IM10

INFORME MENSUAL
NÚMERO 449 | OCTUBRE 2020

ENTORN ECONÒMIC I FINANCER

MERCATS FINANCERS
La nova estratègia de la Fed

ECONOMIA INTERNACIONAL
La fragilitat macroeconòmica dels tipus d'interès

ECONOMIA ESPANYOLA
Evolució de la desigualtat en temps real: impacte de la reactivació econòmica

DOSSIER: L'AUGMENT DEL DEUTE EN TEMPS DE PANDÈMIA: COM AFRONTAR-LO?

El pes en deute de la COVID-19

Què fer davant els grans augments de deute públic? Un recorregut històric

El deute públic europeu a mitjà termini: sostenibilitat i reptes

La política monetària perd efectivitat quan les economies estan més endeutades?

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Octubre 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 setembre de 2020

ÍNDEX

1 EDITORIAL

3 LES CLAUS DEL MES

4 PREVISIONS

7 MERCATS FINANCERS

9 *La nova estratègia de la Fed*
Màxim Ventura Bolet, Ricard Murillo Gili i Eduard Llorens i Jimeno

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

15 *La fragilitat macroeconòmica dels tipus d'interès*
Adrià Morron Salmeron

19 ECONOMIA ESPANYOLA

21 *Evolució de la desigualtat en temps real: impacte de la reactivació econòmica*
Oriol Aspachs (CaixaBank Research), Ruben Durante (ICREA-UPF, IPEG i Barcelona GSE), José G. Montalvo (UPF, IPEG i Barcelona GSE), Alberto Graziano (CaixaBank Research), Josep Mestres (CaixaBank Research) i Marta Reynal-Querol (ICREA-UPF, IPEG i Barcelona GSE)

23 *Plans de pensions d'ocupació: una opció que s'obre camí*
Javier Garcia-Arenas

26 ECONOMIA PORTUGUESA

29 DOSSIER: L'AUGMENT DEL DEUTE EN TEMPS DE PANDÈMIA: COM AFRONTAR-LO?

29 *El pes en deute de la COVID-19*
Adrià Morron Salmeron i Javier Garcia-Arenas

31 *Què fer davant els grans augments de deute públic? Un recorregut històric*
Javier Garcia-Arenas i Adrià Morron Salmeron

33 *El deute públic europeu a mitjà termini: sostenibilitat i reptes*
Javier Garcia-Arenas i Adrià Morron Salmeron

35 *La política monetària perd efectivitat quan les economies estan més endeutades?*
Adrià Morron Salmeron i Javier Garcia-Arenas

L'oportunitat del pla de recuperació europeu

El pla de recuperació europeu Next Generation EU (NGEU) és una oportunitat única per a Espanya. Si fem les coses bé, el nostre país pot rebre 140.000 milions d'euros en els pròxims anys, la meitat en forma de transferències a fons perdut i l'altra meitat en préstecs. Aquesta quantitat equival a l'11% del PIB de l'any passat, és a dir, pot representar un flux de recursos de gairebé el 2% del PIB per any durant sis anys (tant de bo siguin més al principi, quan més es necessiten, i menys al final). Es tracta d'un volum prou important per donar suport a la recuperació econòmica a curt termini, però és, també, un enorme al·licient per transformar la nostra economia a llarg termini. Som, doncs, davant una oportunitat única per rellançar, per reformar i per modernitzar l'economia espanyola.

A què s'haurien de dedicar els fons europeus? Quines reformes haurien d'acompanyar els diferents projectes? Es tracta de dos interrogants sobre els quals paga la pena treballar a fons i de forma detallada. Les línies que segueixen només pretenen apuntar cinc objectius que s'haurien de perseguir. Les millors mesures poden complir diversos d'aquests objectius alhora, perquè, com mostren diversos exemples, no estan necessàriament renyits entre ells.

1. Impulsar la recuperació a curt termini. Amb una caiguda del PIB prevista per a enguany propera al 12,5%, és necessari identificar projectes amb capacitat de tracció sobre molts sectors i territoris i intensius en la creació d'ocupació. La construcció és un sector que pot complir aquestes característiques i, per tant, pot ser protagonista. No es tracta de ressuscitar l'Espanya del maó. La rehabilitació d'habitatges, la promoció d'habitatge de lloguer assequible i, en l'àmbit de les infraestructures, les xarxes de transport urbà o de ferrocarril per a mercaderies són exemples de projectes que es podrien impulsar.

