmic a nivell europeu similar al proposat per la Comissió Europea.

Com s'ha comentat, una de les principals incògnites és l'evolució de la pandèmia en els propers trimestres. Si, finalment, som capaços de mantenir el virus sota control de manera més efectiva, perquè perd virulència o perquè acabem disposant d'un tractament efectiu o d'una vacuna abans del que es preveu, la reculada del PIB es podria situar al voltant del 12% el 2020 i la recuperació posterior podria ser més ràpida, de manera que, ja el 2022, es podrien assolir els nivells previs a la crisi. No obstant això, també s'ha de ser prudent i tenir present el risc de rebrots importants o que hàgim de conviure encara més temps amb el virus perquè la vacuna triga a arribar.

Oriol Aspachs i Oriol Carreras

Rastrejant el consum privat durant la crisi de la COVID-19

- **La despesa realitzada per les targetes espanyoles i estrangeres en terminals de punt de venda (TPV) i la retirada d'efectiu en caixers de CaixaBank permeten monitorar la salut de l'economia, a temps real, al llarg de la crisi de la COVID-19.**
- **La despesa amb targetes va caure de manera molt abrupta, al voltant del 50%, durant les primeres setmanes de confinament. No obstant això, el procés de desconfinament ha anat acompanyat d'una recuperació sostinguda de la despesa, tot i que incompleta.**
- **Les caigudes van ser molt fortes en totes les categories, llevat de la despesa en béns de primera necessitat, que ha experimentat un fort repunt. Així mateix, la recuperació és més ràpida en la despesa en comerç minorista, en oci i restauració i en transport que en la categoria de béns i de serveis turístics.**

La irrupció de la pandèmia de la COVID-19 fa necessari monitorar l'estat de l'economia a temps real. Mentre que els indicadors més coneguts es publiquen amb decalatge, la despesa realitzada mitjançant targetes de dèbit i de crèdit en TPV de CaixaBank i la retirada d'efectiu en caixers de CaixaBank ofereixen un indicador de molt alta freqüència sobre l'evolució del consum privat.[1] Amb aquest indicador, tot seguit, analitzem l'evolució setmanal del consum al llarg de la crisi de la COVID-19.

Quin és l'impacte de la crisi sobre el consum privat segons les dades de despesa de targetes?

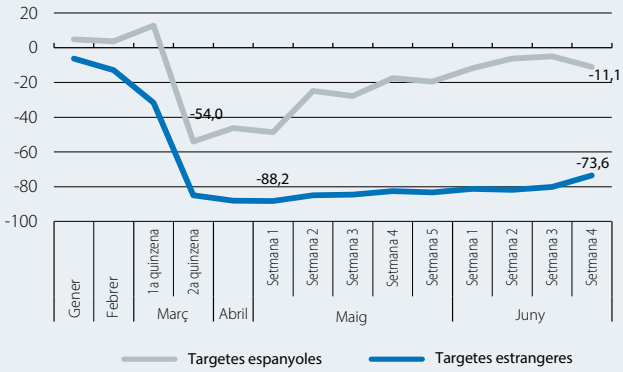
El primer gràfic mostra l'evolució setmanal de l'activitat amb targetes realitzada per residents i per estrangers. Del gràfic es desprenen diverses conclusions. Primer, va haver-hi canvis en els patrons de consum abans de la implementació de l'estat d'alarma: la despesa per part dels residents va repuntar durant la primera quinzena de març, a causa, com veurem, de l'increment en el consum de productes de primera necessitat, mentre que la despesa per part d'estrangers ja va començar a caure pel temor a la pandèmia, per l'expectativa que s'introduïssin mesures de confinament i per la cancel·lació de grans esdeveniments.[2]

Segon, l'impacte del confinament va ser molt sever: entre la segona meitat de març i la primera setmana de maig, l'activitat amb targetes espanyoles es va reduir a la meitat i la de les targetes estrangeres va caure gairebé el 90%. La xifra de despesa dels residents és coherent amb les dades oficials disponibles fins al moment: segons les dades del PIB del 1T 2020 que publica l'INE, el consum privat nominal va caure el 6,3% intertrimestral, la qual cosa suggereix un enfonsament d'aquest consum privat durant la segona quinzena de març del 40%, una xifra no gaire allunyada de la caiguda del 54% que observem en el nostre indicador durant el mateix període.[3]

1. Aquest indicador es construeix a partir de les transaccions individuals, de manera que es pot calcular, fins i tot, diàriament o per franges horàries. A més a més, cal destacar que la xarxa de TPV de CaixaBank és la més àmplia d'Espanya i representa el 27% de la facturació total per TPV a Espanya.
2. Com la cancel·lació del World Mobile Congress, que s'havia de celebrar del 24 al 27 de febrer.

Espanya: evolució de l'activitat amb targetes

Variació en relació amb la mateixa setmana de l'any anterior (%)



Nota: *La despesa en targetes inclou la despesa presencial, els reintegraments i l'*e-commerce.
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades internes.*

Finalment, el procés de desconfinament, que va començar el 4 de maig,[4] ha permès una recuperació notable de la despesa per part dels residents: la despesa va passar de caure el 49% interanual en la primera setmana de maig (setmana anterior a l'inici del procés de desescalada) a caure l'11,1% en l'última setmana de juny. Si excloem l'*e-commerce* i els reintegraments, la despesa dels residents se situa ja en terreny positiu, amb un creixement interanual del 0,9%. No obstant això, la recuperació de la despesa dels estrangers ha estat molt més suau, reflex d'unes restriccions a la mobilitat internacional que no es van aixecar fins al final de juny (i només de manera parcial amb alguns països).

Al segon gràfic analitzem el detall per tipologia de despesa. L'impacte de la crisi sobre el patró de despesa de les llars ha estat molt dispar. D'una banda, la despesa en béns de primera necessitat va augmentar de manera abrupta,

3. Per estimar la caiguda del consum durant la segona quinzena de març a partir de les dades del PIB del 1T de l'INE, assumim que el consum privat al gener, al febrer i durant la primera meitat de març va créixer al mateix ritme que la mitjana de creixement del consum privat el 2019. En la mesura que, com hem vist, les dades suggereixen un major creixement del consum en la primera meitat de març, aquesta metodologia podria estar subestimant la caiguda del consum durant la segona quinzena de març.
4. El 4 de maig correspon a la segona setmana de maig segons el gràfic.

fins i tot durant la primera quinzena de març, abans de l'anunci de l'estat d'alarma. De l'altra, la resta de categories de despesa van registrar caigudes superiors al 80% durant tot el període de confinament. No obstant això, la velocitat de recuperació no ha estat homogènia entre categories de béns i de serveis. Més concretament, la despesa en comerç minorista (electrodomèstics, tèxtil, mobles, etc.), en oci i restauració i en transport s'ha recuperat més ràpidament que la despesa en béns i en serveis turístics. En el cas de la despesa en comerç minorista (la categoria que s'ha recuperat més ràpidament), la despesa ja es va situar per damunt del valor registrat durant el mateix període de l'any anterior a partir de la segona setmana de juny, possiblement per la materialització de la demanda embassada d'aquesta mena de béns durant el confinament. No obstant això, durant l'última setmana de juny, l'esgotament d'aquest factor ha retornat aquesta partida a un terreny neutre.

Així mateix, també és destacable el major pes que va adquirir la despesa en *e-commerce*, o compres electròniques a través d'internet, durant el confinament. Tal com s'observa al tercer gràfic, l'*e-commerce* (i, en especial, el detallista)[5] va guanyar pes de forma sostinguda entre la tercera setmana de març i la primera de maig i va assolir gairebé el 17% de la despesa total. No obstant això, a mesura que es va avançar en el procés de desconfinament i els espanyols van poder tornar a realitzar compres de forma presencial, el pes d'aquesta mena de compres va anar disminuint i va assolir registres similars als anteriors a la crisi de la COVID-19.

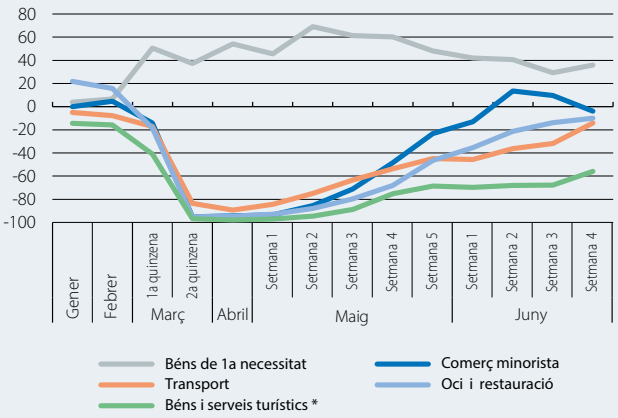
El desconfinament en detall

Al quart gràfic, mostrem l'evolució de la despesa en targetes en tres grups de províncies. Aquestes agrupacions s'han generat en funció de la rapidesa amb què cada província va avançar de fase durant el procés de desconfinament.[6] El grup A conforma el grup de províncies que van avançar de fase més ràpidament (és a dir, sempre que el pla de desconfinament ho va permetre). El grup B és el conjunt de províncies que van avançar de fase amb una setmana de retard en relació amb les províncies del grup A i, finalment, el grup C, on es troben Barcelona i Madrid, és el grup de províncies que van trigar més a avançar de fase.

Tal com era d'esperar, la recuperació de la despesa va ser més intensa a les províncies que van avançar de fase més ràpidament. En particular, mentre que, en l'última setmana de maig i la primera de juny, la despesa en el grup C

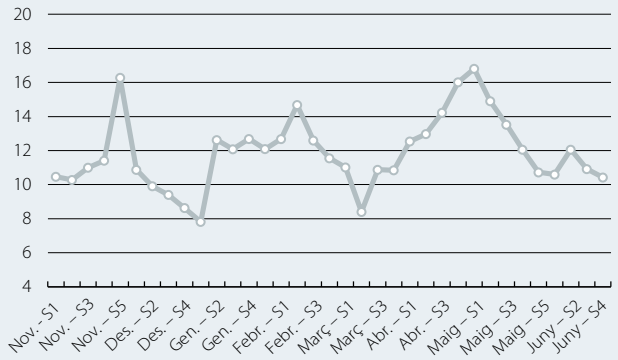
5. Si, entre el gener i el febrer del 2020, el pes de l'*e-commerce* sobre la despesa en comerç minorista es va situar al voltant del 10%, a l'abril i durant la primera meitat de maig, el pes es va situar per damunt del 80%.
6. El Govern va anunciar un pla de desconfinament per fases que va començar el 4 de maig i es va completar el 22 de juny. El procés contemplava quatre fases, de la 0 a la 3, sent la 0 la més restrictiva i la 3, la menys restrictiva.

Espanya: despesa presencial amb targetes espanyoles en funció del tipus de comerç
Variació interanual (%)



Nota: ** «Béns i serveis turístics» inclou la despesa en allotjaments, en agències i en botigues de souvenirs.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades internes.*

Espanya: pes de la despesa en e-commerce dels residents sobre el total de despesa (exclosos els reintegraments)
(%)



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

(encara en fase 1) se situava encara una mica més del 20% per sota del registre de l'any anterior, a les províncies dels grups A i B, que ja se situaven en la fase 2, la despesa ja va assolir cotes similars a les de l'any anterior. No obstant això, quan el grup C va avançar fins a la fase 2 en la segona setmana de juny, les diferències entre els tres grups es van esvair gairebé per complet.