2. Beneficiar de manera particular els sectors més afectats. El sector turístic és el cas més evident. Es tracta, a més a més, d'un sector en què sabem que Espanya continuarà tenint un enorme avantatge competitiu a nivell mundial quan superem la pandèmia. Fem el possible perquè, quan torni, ho faci encara amb més força. Per a aquest sector –i altres–, podríem fixar-nos en la proposta que ha fet França per donar suport a la recapitalització d'empreses. La modificació del marc d'ajudes d'Estat que ha proposat la Comissió Europea també oferirà l'oportunitat de donar suport als sectors més colpejats, ja molt endeutats, amb transferències a fons perdut.

3. Promoure la transició ecològica i la transformació digital. La Comissió Europea ha destacat, amb tota la raó, aquests àmbits, perquè es tracta de dos desafiaments que marcaran el futur de la nostra economia. Hem d'invertir no solament per adaptar-nos-hi –per exemple, amb la millora de l'eficiència energètica d'habitatges o amb la digitalització de la sanitat i de les escoles–, sinó que hem de tractar de ser protagonistes d'aquestes transformacions impulsant la recerca i la transferència de tecnologia i coneixement entre universitat i empresa.

4. Millorar la productivitat de manera sostenible. Per descomptat, la recerca és clau per aconseguir-ho, però també ho és la millora de la formació en general, des de l'educació infantil, l'obligatòria, la formació professional o la formació contínua dels treballadors. Al mercat laboral, sabem, des de fa temps, que Espanya necessita reformar les polítiques actives d'ocupació i reduir la dualitat. També és un bon moment per repensar totes les normes (fiscals, laborals, etc.) que penalitzen el creixement de les nostres empreses.

5. Desenvolupar un marc de governança adequat per al propi pla de recuperació. La selecció de projectes i el seu seguiment s'haurien de basar en criteris rigorosos, amb avaluacions realitzades per professionals. Dins aquest epígraf de governança també es podrien incloure totes les reformes encaminades a reforçar l'Administració pública, que ha de guanyar en flexibilitat, en agilitat i en capacitats tècniques. Tot això serà clau per garantir l'eficàcia en la selecció i en l'execució dels projectes en coordinació amb el sector privat.

L'NGEU és un pla que ha nascut arran de la confiança entre els països membres de la UE i les institucions europees, tot i que sabem que alguns països tenien els seus dubtes. En els pròxims anys, ens hi juguem molt. Entre el més important, ser o no ser mereixedors d'aquesta confiança.

Enric Fernández
Economista en cap
30 de setembre de 2020

Cronologia

AGOST 2020

27 La Fed actualitza el marc estratègic de la política monetària i anuncia que perseguirà una inflació mitjana del 2% i que tolerarà, de forma temporal, inflacions superiors després de períodes amb una inflació inferior al 2%.

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.

SETEMBRE 2020

25 El Consell Europeu aprova la concessió de 87.400 milions d'euros en préstecs SURE a 16 Estats membres. Espanya rebrà 21.300 milions.

28 El recompte oficial de morts per COVID-19 a nivell mundial supera la xifra d'1 milió de persones.

JULIOL 2020

21 El Consell Europeu aprova un pla de recuperació contra la COVID-19 de 750.000 milions d'euros (360.000 en préstecs i 390.000 en transferències), el qual es finançarà amb deute emès per la UE.

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).

Agenda

OCTUBRE 2020

1 Portugal: taxa de morositat (2T).
2 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (setembre).
8 Portugal: xifra de negocis a la indústria (agost).
12 Portugal: xifra de negocis als serveis (agost).
15 Espanya: comptes financers (2T).
15-16 Consell Europeu.
20 Portugal: cartera de crèdit (agost).
22 Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (agost).
23 Portugal: indicadors coincidents d'activitat (setembre).
27 Espanya: enquesta de població activa (3T).
29 Espanya: avanç de l'IPC (octubre).
Consell de Govern del Banc Central Europeu.
EUA: PIB (3T).
30 Espanya: avanç del PIB (3T).
Zona de l'euro: PIB (3T).