L'evolució de la proporció de comerços inactius[7] ofereix un altre angle per mesurar el procés de recuperació de l'economia. Com ho mostra l'últim gràfic, el percentatge de comerços sense facturació a les TPV de CaixaBank va pujar fins al 73%. Aquesta xifra mostra fins a quin punt les mesures de confinament van forçar un elevat nombre de comerços a tancar les portes al públic. No obstant això, amb la supressió gradual de les mesures de confinament, els comerços van tornar a obrir i aquest percentatge va caure. Amb dades fins a la quarta setmana de juny, el per-

7. Mesurada amb el percentatge de comerços amb TPV de CaixaBank sense facturació.

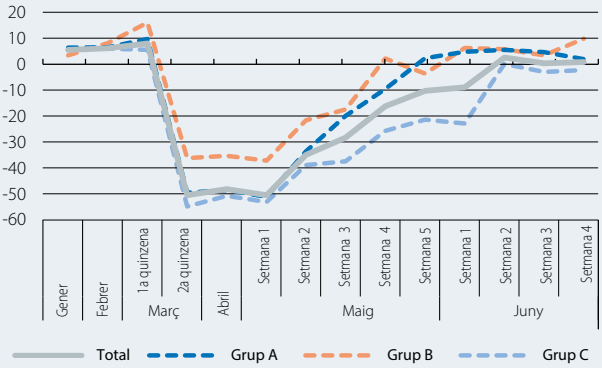
centatge de TPV de CaixaBank inactius se situava el 7% per damunt del valor precrisi.

En definitiva, les dades d'activitat amb targetes ens mostren una informació d'alta freqüència molt valuosa per entendre la reacció del consum privat al llarg del temps. Durant la crisi de la COVID-19, hem vist que les mesures de confinament van tenir un impacte molt significatiu sobre el consum de les llars i amb notables diferències en funció de la mena de béns i de serveis. Així mateix, les dades de targetes ens mostren que la recuperació de la despesa durant el procés de desconfinament ha estat molt ràpida, tot i que incompleta, ja que, al final de juny, encara no s'havien recuperat els nivells anteriors a la crisi. Amb l'arribada de la nova normalitat, preveiem que el consum es continuarà recuperant, però ho farà d'una forma molt més gradual, sustentat per la millora de la despesa en transport i del consum en oci i restauració. Així mateix, en les properes setmanes, esperem que la despesa turística domèstica i estrangera, encara en nivells molt reduïts, comenci a guanyar impuls amb l'eliminació de les restriccions a la mobilitat dins el territori nacional i amb la reobertura de fronteres internacionals amb alguns països. Així i tot, l'impacte de la crisi actual sobre el mercat laboral (preveiem un augment de la taxa d'atur per damunt del 20% al final de l'any) fa pensar que el consum trigarà a recuperar els nivells anteriors a la crisi.

Oriol Carreras

*Espanya: despesa presencial en targetes * per agrupació de províncies*

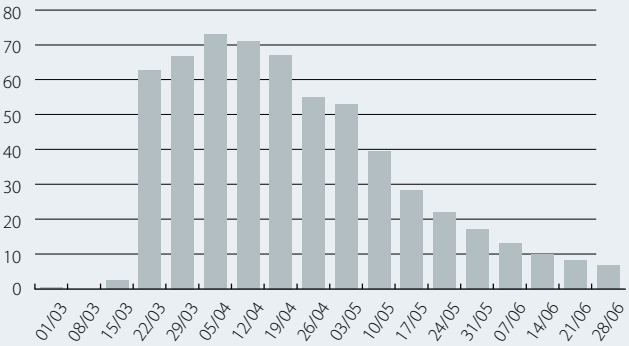
Variació interanual (%)



Nota: ** Exclosos els reintegraments.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades internes.*

Espanya: comerços inactius (ajustat perquè 1 de març = 0%)

(% sobre el total)



Nota: *La sèrie està normalitzada perquè la proporció de comerços inactius sigui igual a 0% en la setmana del 2 al 8 de març.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades internes.*

Què podem esperar dels ERTO i dels programes similars? Una mirada europea

- **Els programes d'ajust temporal de l'ocupació (com els ERTO) s'han convertit en una eina àmpliament utilitzada a Europa per evitar un augment elevat de l'atur després de la COVID-19.**
- **Aquests programes tenen un impacte positiu sobre el mercat laboral en el cas de xocs temporals que afecten empreses viables a mitjà termini. No obstant això, quan un xoc és de caràcter més permanent, més que evitar la destrucció de llocs de treball, l'ajornen.**

Els ERTO s'han erigit en una política econòmica clau a Espanya per esmorteir l'enorme impacte de la COVID-19 sobre el mercat laboral. Al juny, afectaven 1,83 milions de treballadors (3,4 al començament de maig) i representen el gros de les despeses extraordinàries per afrontar l'emergència econòmica i social que vivim. Com veiem al primer gràfic, Espanya no és cap excepció: els programes d'ajust temporal de l'ocupació, entre els quals hi ha els ERTO, són utilitzats de forma generalitzada a tot Europa.

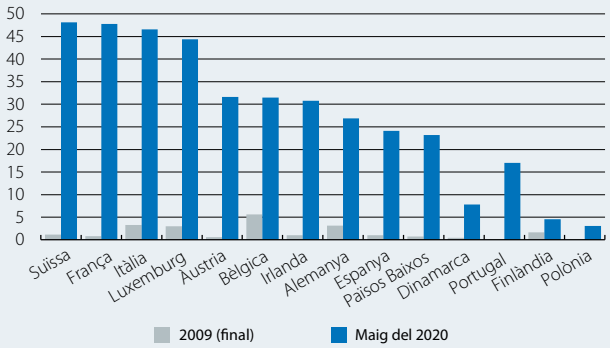
Malgrat que hi ha diferències en el disseny institucional dels ERTO implementats a la majoria de les economies europees, comparteixen uns trets comuns: s'han agilitat els tràmits i s'han suavitzat les condicions d'accés, l'Estat es fa càrrec d'una fracció força elevada de la part del salari que deixen de percebre els treballadors afectats per una reducció total o parcial de l'activitat laboral i la durada és relativament àmplia (en especial a Alemanya i a França).

Quan analitzem l'impacte dels ERTO, cal diferenciar a curt i a mitjà termini. Està àmpliament documentat que tenen efectes positius a curt termini, ja que permeten a les empreses retenir als treballadors –s'estalvien els costos d'acomiadament i de recerca quan es reactivi l'economia– i donar-los una certesa. A més a més, permeten ajustar les ajudes a les reduccions d'hores treballades i tenen un cost públic inferior al d'altres alternatives, com els subsidis salarials o les prestacions per atur.

En aquest sentit, a Alemanya, el *Kurzarbeit* va ser especialment efectiu durant la Gran Recessió, ja que es calcula que va salvar 400.000 llocs de treball. Segons algunes estimacions, el *Kurzarbeit* va reduir la taxa d'atur a Alemanya el 2009 en 1,3 p. p., i 4 de cada 5 treballadors en aquest programa es van poder reincorporar al lloc de treball habitual.[1] Així mateix, els efectes positius sobre les empreses es poden prolongar en el temps: s'ha documentat que les empreses franceses que van utilitzar aquest mecanisme d'ajust després de la crisi estaven, de mitjana, força millor[2] que les empreses similars que no van aplicar aquest tipus de programes.[3]

Europa: percentatge de treballadors en programes d'ajust temporal de l'ocupació

(%)



Nota: *Les dades de Portugal corresponen a mitjan juny i han estat facilitades pel Govern lusità.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'European Trade Union Institute per al 2020 i de l'OCDE per al 2009.*

Diversos estudis empírics utilitzen tècniques estadístiques sofisticades per identificar els efectes causals i corroboren l'efectivitat d'aquests programes durant la Gran Recessió (2008-2009). Es calcula que, a Alemanya, van salvar 0,35 llocs de treball per cada treballador inscrit en el programa.[4] Sembla una xifra baixa, però, en realitat, és lògic que se situï molt per sota d'1, ja que alguns llocs de treball s'haurien preservat també sense aquests programes. Per posar un exemple, a França, s'estima que només es van salvar 0,17 llocs de treball per cada treballador inscrit.[5]

Un element interessant és que, durant la crisi del 2008, els efectes positius només es van observar en treballadors amb contractes indefinits, que són els treballadors que les empreses estan més interessades a retenir; en canvi, no es van observar efectes beneficiosos sobre els treballadors temporals. És molt probable que aquesta dinàmica es repeteixi també en la crisi actual, situació que caldrà tenir especialment en compte en economies amb una dualitat elevada, com Espanya o Itàlia.

No obstant això, l'experiència amb aquests programes també mostra que, malgrat que són especialment efec-

1. Vegeu Tilly, J. i Niedermayer, K. (2016), «Employment and welfare effects of short-time work», Working paper.
2. Mostraven, al cap de 3 anys, una dimensió empresarial més gran i una probabilitat menor de desaparició. A més a més, van aconseguir recuperar la rendibilitat prèvia a la crisi mesurada amb el ROE (*return on equity*) i amb el ROA (*return on assets*).
3. Vegeu Cahuc, P. i Carcillo, S. (2011), «Is short-time work a good method to keep unemployment down?», Nordic Economic Policy Review, 1(1), 133-165.
4. Vegeu Boeri, T. i Bruecker, H. (2011), «Short-time work benefits revisited: some lessons from the Great Recession», Economic Policy, 26(68), 697-765.
5. *Op. cit.* a la nota 3.

tius per esmorteir els xocs temporals, perden efectivitat si s'allarguen en el temps. Això explica per què aquests programes van ser especialment efectius a Alemanya, on el xoc de la Gran Recessió va tenir un efecte temporal i delimitat al 2009. En canvi, els efectes sobre l'ocupació es van acabar perdent a Itàlia, on el xoc va ser molt més persistent, ja que es va prolongar fins al 2012 per la crisi del deute sobirà. De fet, quan el xoc és temporal, les empreses que s'acullen a programes d'ajust temporal de l'ocupació aconsegueixen retenir entre el 10% i el 15% dels treballadors que acomiadarien si el xoc fos permanent.[6] Així mateix, com ho mostra l'últim gràfic per al cas italià, durant l'última crisi, l'efecte positiu de mantenir l'ocupació operava només a curt termini (l'any en què es va administrar el programa), mentre que, dos anys després, la probabilitat de tenir feina era exactament la mateixa per a un treballador inclòs en un ERTO que per a un altre amb característiques similars que havia estat acomiadat en el moment del xoc.

A més a més, allargar aquests programes més del necessari frena la reassignació de recursos cap a les empreses més productives i pot reduir la productivitat agregada. De nou, Itàlia és un cas il·lustratiu: l'evidència empírica mostra que un augment d'1 p. p. en la fracció de treballadors inclosos en ERTO reduïa l'ocupació a la resta de les empreses el 0,94% i la productivitat, el 2%.

En definitiva, els expedients de regulació bonificats són una eina fonamental per esmorteir el xoc del coronavirus sobre el mercat laboral. No obstant això, de cara al futur, caldrà filar molt prim per adaptar-los a la nova normalitat. En concret, caldrà afinar bé la durada: retirar-los massa d'hora pot ofegar algunes empreses amb una caiguda temporal de la demanda que els necessiten per sobreviure fins que es recuperi, però mantenir-los massa temps pot només prolongar l'agonia d'algunes empreses que ja no podran sortir-se'n, perquè la disminució de la demanda té un caràcter més permanent o perquè es tracta d'empreses que ja partien d'una posició de feblesa. A més a més, cal dissenyar amb seny una transformació àgil dels ERTO per força major en ERTO per raons econòmiques i incentivar de manera adequada les empreses i els treballadors per a una reincorporació reeixida a l'activitat laboral i productiva. Per aquest motiu, és necessari flexibilitzar-los i plantejar distincions en funció del sector –per exemple, mantenint-los als sectors afectats per les mesures de distanciament social mentre no es trobi una vacuna– i promoure que l'ajust es faci pel nombre d'hores treballades.

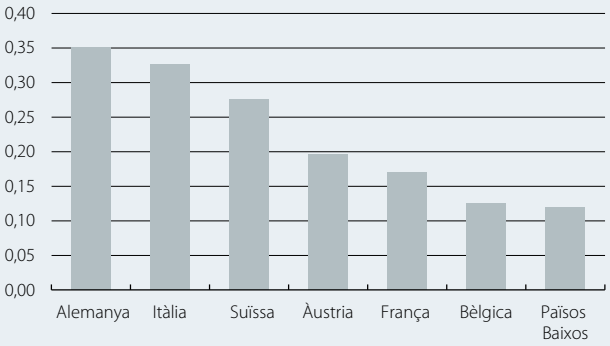
Javier Garcia-Arenas

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

6. Vegeu Giupponi, G. i Landais, C. (2018), «Subsidizing labor hoarding in recessions: The employment & welfare effects of short-time work», CEP Discussion Paper, núm. 1.585.

Llocs de treball salvats el 2009 per cada treballador en un programa d'ajust temporal de l'ocupació a temps reduït després de la crisi financera del 2008

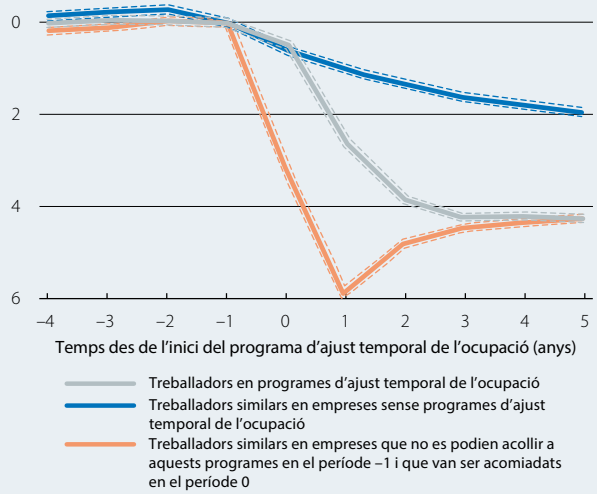
(Nombre)



Font: *CaixaBank Research, a partir de la recopilació de dades dels principals estudis realitzats en les diferents economies.*

Itàlia: probabilitat de trobar feina després dels programes d'ajust temporal de l'ocupació en la crisi financera del 2008

Canvi en la probabilitat de tenir feina en relació amb el període –1 (p. p.)



Nota: *En la major part dels casos, el període 0 correspon al 2009, any en què la Gran Recessió va afectar l'economia italiana.*
Font: *Giupponi, G. i Landais, C. (2018), «Subsidizing labor hoarding in recessions: The employment & welfare effects of short-time work», CEP Discussion Paper, núm. 1.585.*

Indicadors d'activitat i ocupació

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

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	04/20	05/20	06/20
Indústria									
Índex de producció industrial	0,3	0,7	1,4	0,8	0,4	–6,0	–33,6	...	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	–0,1	–3,9	–4,6	–2,0	–5,2	–5,4	–30,7	–29,5	–23,2
PMI de manufactures *(valor)*	53,3	49,1	49,9	48,2	47,2	48,2	30,8	38,3	...
Construcció									
Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)*	25,7	17,2	21,9	13,0	8,0	0,0	–10,8	...	...
Compravenda d'habitatges *(acum. de 12 mesos)*	14,2	3,3	5,7	1,6	–2,6	–4,4	–8,8	...	...
Preu de l'habitatge	6,7	5,1	5,3	4,7	3,6	3,2	–	–	–
Serveis									
Turistes estrangers *(acum. de 12 mesos)*	4,0	1,5	1,5	2,1	1,4	–0,8	–13,0	...	...
PMI de serveis *(valor)*	54,8	53,9	53,2	53,5	53,6	42,5	7,1	27,9	...
Consum									
Vendes comerç al detall	0,7	2,3	2,2	3,3	2,3	–3,7	–31,6	–19,0	...
Matriculacions d'automòbils	7,8	–3,6	–4,4	–7,9	5,1	–27,6	–96,5	–72,7	...
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–4,2	–6,3	–4,0	–5,8	–10,5	–10,3	–29,2	–28,8	–25,6
Mercat de treball									
Població ocupada [1]	2,7	2,3	2,4	1,8	2,1	1,1	–	–	–
Taxa d'atur (% de la població activa)	15,3	14,1	14,0	13,9	13,8	14,4	–	–	–
Afiliats a la Seguretat Social [2]	3,1	2,6	2,8	2,5	2,2	1,2	–4,0	–4,6	...
PIB	**2,4**	**2,0**	**2,0**	**1,9**	**1,8**	**–4,1**	**–**	**–**	**–**

Preus

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

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	04/20	05/20	06/20
General	1,7	0,7	0,9	0,3	0,4	0,6	–0,7	–0,9	–0,3
Subjacent	0,9	0,9	0,8	0,9	1,0	1,1	1,1	1,1	...

Sector exterior

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

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	04/20	05/20	06/20
Comerç de béns									
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	2,9	1,8	2,3	1,7	1,8	1,0	–2,7	...	...
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	5,6	1,0	3,9	3,0	1,0	–1,0	–3,9	...	...
Saldo corrent	**23,3**	**24,6**	**21,4**	**22,2**	**24,6**	**25,6**	**21,2**	**...**	**...**
Béns i serveis	32,6	34,8	32,1	32,5	34,8	35,1	30,2	...	...
Rendes primàries i secundàries	–9,3	–10,2	–10,7	–10,2	–10,2	–9,5	–9,0	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**29,1**	**28,6**	**27,6**	**28,0**	**28,6**	**29,6**	**25,1**	**...**	**...**

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

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	04/20	05/20	06/20
Dipòsits									
Dipòsits de llars i empreses	3,2	5,4	5,8	5,4	5,4	4,5	7,4	8,7	...
A la vista i estalvi	10,9	10,7	10,9	10,3	10,3	8,9	12,7	14,0	...
A termini i preavís	–19,9	–13,4	–12,8	–13,2	–13,9	–16,4	–16,6	–16,6	...
Dipòsits d'AP	15,4	8,8	15,7	3,7	–2,1	–6,2	–7,5	–9,2	...
TOTAL	**3,9**	**5,6**	**6,3**	**5,3**	**4,8**	**3,8**	**6,4**	**7,6**	**...**
Saldo viu de crèdit									
Sector privat	–2,4	–1,5	–1,1	–1,1	–1,5	–1,0	0,8	1,9	...
Empreses no financeres	–5,5	–3,4	–3,0	–2,3	–3,0	–1,7	4,1	7,2	...
Llars - habitatges	–1,1	–1,3	–1,3	–1,6	–1,5	–1,7	–2,0	–2,1	...
Llars - altres finalitats	2,8	3,2	4,4	3,4	2,2	2,5	0,6	0,5	...
Administracions públiques	–10,6	–6,0	–7,2	–5,4	–1,2	1,7	2,0	–0,2	...
TOTAL	**–2,9**	**–1,7**	**–1,5**	**–1,4**	**–1,5**	**–0,9**	**0,9**	**1,8**	**...**
Taxa de morositat (%) [4]	**5,8**	**4,8**	**5,4**	**5,1**	**4,8**	**4,8**	**4,7**	**...**	**...**

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

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

L'activitat portuguesa es reactiva, però la caiguda patida el 2020 serà molt intensa

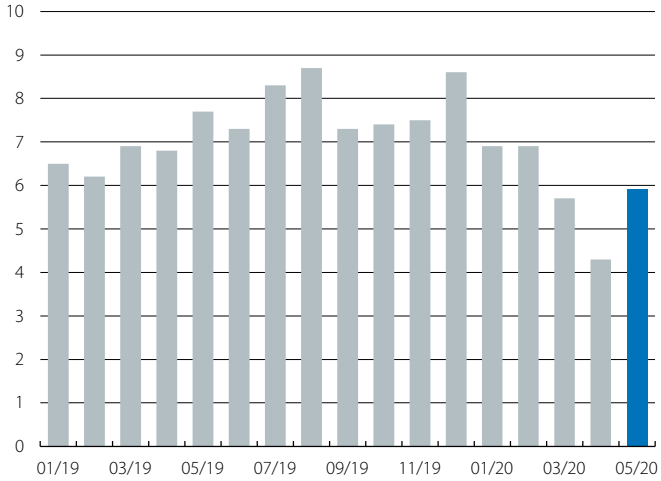
Restabliment gradual de l'activitat. La retirada progressiva del confinament al llarg del mes de maig va comportar una reactivació gradual de l'activitat. Així, la despesa amb targetes de crèdit i de dèbit mostra un augment de les compres al maig fins als 5.900 milions d'euros (200 milions més que al març), mentre que les vendes d'automòbils de passatgers també s'han anat recuperant entre el maig (5.741 unitats, en relació amb les 2.748 de l'abril) i el juny (5.474 en els 22 primers dies del mes de juny, el 73% més en relació amb els mateixos dies del maig). Així mateix, a mitjan juny, el consum d'electricitat ja creixia una mica més del 9% en relació amb el mateix període del maig. No obstant això, més enllà d'aquesta reactivació inicial de l'economia, el confinament (necessari per controlar la pandèmia) ha generat una aturada sense precedents de l'activitat econòmica, que es reflectirà en una caiguda molt marcada del PIB en el conjunt del 2T 2020. Però, a més dels efectes immediats de la paralització de l'activitat durant la segona meitat de març i l'abril, l'evolució de l'economia dependrà, en gran part, de l'evolució mateixa de la pandèmia, sobre la qual hi ha molta incertesa. Sense una vacuna o sense un tractament efectiu, la pandèmia continuarà condicionant l'activitat econòmica, i és probable que la incertesa pesi sobre les decisions de les empreses i de les famílies. Per aquest motiu, hem revisat a la baixa les previsions per al PIB i esperem una contracció de l'activitat portuguesa al voltant del 12% el 2020, seguida d'un creixement del PIB una mica superior al 8% el 2021.

El mercat laboral nota la intensitat de la recessió. A l'abril, la població ocupada va disminuir gairebé el 2% interanual i la població inactiva va augmentar el 4,4%, arran de l'impacte del confinament sobre les possibilitats de buscar feina de forma activa. A més a més, la taxa de subocupació (un mesurament millor de l'atur en la conjuntura actual, ja que inclou els aturats, els ocupats a temps parcial que desitjarien treballar més i els inactius que desitjarien o podrien treballar) va pujar fins al 13,3% (el 12,4% al març). Així mateix, els indicadors disponibles per al maig i per al juny mostren un increment notable dels aturats registrats a les oficines d'ocupació (maig: el +34% interanual i el +30% en relació amb el nivell registrat en el període precoronavirus; mitjan juny: el +4% en relació amb el nivell del final de maig, una xifra una mica més moderada gràcies a la reobertura de sectors com l'allotjament i la restauració).

El saldo pressupostari de les Administracions públiques va empitjorar de manera substancial al maig (el –4,1% del PIB en l'acumulat de l'any, en relació amb el –0,7% del mateix període del 2019), la qual cosa reflecteix un augment de la despesa i una disminució dels ingressos. Les despeses associades a la lluita contra la pandèmia (+915,4 milions d'euros, en especial per les despeses relacionades amb els programes de suspensió temporal de l'ocupació i amb la compra d'equipaments i de productes mèdics) van contribuir a aquesta situació. Així mateix, les mesures d'ajornament i de suspensió del pagament

Portugal: pagaments amb targeta

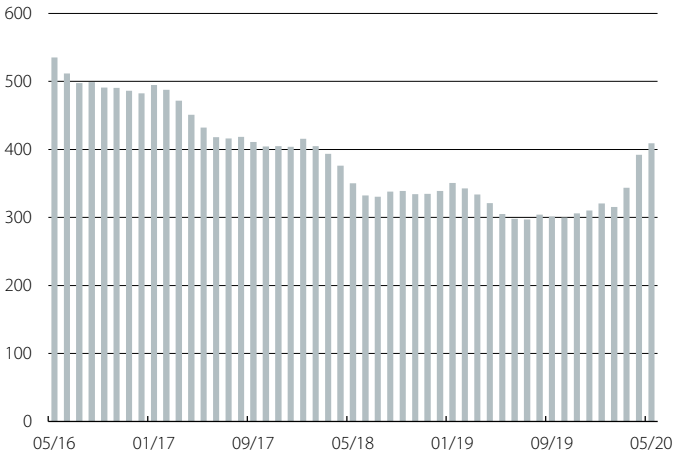
(Milers de milions d'euros)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de SIBS Analytics.*

Portugal: atur registrat als centres d'ocupació

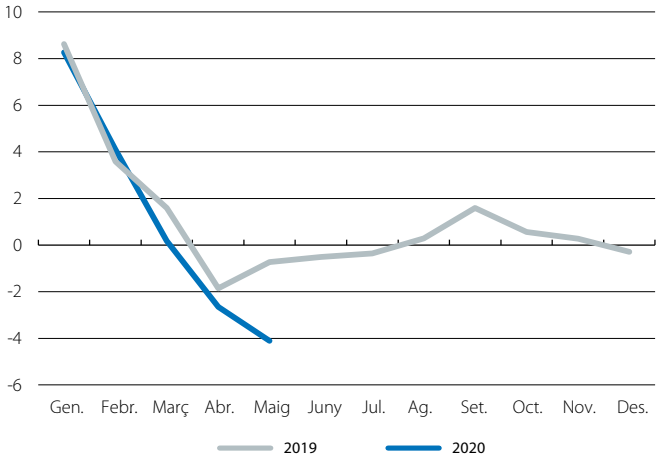
(Milers de persones)



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

*Portugal: saldo de les Administracions públiques **

(% del PIB)



Nota: ** Dades de comptabilitat pública.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la DGO.*

d'impostos van contribuir a una menor recaptació d'ingressos en 868,7 milions d'euros. Aquestes tendències es continuaran intensificant en els propers mesos, tant perquè s'espera que la recuperació de l'activitat sigui gradual com perquè la política fiscal del Govern continuarà fent costat a l'economia. En aquest sentit, el Govern preveu que el dèficit assolirà el 6,3% del PIB el 2020 (en relació amb el superàvit del +0,2% registrat el 2019).

La capacitat de finançament de l'economia va disminuir fins al 0,6% del PIB en el 1T 2020 (acumulat de quatre trimestres). Aquest percentatge representa un deteriorament de 2 dècimes en relació amb el tancament del 2019 i reflecteix un empitjorament de les necessitats/capacitats de finançament a tots els sectors, llevat de les famílies, que van augmentar la taxa d'estalvi en 6 dècimes (fins al 7,4% de la renda disponible). Aquest increment de l'estalvi de les famílies podria reflectir tant les restriccions pròpies del confinament com una major precaució en la despesa de les llars en un entorn més incert.

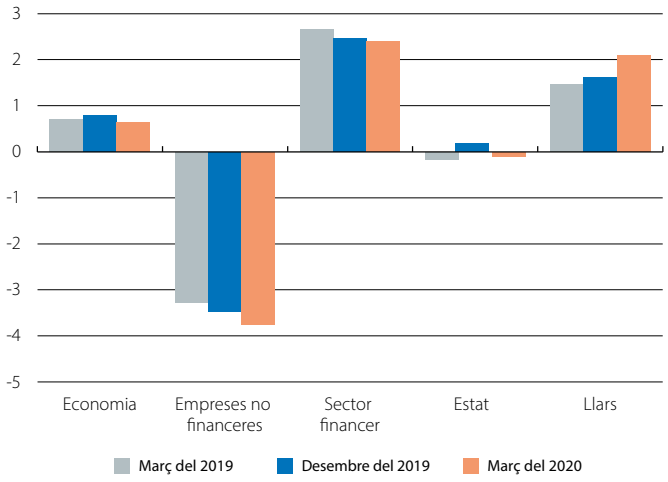
El dèficit de la balança per compte corrent es va deteriorar fins al 0,6% a l'abril (1.173 milions d'euros, acumulat de 12 mesos), la qual cosa representa un empitjorament de 3 dècimes en relació amb el març i de 5 dècimes en relació amb el tancament del 2019. Aquest deteriorament és degut, en gran part, a la disminució del superàvit de la balança turística (el 5,7% a l'abril, –4 dècimes en relació amb el desembre del 2019 i el nivell més baix des del 2014), llastada per les restriccions a la mobilitat internacional. Per la seva banda, la balança de béns va millorar en 1 dècima en relació amb el final del 2019, fins al –7,8% del PIB.

Primers senyals de l'impacte de la COVID-19 sobre el mercat de l'habitatge. En el 1T 2020, l'índex de preus de l'habitatge encara va registrar un creixement del 10,3% interanual i del 4,9% intertrimestral. No obstant això, al març, quan es va iniciar l'estat d'alarma, el nombre de transaccions va disminuir el 14,1% interanual i el seu valor es va reduir el 3,3%. A més a més, la caiguda de les transaccions es va intensificar a l'abril, amb el –17% interanual. Així, atès aquest afebliment de la demanda, cal esperar un alentiment dels preus en els propers mesos.

La COVID-19 copa els riscos per a l'estabilitat financera. L'últim informe d'estabilitat financera del Banc de Portugal destaca com a principals riscos del sector bancari: l'augment de la morositat, la pèrdua de valor dels actius immobiliaris i de les carteres de deute públic, la major pressió sobre la rendibilitat en un entorn d'ingressos baixos i d'augment de les provisions, i la dificultat de les entitats per reforçar el capital en una unió bancària incompleta. Addicionalment, esmenten el risc del ciberdelicte, associat a una economia i a un sistema financer més digitalitzats, i els riscos financers associats al canvi climàtic. Pel que fa a les últimes dades publicades, la cartera de crèdit de les llars es va desaccelerar a l'abril (l'1,5% interanual, en relació amb l'1,7% del març), a causa de la moderació de la cartera de crèdit al consum per la frenada en la nova producció (el –51% interanual a l'abril). En canvi, el crèdit a les empreses, ajustat per les vendes de carteres, va avançar el 3,3% interanual a l'abril, en relació amb el 2,5% del març, amb una nova producció que va créixer l'1% (sense refinançaments).

Portugal: capacitat de finançament per sectors

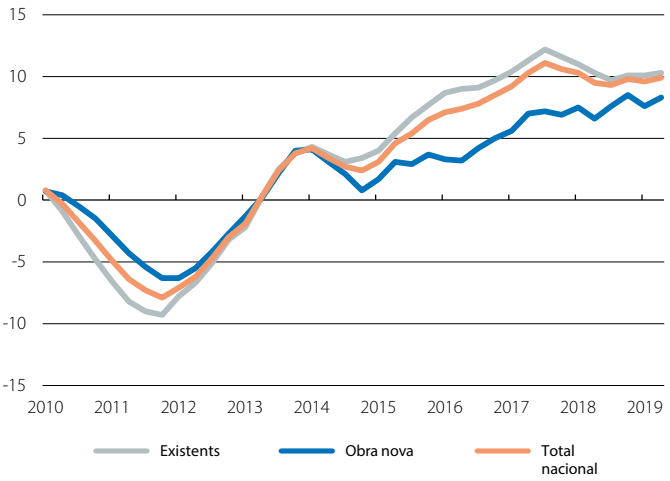
(% del PIB)



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

Portugal: preu de l'habitatge

Variació mitjana anual (%)



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

*Portugal: crèdit al sector privat **

Abril del 2020

	Saldo (milions d'euros)	Variació interanual (%)
Crèdit a particulars	116.883	1,5
Crèdit per a habitatge	93.119	0,4
Crèdit al consum i altres finalitats	23.764	6,2
Consum	17.246	10,5
Crèdit a empreses	67.744	–1,8
Crèdit total al sector privat	184.627	0,3

Notes: ** Crèdit concedit al sector privat no financer. Exclou les titulitzacions.*
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

	2018	2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	04/20	05/20	06/20
Índex coincident d'activitat	2,7	1,9	1,8	1,3	–0,2	...	–2,5	–4,0	...
Indústria									
Índex de producció industrial	0,1	–2,2	–4,0	0,4	–1,4	...	–27,4	–26,0	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	0,8	–3,2	–3,7	–4,3	–4,6	–24,8	–15,9	–26,8	–31,7
Construcció									
Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)*	19,1	8,2	13,8	8,2	2,9	...	...	...	...
Compravenda d'habitatges	16,8	1,7	–0,2	6,1	–0,7	...	...	...	...
Preu de l'habitatge *(euro / m² - taxació)*	8,6	10,4	11,0	11,1	11,2	...	9,5	8,9	...
Serveis									
Turistes estrangers (*acum. 12 mesos*)	4,8	7,1	6,0	7,1	2,7	...	–7,3	...	...
Indicador de confiança als serveis *(valor)*	14,1	12,9	11,5	10,6	5,8	–36,9	–18,2	–39,6	–52,9
Consum									
Vendes comerç al detall	4,2	4,4	4,3	3,7	3,0	...	–21,8	–13,0	...
Indicador coincident del consum privat	2,5	3,3	3,9	3,0	–1,3	...	–5,7	–8,0	...
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–4,6	–8,0	–7,6	–7,1	–8,6	–27,7	–21,0	–29,1	–33,1
Mercat de treball									
Població ocupada	2,3	1,0	0,9	0,5	–0,3	...	–1,8	–4,0	...
Taxa d'atur (*% de la població activa*)	7,0	6,5	6,1	6,7	6,7	...	6,3	5,5	...
PIB	**2,6**	**2,2**	**1,9**	**2,2**	**–2,3**	**...**	**...**	**...**	**...**

Preus

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

	2018	2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	04/20	05/20	06/20
General	1,0	0,3	–0,2	0,3	0,4	–0,3	–0,2	–0,7	0,2
Subjacent	0,7	0,5	0,1	0,4	0,2	–0,1	–0,2	–0,4	0,3

Sector exterior

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

	2018	2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	04/20	05/20	06/20
Comerç de béns									
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	5,2	3,5	2,1	3,5	1,4	...	–2,2	...	...
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	8,3	6,4	7,8	6,4	2,6	...	–1,6	...	...
Saldo corrent	**0,8**	**–0,2**	**–0,6**	**–0,2**	**–0,6**	...	**–1,2**	**...**	**...**
Béns i serveis	1,5	0,8	0,2	0,8	0,4	...	–0,2	...	...
Rendes primàries i secundàries	–0,7	–1,0	–0,8	–1,0	–1,0	...	–1,0	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**2,8**	**1,9**	**1,4**	**1,9**	**1,5**	**...**	**1,2**	**...**	**...**

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2018	2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	04/20	05/20	06/20
Dipòsits [1]									
Dipòsits de llars i empreses	3,8	5,0	5,3	5,2	5,7	...	6,6	...	...
A la vista i estalvi	14,3	14,4	15,1	14,9	16,5	...	17,0	...	...
A termini i preavís	–3,0	–2,4	–2,5	–2,8	–3,4	...	–2,5	...	...
Dipòsits d'AP	–1,9	–13,6	–17,1	–13,7	–7,6	...	–9,3	...	...
TOTAL	**3,5**	**4,0**	**4,1**	**4,2**	**5,1**	**...**	**6,0**	**...**	**...**
Saldo viu de crèdit [1]									
Sector privat	–1,5	–1,2	–0,7	–0,6	–0,2	...	0,3	...	...
Empreses no financeres	–4,0	–4,2	–3,3	–3,3	–3,5	...	–1,8	...	...
Llars - habitatges	–0,8	–0,1	0,0	–0,2	0,1	...	0,4	...	...
Llars - altres finalitats	4,2	4,1	4,2	6,3	8,5	...	6,2	...	...
Administracions públiques	2,4	–8,5	–6,4	–7,1	–5,0	...	–4,0	...	...
TOTAL	**–1,4**	**–1,5**	**–1,0**	**–0,9**	**–0,4**	**...**	**0,1**	**...**	**...**
Taxa de morositat *(%)* [2]	**9,4**	**6,1**	**7,7**	**6,1**	**...**	**...**	**...**	**...**	**...**

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

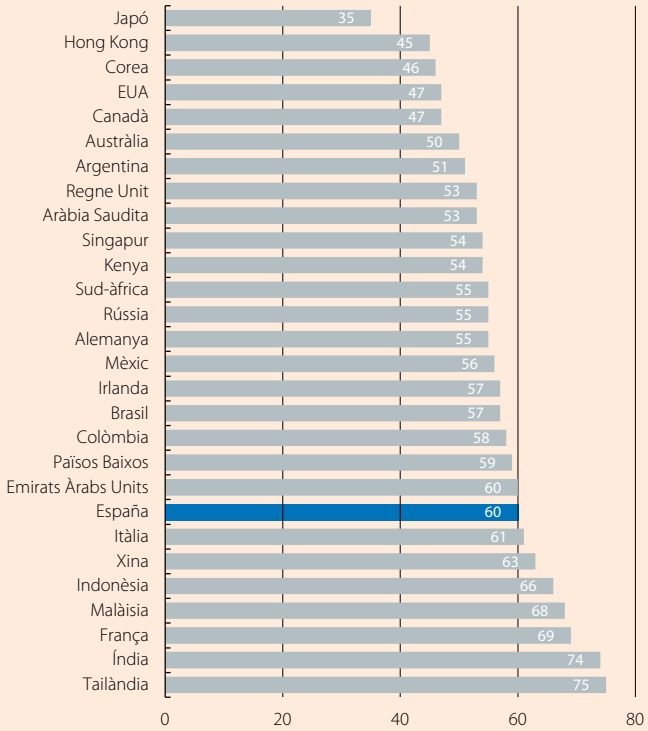
Capitalisme: crisi?, quina crisi?

Està en crisi el capitalisme? Està fallant el «sistema econòmic basat en la propietat privada dels mitjans de producció i en la llibertat de mercat», segons la definició de la Reial Acadèmia Espanyola?

Com a mínim, podem assenyalar que presenta algunes disfuncions: segons un estudi de referència de la Fundació Edelman, el 56% dels entrevistats afirmaven que el «capitalisme fa més mal que bé» i el 74% consideraven que era injust.[1] També, en aquest mateix estudi, a 22 dels 28 països examinats, més del 50% dels enquestats opinaven que el capitalisme era nociu (el 60% a Espanya). Per tant, el qüestionament del capitalisme està geogràficament molt estès, però, potser, és especialment rellevant la desafecció que s'està produint als EUA, sens dubte el país que associem més amb l'economia de mercat.

Rebuig al capitalisme al món

(% d'enquestats que afirmen que el capitalisme, tal com existeix en l'actualitat, fa més mal que bé al món, 2020)



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

Crisi al quilòmetre zero del capitalisme

Durant l'actual carrera presidencial nord-americana, els mitjans de comunicació han destacat que una part de l'electorat donava suport a posicions «socialistes». Aquesta situació atípica explica, segurament, per què un dels candidats del Partit Demòcrata, Bernie Sanders, va ser capaç de mantenir-se durant molts mesos com a possible nominat malgrat unes propostes que, en el context nord-americà, podien ser considerades més pròximes als extrems que al centre. El fet que, als ulls d'un votant europeu, hàgim de traduir «socialista» per socialdemòcrata per entendre millor el que Sanders proposava no ens eximeix d'haver de reflexionar sobre el fons de l'assumpte: els EUA, epicentre de l'economia de mercat, qüestionen el capitalisme?

Les dades suggereixen que, com a mínim, el model econòmic està en procés de reavaluació a l'Amèrica del Nord. Els estudis d'opinió del Pew Research Center avalen la tesi que, any rere any, un percentatge significatiu de nord-americans tendeixen a mostrar-se insatisfets amb el capitalisme.[2] Així, el 2019, el 33% dels enquestats afirmaven que tenien una visió negativa d'aquest sistema econòmic i social. Per descomptat, la desafecció amb l'economia de mercat no és homogènia, ja que varia en funció de la ideologia (els demòcrates estan més insatisfets), del nivell de renda (la gent amb menys ingressos hi dóna menys suport) i de l'edat (els joves són més crítics).

Una mirada més àmplia: de la crisi del capitalisme a les crisis del capitalisme

La qüestió ara és esbrinar fins a quin punt es tracta d'un fenomen recent. No és una pregunta senzilla de respondre, ja que la major part dels estudis se centren en les dues últimes dècades. Una de les poques excepcions són les dades recopilades per Blasi i Kruse,[3] que proporcionen una visió sobre el grau de contestació que ha rebut el capitalisme als EUA des del 1938. Segons aquest exercici, els nivells actuals de desafecció amb el capitalisme, en contra de la nostra tendència a llegir el present com una època excepcional, no són extraordinaris, ja que, en totes les grans crisis, decau el suport. Va ser així durant la Gran Depressió dels anys trenta, quan el 38% dels enquestats manifestaven posicions amb elements anticapitalistes; el 1975, en plena «crisi del petroli», quan aquest percentatge era del 34%, o el 2010, després de la Gran Recessió, quan el 40% dels entrevistats manifestaven que tenien una imatge negativa del capitalisme. Durant els períodes de bonança, en canvi, la xifra de crítics amb el sistema se situa al voltant del 20%.

1. Vegeu Edelman (2020), «Edelman Trust Barometer 2020», Global Report (gener).
2. Vegeu Pew Research Center, «Political Survey Dataset» (2011); «Pew Research Center's Global Attitudes Project» (2012); «Generation Z looks a lot like Millenials on Key Social and Political Issues» (2019), i «In Their Own Words: Behind Americans' Views of "Socialism" and "Capitalism"» (2019).
3. Vegeu Blasi, J. i Kruse, D. (2018), «Today's youth reject capitalism, but what do they want to replace it?», The Conversation.

Capitalisme: disfuncions i xocs no són el mateix

En definitiva, sembla inqüestionable que som en una fase de desafecció creixent amb el capitalisme, l'extensió geogràfica de la qual és àmplia (i arriba a l'epicentre del sistema, els EUA) i, així i tot, no difereix gaire d'altres puntes de qüestionament de diferents èpoques. Ara bé, a cada moment històric, les crítiques al capitalisme han adoptat formes una mica diferents. Quines són les actuals?

Quan es revisen els múltiples debats i els articles sobre la qüestió, comencen a aparèixer un seguit d'elements coincidents: menor creixement econòmic que en el passat; estancament, quan no declivi, de la productivitat; augment de la desigualtat de la renda i de les oportunitats; tendència al curtterminisme; incapacitat d'internalitzar les externalitats negatives (com l'impacte mediambiental), o, finalment, una certa inestabilitat financera que no es pot acabar de suprimir.

Presentat així, aquest calaix de sastre de mals del capitalisme, per poc que s'hi pensi, grinyola una mica. Si fem una lectura menys superficial, podem distingir, realment, que aquesta llista combina fets de naturalesa molt diferent. En concret, es barregen dos tipus d'elements.

Els primers són el que podem anomenar disfuncions estructurals del capitalisme. L'economia de mercat és un sistema que, per naturalesa, presenta unes característiques que tenen efectes indesitjats. En el cas del capitalisme, són les anomenades fallades de mercat, és a dir, els intercanvis per als quals el mecanisme de preus no ofereix la informació precisa sobre els beneficis i sobre els costos socials i que requereixen una intervenció pública per, en la mesura que sigui possible, corregir-los. En aquesta categoria, entren la regulació de les externalitats negatives, com la contaminació. Un altre element situat en aquesta categoria de disfuncions estructurals seria la tendència al curtterminisme. Que hi ha disfuncions inherents al capitalisme no és una cosa nova, i, de fet, una gran part de les institucions amb les quals ens hem dotat persegueixen, realment, minimitzar aquests efectes. Per exemple, dotar d'independència els bancs centrals és un intent de donar resposta a la miopia dels decisors de la política monetària. O la creació d'un mercat d'emissions de CO_2 intenta contribuir a internalitzar els costos socials que genera la pol·lució de les empreses.

El segon bloc de «mals» és diferent. Quan es diu que el capitalisme ja no funciona (traduït com «no creixem com en el passat» i/o «només beneficia uns pocs»), en el fons, el que succeeix és que, en realitat, som en una etapa històrica de canvi accelerat, presidit per elements com el salt tecnològic, la intensificació de la globalització, l'envelliment demogràfic o la transició ecològica. El capitalisme, en aquesta fase històrica, actua, certament, com un intermediari davant aquesta sèrie de xocs i de tendències, però no pot ser considerat el causant últim. Això no vol dir que aquesta mediació sigui automàtica o neutral, ja que, certament (i aquí entrem en el punt clau del nostre diagnòstic de la «crisi» del capitalisme), no tots els capitalismes són iguals.

Així s'entén, per exemple, que, en un dels punts de tensió claus, que es dona en certes economies que, pel que sembla, no poden reconciliar el creixement econòmic i la capacitat de redistribució (o lluita contra la desigualtat), sigui en realitat un *trade off* no tan obvi, ja que altres països sí que, pel que sembla, han trobat un equilibri raonable.

Capitalisme: un sistema adaptatiu

La nostra tesi és que aquestes diferències entre capitalismes importen... i molt. Malgrat que la defensa d'aquesta tesi serà l'objectiu dels tres articles següents, volem fer un petit *spoiler* als nostres lectors. La premissa bàsica és que, tot i que hi ha un nucli dur de característiques compartides per totes les economies capitalistes, a la pràctica, hi ha diferències entre països (sense embuts, entre grups de països) que acaben conformant diferents varietats de capitalisme clarament diferenciables i que aquestes varietats funcionen millor, o pitjor, en funció de les característiques de l'entorn o del moment històric. Per exemple, i per esmentar una preocupació actual de màxima rellevància, les capacitats per lluitar contra pandèmies no seran les mateixes en una varietat del capitalisme que en una altra.

De fet, l'existència de varietats del capitalisme entre països apunta a un tret fonamental d'aquest sistema econòmic, la seva capacitat d'adaptació i d'evolució. Davant les crítiques dels qui entenen el sistema capitalista com quelcom monolític i immutable, una revisió històrica permet descartar aquesta visió tan estàtica, ja que, com es defensarà al nostre article final, el capitalisme actual i el del 1945 presenten moltes diferències. Per aquest motiu, i per convence'l, benvolgut lector, li demanem que ens acompanyi en els següents articles del Dossier. Endinsem-nos, doncs, en aquesta visió enriquida del capitalisme (capitalismes, en realitat) per entendre bé les causes i les conseqüències d'aquesta complexa interrelació entre tendències globals, sistemes econòmics i prosperitat.

Álvaro Leandro i Àlex Ruiz

Capitalisme, en la varietat hi ha el gust

Els EUA i Alemanya són molt diferents, és força obvi, però comparteixen un tret comú: tots dos són països capitalistes. De fet, si fem un repàs ràpid al conjunt de països del món, s'acaba abans identificant els que no són capitalistes, bàsicament Corea del Nord i Cuba.[1] Per tant, el capitalisme és el model econòmic no ja dominant, sinó gairebé universal. Quan s'observa la realitat econòmica amb més detall, però, comencen a sorgir alguns interrogants: comparteixen el mateix sistema econòmic un país en què l'acomiadament lliure és habitual (els EUA) i un altre en què està molt regulat (la pràctica totalitat d'Europa)? Un en què la despesa pública social puja al 31% del PIB (França) i un altre en què amb prou feines supera l'11% (Corea del Sud)? I podríem continuar, de manera que el dubte sembla justificat: en realitat, tots els països convencionalment considerats capitalistes ho són? La resposta breu és sí, ja que l'economia es pot organitzar sota formes institucionals molt diverses sense deixar d'operar sota la lògica del mercat. O, en altres paraules, el capitalisme pot adoptar formes sensiblement diferents sense alterar la seva naturalesa profunda.

Economia de mercat liberal *versus* economia de mercat coordinada

Aquestes formes diferents es coneixen, en la literatura acadèmica, amb la denominació de varietats del capitalisme. L'evolució d'aquesta literatura ja il·lumina el tema que ens interessa, que és, tal com ho hem plantejat a l'article anterior d'aquest Dossier, la reflexió sobre les anomalies (creixement baix, desigualtat creixent, etc.) que sembla que acumula el capitalisme. Segons el nostre parer, estem en millor disposició d'aprofundir en aquest debat si som capaços d'identificar les modalitats de capitalisme que estan més ben preparades per bregar amb aquests problemes.

Doncs bé, la primera gran distinció que ofereix aquesta literatura és força lògica, ja que postula l'existència de dues grans varietats. La primera, encarnada pels EUA, és l'anomenada economia de mercat liberal i, com s'aprecia a la primera taula, es caracteritza pels següents elements: més importància de la coordinació a través del mercat, un grau de flexibilitat laboral elevat o un pes menor de la regulació i de la intervenció pública. La segona és coneguda com economia de mercat coordinada o també com «economia social de mercat». Aquesta varietat es caracteritza, entre altres aspectes, per una coordinació menys mitjançada pel mercat, per un mercat laboral més regulat i per un pes més gran del sector públic.[2]

Principals característiques de les varietats fonamentals del capitalisme

	Economies de mercat liberals	Economies de mercat coordinades
Mecanismes de coordinació i principals institucions	Mercat i contractes	Mercat (en un cert grau) i institucions no mercantils (negociacions col·lectives, organitzacions multisectorials, etc.)
Sectors claus	Sectors innovadors, de canvi radical i en què el dinamisme sigui important	Sectors basats en l'acumulació de competències i de canvi incremental
Sistema polític	Presidencialistes, pocs partits, sistemes electorals majoritaris i orientats a la competència política	Diversos partits, sistemes proporcionals i parlamentaris i orientats a la creació del consens
Tipus d'estat del benestar	Liberal, complementari	Universalista
Mercat laboral	Flexible i dinàmic, preponderància del marc legal a nivell empresarial, tendent a una rotació alta	Preponderància del marc legal a nivell sectorial o nacional, contractes de llarga durada, rigidesa i menys flexibilitat
Competències i aptituds dels treballadors	Generals, que afavoreixin la rotació entre sectors	Especialitzada i idiosincràtica, orientada a la permanència al sector
Horitzó de la inversió productiva	Curt termini	Llarg termini
Estructures organitzatives típiques a l'empresa	Verticals, capacitat de decisió concentrada en els nivells directius superiors	Horitzontals, capacitat de decisió més compartida entre actors
Tipologia d'innovació	Dinàmica, rupturista	Incremental

Font: *CaixaBank Research, a partir de J. Aguirre i R. Lo (2012), «Variedades de capitalismo. Una aproximación al estudio comparado del capitalismo y sus aplicaciones para América Latina», Centro Interdisciplinario para el Estudio de Políticas Públicas, Document de Treball 85.*

Un món de capitalismes diversos i en transició

Malgrat que són atractives per la seva senzillesa, aquestes dues categories semblen massa simplificades, ja que estableixen una estructura massa rígida per donar cabuda a la multiplicitat de formes de capitalisme que s'observen, en particular d'ençà que, amb la caiguda del Mur de Berlín, passa a ser el model productiu preponderant. Així, a mesura que les antigues economies comunistes transiten cap a diferents modalitats del capitalisme, que els processos liberalitzadors de les economies europees en el marc de la UEM s'acceleren, que la globalització s'estén i incorpora més països i que, finalment, s'accelera la revolució tecnològica, es constata que les formes híbrides del capitalisme guanyen més importància.

1. Els països nominalment comunistes són més, però, a la pràctica, són sistemes híbrids, amb elements de capitalisme fàcilment identificables. En aquesta línia, un cas paradigmàtic seria Vietnam o..., fins i tot, Veneçuela.
2. Vegeu Hall, P. A. i Soskice, D. (eds.) (2001). Varieties of capitalism: The institutional foundations of comparative advantage, OUP Oxford.

Així, és possible detectar varietats que comparteixen moltes de les característiques liberals, però no totes (el que anomenem economies de mercat quasiliberals), o altres que s'assemblen, però amb diferències, a les economies socials de mercat (les bategem com economies de mercat quasicoordinades). A més a més, una revisió més detallada del passat demostra que ha existit una varietat que s'acostuma a denominar economia amb preponderància estatal i que, caracteritzada per un paper important de l'Estat en els mecanismes de coordinació, ha estat rellevant en certs països.

En definitiva, és possible utilitzar aquesta literatura acadèmica més recent per construir una versió actualitzada i amb bona capacitat interpretativa del món capitalista existent.[3] En concret, la taxonomia proposada es construeix a partir d'una sèrie de variables que reflecteixen la disparitat d'acords institucionals que es poden adoptar per organitzar una economia de mercat (per exemple, el grau de protecció del treballador, la importància dels mercats financers, les relacions laborals, etc.). Mitjançant un exercici de segmentació, tenint en compte aquests àmbits, es poden identificar països que s'assemblen i, en conseqüència, es poden proposar les cinc varietats del capitalisme comentades més amunt: les economies de mercat liberals, les coordinades, les quasiliberals, les quasicoordinades i les que presenten una preponderància estatal (vegeu els resultats a la segona taula).

Varietats del capitalisme: països integrants

	1990	2015
Economies amb preponderància estatal	Turquia Itàlia Espanya Bèlgica Grècia	
Economies de mercat coordinades	Àustria Alemanya Dinamarca Finlàndia Suècia França Països Baixos	Portugal Itàlia França
Economies de mercat quasicoordinades	Noruega Japó	Nova Zelanda Japó Grècia Turquia Polònia Alemanya República Txeca Corea del Sud Hongria Polònia
Economies de mercat quasiliberals	Austràlia Nova Zelanda Irlanda Suïssa	Suècia Irlanda Finlàndia Dinamarca Àustria Països Baixos Noruega Espanya Bèlgica
Economies de mercat liberals	Estats Units Regne Unit Canadà	Austràlia Canadà Estats Units Suïssa Regne Unit

Nota: *Actualització de la classificació d'Schneider i Paunescu, amb noves dades fins al 2015. Elaborada utilitzant la tècnica cluster analysis, un mètode d'agrupament, amb dades socioeconòmiques i institucionals (per exemple, grau de protecció del treballador, importància dels mercats financers, relacions laborals, etc.).*
Font: *CaixaBank Research, a partir d'Schneider i Paunescu (2012) i de dades de l'OCDE, de la UNCTAD, de l'FMI i del Banc Mundial.*

Tal com s'aprecia a la segona taula, que presenta la nostra classificació actualitzada de països en funció de les diferents varietats del capitalisme, destaca un creixement de les varietats híbrides, és a dir, les quasiliberals i les quasicoordinades. En particular, és important destacar que països típicament coordinats han relaxat alguns dels seus aspectes més característics mitjançant reformes que introdueixen elements liberals. El cas més paradigmàtic d'hibridació seria, segurament, Alemanya, que, després de les importants reformes liberalitzadores de la dècada dels 2000 (en particular, les anomenades reformes Hartz del mercat laboral, que el van flexibilitzar de manera significativa), ha passat de ser un arquetip d'economia de mercat coordinada a ser-ho de quasicoordinada. Un altre element interessant sobre les transicions entre varietats que cal destacar és que desapareix la que anomenem economia de mercat de preponderància estatal. En gran part, és el resultat del procés de liberalització que es va donar en economies com l'espanyola o la portuguesa en el marc de la seva plena integració al mercat europeu i de les subsegüents privatitzacions derivades de la transició cap a la creació de la moneda única.

En resum, si aquestes dinàmiques són una representació raonablement bona del món en els 30 últims anys, quan el lector les repassi, és possible que recuperi alguns dels interrogants plantejats en el primer article del Dossier. Així, quines d'aquestes varietats són capaces de generar, de forma sostinguda, millors ritmes de creixement? Quines limiten més la tendència cap a la desigualtat? Quines són més innovadores? De manera paradoxal, el món acadèmic ha prestat relativament poca atenció a aquesta relació entre varietats del capitalisme i resultats econòmics i socials. Malgrat que hi ha alguna excepció,[4] les preguntes rellevants per al ciutadà del carrer no han estat prou estudiades. Nosaltres no ens podem permetre el luxe d'ignorar una qüestió tan rellevant. Per aquest motiu, al següent article, intentem aclarir una mica les diferents varietats del capitalisme. Ens esperen algunes sorpreses.

Álvaro Leandro i Àlex Ruiz

3. Vegeu Schneider, M. R. i Paunescu, M. (2012), Changing varieties of capitalism and revealed comparative advantages from 1990 to 2005: A test of the Hall and Soskice claims, Socio-Economic Review, 10(4), 731-753.
4. Vegeu Acemoglu, D., Robinson, J. i Verdier, T. (2012), «Can't We All Be More Like Nordics? Asymmetric Growth and Institutions in an Interdependent World», NBER Working Paper, 18.441. National Bureau of Economic Research, Working Paper, 18.441. National Bureau of Economic Research.

Les promeses de les varietats del capitalisme, o sobre la impossibilitat de tenir-ho tot

El filòsof polític nord-americà John Rawls va encunyar el concepte de «vel de la ignorància». Sota aquesta expressió una mica críptica, hi ha una noció suggeridora: per saber quina és la millor societat per viure, cal preguntar-se «si no sabés quina posició tindria en aquesta societat, en quina mena de societat triaria viure en néixer?». Rawls ho plantejava en termes d'una societat més justa, però nosaltres li proposarem, benvolgut lector, la següent reflexió: tenint en compte l'evidència disponible i les seves preferències, en quina varietat del capitalisme preferiria «viure»? Repassem el menú de grans alternatives disponibles.

Una primera aproximació per perfilar el menú és comparar les diverses característiques socioeconòmiques de les diferents varietats del capitalisme (vegeu la taula adjunta). Com s'ha esmentat a l'article anterior, una primera gran distinció és entre les economies amb més coordinació a través del mercat, amb un grau elevat de flexibilitat laboral o amb un pes menor de la regulació i de la intervenció pública (economies liberals), i les caracteritzades per una coordinació menys mitjançada pel mercat, per un mercat laboral més regulat i per un pes més gran del sector públic (economies coordinades, o també anomenades economies socials de mercat). A més a més, es poden identificar dues variants que comparteixen algunes, però no totes, les característiques (quasiliberals i quasicoordinades) i una cinquena varietat en què el més rellevant és la preponderància de l'activitat pública. Aquest exercici ens permet arribar a una primera gran conclusió: sembla que, en molts àmbits, les varietats híbrides, és a dir, la quasicoordinada i la quasiliberal, ofereixen en l'actualitat bones possibilitats en termes de creixement, d'innovació i d'inclusivitat.

Però, per afinar l'anàlisi, cal anar més enllà de la radiografia actual i relacionar, mitjançant un exercici economètric (vegeu els detalls metodològics al gràfic), les principals variables socioeconòmiques amb les diferents modalitats del capitalisme i la seva evolució temporal des del 1990. Vegem, doncs, el resultat d'aquesta anàlisi.

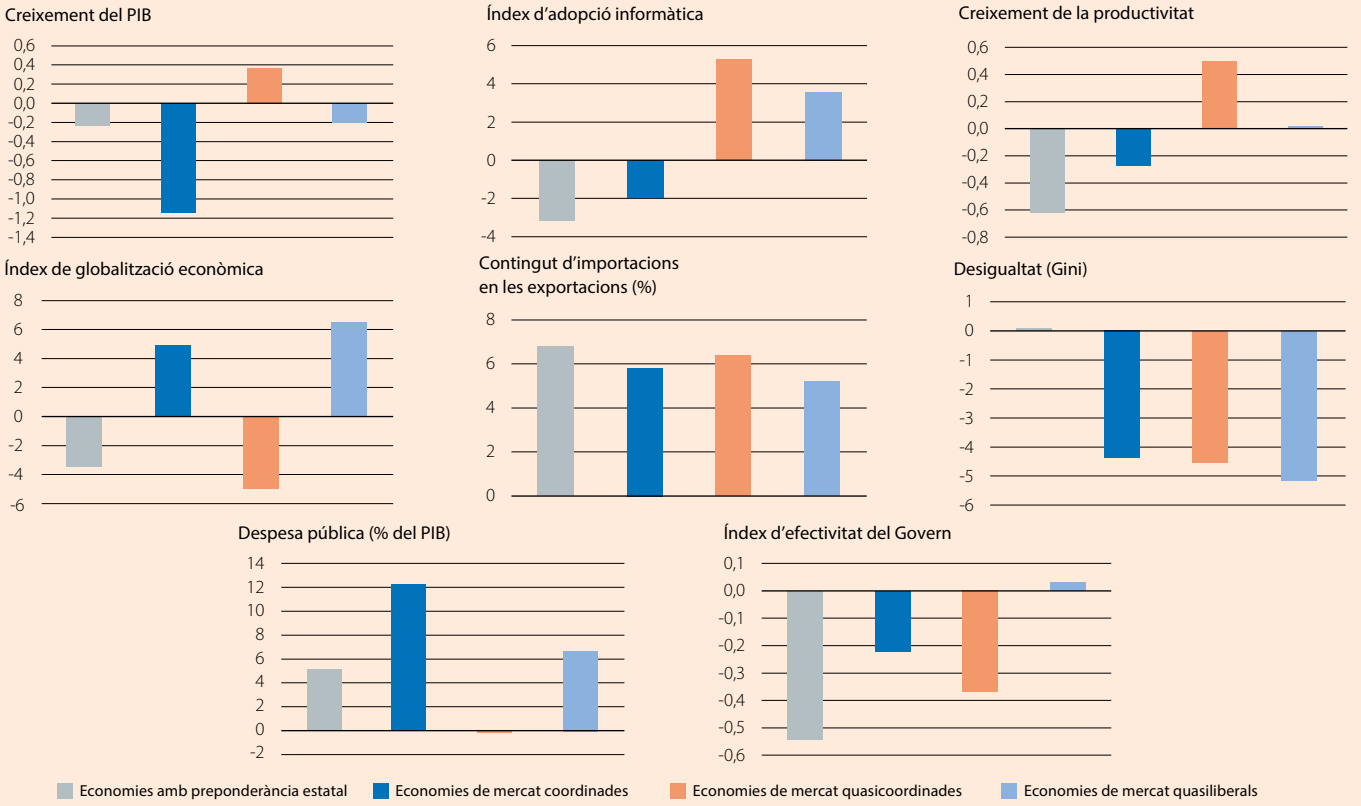
Principals característiques fonamentals de les varietats del capitalisme

	Economies de mercat liberals	Economies de mercat coordinades	Economies de mercat quasicoordinades	Economies de mercat quasiliberals
Dimensió d'equitat				
Gini (2015-2018)	35,3	34,5	32,7	29,6
Índex de creixement inclusiu (2018)	5,2	4,4	4,7	5,4
Dimensió de creixement				
Creixement del PIB (2015-2020)	0,5	0,4	0,6	1,1
Inflació (2015-2020)	1,2	0,7	2,3	1,1
Dimensió de digitalització/tecnologia				
Índex d'adopció informàtica (2018)	74,0	69,8	71,9	76,3
Creixement de la productivitat (2015-2018)	0,5	0,4	0,6	1,1
Creixement de la productivitat laboral (2015-2019)	0,7	0,4	1,7	1,4
Teletreball (2018)	43,3	35,3	31,2	39,7
Dimensió de globalització				
Índex de globalització (2015-2017)	85,8	84,8	81,0	88,2
Índex de globalització econòmica (2015-2017)	74,5	75,5	71,6	83,5
Contingut d'importacions en les exportacions (%) (2015)	18,8	29,0	27,8	27,0
Dimensió d'importància de l'actuació pública				
Dèficit en percentatge del PIB (2015-2019)	–1,6	–2,5	–0,6	0,0
Deute en percentatge del PIB (2015-2019)	72,9	117,9	82,0	64,5
Llits d'hospital per 1.000 (2015-2018)	3,3	4,2	7,0	3,9
Despesa total en sanitat en percentatge del PIB (2015-2018)	11,8	9,8	8,0	9,8
Inversió en sanitat en percentatge del PIB (2015-2018)	51,0	58,0	19,6	54,2
Qualitat reguladora (2015-2018)	1,7	0,9	1,0	1,6
Efectivitat del Govern (2015-2018)	1,7	1,0	1,0	1,6
Dimensió de satisfacció de necessitats				
Esperança de vida (2015-2018)	81,6	82,3	80,1	81,9

Notes: *Mitjanes dels anys entre parèntesis. Els valors més alts de l'índex de creixement inclusiu corresponen a un grau més elevat de creixement inclusiu.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE, de l'FMI, del Banc Mundial i del KOF Swiss Economic Institute.*

L'impacte de les varietats del capitalisme sobre les principals variables socioeconòmiques

Diferència en relació amb les economies de mercat liberals



Notes: *Aquests gràfics mostren els resultats de 6 regressions lineals MCO utilitzant dades de panell amb 26 països i en 7 períodes. En cada regressió, la variable de resposta és una de les sis variables socioeconòmiques, i les variables explicatives són variables binàries que denoten la varietat de capitalisme a la qual pertany cada país en cada període (s'exclou la variable binària per a la varietat d'economies de mercat liberals) i variables de control de PIB* per capita *i d'efectes fixos de temps. Als gràfics es veuen les magnituds dels coeficients de les quatre variables binàries de varietat del capitalisme. Com s'ha exclòs la variable binària per a la varietat d'economies de mercat liberals, aquests coeficients es poden interpretar en relació amb aquesta varietat. Per exemple, els resultats de la regressió amb el Gini com a variable de resposta suggereixen que les economies de mercat coordinades, de mitjana i controlant pel PIB* per capita *i pels efectes fixos de temps tenen un Gini 4,37 punts inferior a les economies de mercat liberals, mentre que, a les economies amb preponderància estatal, la diferència amb les economies de mercat liberals no és significativa.*

Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Schneider i Paunescu (2012), de l'OCDE, del Banc Mundial, de l'FMI, de la UNCTAD i del KOF Swiss Economic Institute.*

El creixement com a requeriment irrenunciable

Al llarg del present Dossier, hem reiterat que qualsevol sistema econòmic que no és capaç de crear prosperitat fins a un nivell mínimament acceptable està sentenciat. Doncs bé, si del que es tracta és de créixer, l'exercici economètric que fem aquí, i que se sintetitza als gràfics adjunts, és força concloent: la quasicoordinada i la liberal són les dues modalitats del capitalisme que creixen més a llarg termini. En sentit oposat, la coordinada ofereix pitjors resultats en matèria de creixement.

Quina és la base d'aquest resultat? En primer lloc, les economies quasicoordinades destaquen pel seu major creixement de la productivitat, en termes de productivitat aparent del treball o en termes de productivitat total dels factors (PTF). Un altre àmbit que es pot relacionar amb la prosperitat a llarg termini és la capacitat d'aprofitar la globalització, perquè es constata un vincle clar entre el grau d'obertura d'una economia al comerç internacional i el creixement.

La gran disjuntiva: eficiència a canvi d'equitat?

Fins aquí, el menú d'alternatives es pot sintetitzar de la següent manera: si del que es tracta és de crear prosperitat, més enllà de fins a quin punt es fa d'acord amb la innovació o amb la globalització, el millor és jugar sobre segur i triar economies liberals, quasiliberals o quasicoordinades. Les de preponderància estatal (quan existien) són una mica inferiors. Les coordinades, millor evitar-les. Però què succeeix si el preu d'aquest creixement és un nivell d'equitat inacceptablement baix? Jutjar la inacceptabilitat queda lluny de les nostres possibilitats i dependrà de les preferències de cadascú. El que sí que podem fer és ordenar les varietats del capitalisme en funció de la seva capacitat per ser més o menys equitatives. Els resultats ens ofereixen algunes sorpreses.

Així, mentre que les economies liberals són les que menys equitat exhibeixen (com era d'esperar), sorprèn, en certa manera, que les modalitats «híbrides», és a dir, les quasiliberals i les quasicoordinades, siguin més equitatives que les coordinades. No deixa de ser paradoxal que, malgrat que les coordinades són economies amb una despesa pública més elevada que la resta, la qual cosa

suggereix una major preponderància del sector públic en l'economia, això no es tradueixi en nivells més alts d'equitat. Una part del problema podria ser que els indicadors d'eficiència del sector públic de les economies coordinades no són gaire bons, tot i que la veritat és que les economies de preponderància estatal i les quasicoordinades tampoc brillen en aquest àmbit.

Sobre les possibilitats de triar

En qualsevol cas, a partir de la nostra anàlisi, arribem a l'interessant resultat que, com a mínim, dues de les varietats del capitalisme, la quasicoordinada i la quasiliberal, han estat capaces d'oferir resultats satisfactoris en matèria de creixement i, simultàniament, han aconseguit un bon nivell d'equitat (si més no en termes comparats). Això ens ofereix un punt d'esperança per contrarestar les visions apocalíptiques que neguen al capitalisme la possibilitat d'assolir un cert punt d'equilibri virtuós en dimensions claus del benestar humà.

La qüestió, però, és plantejar-se si aquesta preferència per l'una o per l'altra varietat del capitalisme deriva, exclusivament, de consideracions econòmiques. Malgrat que no és possible explorar aquí de manera detallada la qüestió, sí que es pot apuntar una tesi de fons: els elements culturals, definits en sentit ampli, segurament també són importants. En un Dossier anterior,[1] vam constatar que el que anomenàvem el gir il·liberal de la política econòmica es podia vincular, en un grau gens menyspreable, a factors culturals, com els valors de cada societat. El fet que, com s'explica a l'article «Capitalisme, en la varietat hi ha el gust» d'aquest mateix Dossier, en les dues últimes dècades, el nombre de països que formen part de la categoria d'economia liberal s'hagi reduït a la meitat es pot vincular, en certa manera, a aquest gir il·liberal. Per tant, sense negar el pes dels factors econòmics, sembla que els elements culturals també juguen un paper en aquesta opció. Una lliçó que cal recordar, perquè, tal com s'explorarà al següent article del Dossier, vénen temps exigents per a les varietats del capitalisme menys equipades per al món en què ens endinsem.

Álvaro Leandro i Àlex Ruiz

1. Vegeu el Dossier «L'amenaça del gir il·liberal», a l'IM01/2020.

Capitalisme(s) per al món del demà

A hores d'ara, un cop llegits els articles anteriors d'aquest Dossier, confiem haver convençut el lector que les diverses varietats del capitalisme ofereixen una combinació de resultats econòmics i socials diferents. Cap d'elles és, *a priori*, intrínsecament millor que les altres. Tot dependrà del context històric que toqui viure: algunes d'elles estan més ben equipades per a certes situacions, mentre que funcionaran pitjor en altres circumstàncies. Així, doncs, en el món en què ens endinsem, quines seran les varietats del capitalisme que, potencialment, poden funcionar millor? I, per a la resta, hi ha esperança de canvi i d'evolució?

El món del demà va començar ahir

Escrivim, encara, sota l'impacte de la COVID-19 i del seu halo d'incertesa, incomparablement més gran que el dels vells temps. En aquesta tessitura, podem arribar a definir alguns aspectes claus del futur a mitjà i a llarg termini que no es vegin superats per la voràgine dels esdeveniments? Amb tota la prudència possible, creiem que la revisió de les lliçons del passat ens proporciona dues grans conclusions. La primera és que la història ens recorda que els grans xocs, com la pandèmia actual, tenen efectes estructurals, és a dir, canvien la dinàmica a llarg termini.[1] La segona és que aquests xocs actuen en moltes dimensions, però una de les més fonamentals és la institucional.

Les varietats del capitalisme no deixen de ser el resultat d'una combinació determinada d'una sèrie d'elements institucionals. Per tant, el que ara cal plantejar-se és quines pressions patiran les diferents varietats a causa de la transmissió del xoc. És el moment de preguntar-se si les varietats que pivoten més sobre la coordinació a través del mercat, un grau elevat de flexibilitat laboral o un pes més gran de la regulació i de la intervenció pública (economies liberals) funcionaran millor. O si, en canvi, se'n sortiran millor les caracteritzades per una coordinació menys mitjançada pel mercat, per un mercat laboral més regulat i per un pes més gran del sector públic (coordinades, o també anomenades economies socials de mercat). O, potser, en el futur, rendiran millor les varietats «híbrides» (quasiliberals i quasicoordinades).

Dimensions crítiques de canvi: dinamisme econòmic, resiliència i equitat

En els últims mesos, s'han prodigat les anàlisis en què es posen sobre la taula diferents aspectes de la nostra economia, de la nostra societat i de la nostra política que canviaran arran de la pandèmia. Així, es destaca que es produirà l'acceleració d'algunes tendències, com, per exemple, la digitalització, amb noves maneres de treballar o de consumir. O també que veurem canvis en les formes de produir, amb una basculació cap a cadenes de valor menys fragmentades globalment. Així mateix, s'esmenta el major pes dels governs i de l'actuació pública per resistir el cop econòmic i per proporcionar més recursos al sistema sanitari.

Segurament, es podria ampliar aquesta llista, però és suficient per il·lustrar tres grans dimensions que aglutinen el que podríem anomenar demandes, o exigències, sobre el sistema: el dinamisme econòmic, la resiliència i l'equitat. No són, certament, compartiments estancs, però definir-los en blocs diferents ens pot ajudar a entendre'ls millor.

La dimensió del dinamisme econòmic és crítica en qualsevol sistema econòmic, ja que, segons el nostre parer, si no es compleix, el sistema senzillament es col·lapsa. El comunisme va fracassar perquè els seus nivells d'eficiència i, en conseqüència, de creixement eren molt baixos. El capitalisme, en canvi, és preponderant perquè tendeix a ser eficient i, com a resultat d'això, és capaç d'oferir creixement econòmic de forma sostinguda en el temps. Per tant, aquesta és una demanda que, en el futur, es mantindrà, com ja ha succeït en el passat.

La segona dimensió és la de la resiliència, subjacent a molts dels canvis esmentats més amunt. Es tracta de garantir que el sistema econòmic sigui més sòlid que en el passat. Aquesta resiliència opera a diferents nivells, com la basculació cap a proveïdors locals (que són percebuts com menys vulnerables) o la deslocalització de grans seus empresarials en unitats més petites (fins i tot, a les llars dels empleats). Però també mitjançant decisions de política pública, com reforçar els recursos sanitaris o les intervencions econòmiques per donar suport a les necessitats privades de liquiditat i de finançament. Aquesta dimensió de resiliència és relativament nova i s'ha accelerat després de la pandèmia, malgrat que, en alguns elements, ja es començava a plantejar en els últims anys.

Finalment, l'última dimensió és la de l'equitat. En sentit estricte, molts sistemes econòmics han estat capaços de generar prou creixement econòmic durant llargs períodes sense atendre els aspectes d'equitat. No obstant això, si més no des de la Gran Recessió del 2008-2009, s'ha posat de manifest que la societat entén que un cert grau d'inclusivitat del creixement és irrenunciable. La crisi de la COVID-19, segons el nostre parer, intensifica la demanda de prosperitat per a tothom (o, si més no, per a molts), com ho testifiquen les mesures, en concepció o en marxa, que haurien de promoure el creixement inclusiu.

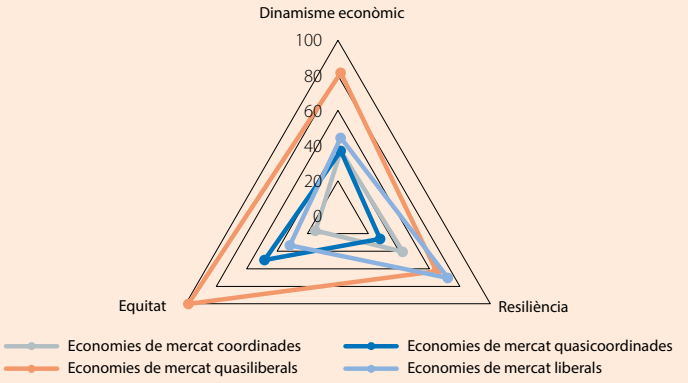
1. Per a més detalls, vegeu el Dossier «El món després de la COVID-19», a l'IM05/2020.

Pressions diferents sobre les varietats del capitalisme

Les diferents varietats del capitalisme estan preparades per satisfer les demandes de dinamisme, de resiliència i d'equitat? Per respondre aquesta qüestió fonamental, hem associat una sèrie àmplia de característiques socioeconòmiques, compilades a l'article «Les promeses de les varietats del capitalisme, o sobre la impossibilitat de ternir-ho tot», a les tres dimensions esmentades (vegeu el gràfic).

Com era d'esperar, les diferents varietats no estan en les mateixes condicions per afrontar les demandes citades més amunt. Així, les economies quasiliberals (on, segons la nostra classificació, es troben actualment, entre d'altres, Espanya i els països nòrdics) són les que sembla que estan en una posició millor, ja que ofereixen resultats elevats en les tres dimensions: el seu punt de partida és el millor en matèria de dinamisme econòmic i d'equitat, i el segon millor en resiliència. A distància, les economies liberals tenen nivells de resiliència semblants als de les quasiliberals, però amb menys creixement i menys equitat. Finalment, sembla que les economies quasicoordinades i coordinades estan sotmeses a més tensions, ja que, malgrat que les dues varietats exhibeixen un nivell de dinamisme econòmic similar, les coordinades són les que estan relativament més mal posicionades en termes d'equitat, mentre que les quasicoordinades s'allunyen de la resta de varietats en resiliència.[2]

Varietats del capitalisme: posició en dimensions claus en el futur



Notes: *Es calcula un índex de 0 a 100 en cada dimensió, de manera que, si una varietat és la millor en totes les variables que componen la dimensió, puntua 100 i, si és la pitjor, rep un 0. La dimensió de dinamisme econòmic la integren el creixement, la inflació, l'índex d'adopció TIC, el creixement de la PTF, el creixement de la productivitat laboral, l'índex de teletreball, l'índex de globalització total, l'índex de globalització econòmica i el contingut de les importacions en les exportacions. La dimensió d'equitat la componen l'índex de Gini i l'índex de creixement inclusiu.*
La dimensió de resiliència la componen l'índex d'adopció TIC, l'índex de teletreball, el deute públic, el dèficit públic, els llits d'hospital per 1.000 habitants, la despesa total en sanitat, la inversió en sanitat, la qualitat reguladora i l'efectivitat governamental.
Font: *CaixaBank Research.*

Aquest diagnòstic ens indica, certament, quines varietats estan en millor o en pitjor disposició per afrontar a curt termini el xoc, però no implica que aquesta sigui la situació a llarg termini, ja que un dels elements fonamentals del capitalisme és la seva capacitat d'adaptació.

Sobre la possibilitat de canvi en el capitalisme

Com hem vist a l'article «Capitalisme, en la varietat hi ha el gust», en les últimes dècades, el capitalisme de preponderància estatal ha desaparegut i les varietats més «pures», com la liberal i la coordinada, han perdut representants en benefici de models «híbrids». Això ens suggereix que el canvi no és una possibilitat teòrica, sinó una realitat històrica. En condicions normals, les institucions que conformen les varietats del capitalisme evolucionen lentament. No obstant això, quan es produeixen grans disrupcions, aquesta evolució s'accelera o, fins i tot, en casos dramàtics, en poden aparèixer altres de noves. Una altra vegada, construir escenaris de futur és molt incert, però el passat ens pot aportar algunes lliçons.

Quan es revisa la història institucional del capitalisme en els dos últims segles, s'identifiquen tres grans etapes.[3] La primera s'inicia cap a la meitat del segle XIX i arriba, amb notables vaivens, fins al període d'entreguerres. Es tracta d'un món en què el capitalisme pren la forma que habitualment descrivim com de *laissez faire*, és a dir, amb pocs contrapesos reguladors i institucionals al mercat i una situació, a la majoria de països, d'estat del benestar inexistent o incipient. En l'àmbit financer, és el moment del patró or.

Després de la Segona Guerra Mundial, el sistema muta i s'introdueixen elements d'intervenció pública de notable importància (per exemple, es desenvolupa l'estat del benestar a Europa), es construeix el sistema d'institucions multilaterals i es comencen a establir les bases de la globalització econòmica i financera actual. És el moment de la política econòmica keynesiana.

Finalment, després del col·lapse del sistema de Bretton Woods i dels xocs d'oferta de les dècades dels setanta i dels vuitanta del segle passat, el capitalisme es reforma amb una disminució del pes del sector públic en el sistema econòmic, l'abandonament del keynesianisme i el gir cap a l'economia de l'oferta i la instauració del que, en un Dossier anterior, anomenàvem consens liberal.[4]

D'aquest breu repàs es deriva una conclusió simple però poderosa: des del 1850, aproximadament, el capitalisme s'ha anat transformant, en part com a resposta als xocs i a tendències molt variades, i, en cada transformació, l'entramat institucional que el sosté també ha anat mutant. Aquesta capacitat d'adaptació ha estat la clau de la seva supervivència, i, creiem que, en aquesta ocasió, no hauria de ser diferent.

Álvaro Leandro i Àlex Ruiz

2. Aquests resultats són diferents dels que hem trobat en l'anàlisi de l'article anterior, en què les quasicoordinades sortien més ben parades, tot i que les dues anàlisis difereixen, ja que aquí ens centrem en la posició actual de les economies. Amb tota la cautela necessària, la nostra interpretació és que, de cara al futur, és més rellevant la posició actual en les diferents dimensions que la derivada de l'anàlisi històrica desenvolupada amb anterioritat.
3. Sobre aquesta qüestió, vegeu, per exemple, Ruggie, J. G. (1982), «International regimes, transactions, and change: embedded liberalism in the postwar economic order», International Organization, 36(2), 379-415.
4. Vegeu el Dossier «L'amenaça del gir il·liberal», a l'IM01/2020.

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:

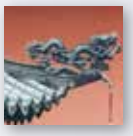
El dilema COVID-19: mobilitat i economia

En un moment en què molts països han començat a modular les mesures de distanciament social, analitzem la relació entre mobilitat i activitat econòmica i com la mobilitat pot afectar el funcionament de l'economia a curt termini.

La COVID-19 impulsa el teletreball

La crisi sanitària provocada per la COVID-19 ha obligat una gran part de la societat a adaptar-se al treball en remot, una pràctica relativament minoritària a Espanya abans de l'eclosió de la pandèmia. Espanya té, simplement, un baix potencial per al teletreball o, en canvi, el té però no l'explota?

Recuperació gradual a la Xina: optimisme cautelós amb alguns llastos



La Xina va un trimestre per davant que la resta de països, perquè va ser el primer a patir la COVID-19 i perquè ha contingut l'epidèmia. Estudiem la velocitat de la seva recuperació per obtenir pistes sobre com evolucionaran les economies avançades en els propers mesos.

La nova Europa verda

Malgrat que, en aquests moments, els nostres esforços s'han de concentrar a combatre els efectes del coronavirus, no podem oblidar que el canvi climàtic és un dels principals reptes que afrontem en el segle XXI. Analitzem el posicionament de la UE davant el repte ambiental, el *Green Deal* que proposa Europa i el paper que pot jugar el sector financer.

El món després de la COVID-19

La COVID-19 està sumint el món en una recessió sense precedents moderns. Com ens canviarà? Explorem les lliçons que ens ofereix la història i analitzem les transformacions dels sistemes productius i el paper de la política econòmica.

Notes Breus d'actualitat econòmica i financera

Seguiment i valoració a temps real de l'activitat econòmica a Espanya, a Portugal, a la zona de l'euro i a les principals economies internacionals, així com dels mercats financers i de les reunions del Banc Central Europeu i de la Reserva Federal. Subscriu-te a www.caixabankresearch.com.

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., 2020
© Banco BPI, 2020

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