NOVEMBRE 2020

4 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (octubre).
Portugal: ocupació (3T).
4-5 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
6 Espanya: producció industrial (setembre).
9 Portugal: comerç internacional (setembre).
13 Portugal: avanç del PIB (3T).
16 Japó: PIB (3T).
18 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
20 Portugal: ràting Fitch.
Portugal: indicadors coincidents d'activitat (octubre).
24 Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (setembre).
27 Espanya: execució pressupostària de l'Estat (octubre).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (novembre).
30 Espanya: avanç de l'IPC (novembre).

Diferències entre països

El virus no distingeix entre persones ni països, i, per tant, la pandèmia és global i la recessió econòmica, també. No obstant això, hi ha diferències notables entre països, tant en el front sanitari com en l'econòmic. Els països capaços de gestionar millor la pandèmia mostren una recuperació econòmica més vigorosa.

A nivell global, destaca la bona evolució de la Xina, que, ara com ara, ha contingut la pandèmia sense haver d'aplicar mesures gaire restrictives a la mobilitat. Això ha permès una recuperació notable de l'activitat, i les vendes minoristes, la producció industrial i les exportacions presenten ja taxes de creixement positives en termes interanuals.

En canvi, els països desenvolupats tenen més dificultats per contenir la pandèmia. De fet, molts d'ells s'estan endinsant en una segona onada d'infeccions, la qual cosa ha obligat a introduir noves restriccions a la mobilitat. Encara és aviat per valorar l'impacte de les noves mesures, però alguns indicadors de confiança empresarial, com els índexs PMI europeus, ja apunten a una frenada del ritme de recuperació. L'estat d'ànim als mercats financers també ha virat amb la nova onada de contagis. L'aversió al risc va tornar a treure el cap durant el mes de setembre, la demanda d'actius refugi va augmentar i les pèrdues es van imposar en els actius més sensibles al cicle econòmic, com les borses o les primeres matèries.

Entre els països desenvolupats, però, les diferències també són notables. Alemanya és un dels que està trampejant millor la crisi. És capaç de contenir la segona onada sense haver d'aplicar mesures excessivament restrictives, i això es tradueix en un menor deteriorament de l'economia i en una recuperació també més ràpida. Al costat oposat, l'economia espanyola és de les que pateix més. Durant el mes de setembre, destaca el canvi de tendència que mostren les dades internes de CaixaBank sobre la despesa realitzada amb targetes.

Confiem que les mesures de contenció evitaran que ens tornem a endinsar en una situació com la viscuda durant la primavera. Però la situació d'elevada incertesa en què, previsiblement, ens mantindrem, sumada a les restriccions a la mobilitat que caldrà adoptar a les regions en què es produeixin els rebrots, limitarà de manera notable la capacitat de recuperació de l'activitat econòmica en els propers mesos. Així, per al final d'enguany, preveiem que el PIB es mantindrà encara 6,1 p. p. per sota del nivell previ a la crisi a la zona de l'euro i 11,2 p. p. a Espanya.

Més enllà de la millora de la gestió preventiva de la pandèmia, per a la qual hi ha un marge clar a molts països, no serà fins que puguem fer testos ràpids i fiables de manera massiva i recurrent i, en última instància, fins que tinguem una vacuna efectiva, que el ritme de recuperació es podrà accelerar de manera notable. Esperem que aquests catalitzadors s'activin l'any vinent, i, per tant, el nostre escenari de previsions incorpora un rebot molt notable i generalitzat de l'activitat econòmica el 2021, amb taxes de creixement que van des del 5,1% dels EUA al 6,6% de la zona de l'euro i al 8,6% d'Espanya.

Aquestes xifres són molt destacables, però no seran suficients per situar l'activitat econòmica en els nivells previs a la crisi. El llarg període de temps que l'economia haurà hagut de viure sota la pressió del virus acabarà deixant cicatrius. Moltes empreses hauran d'abaixar la persiana de manera definitiva, malgrat els múltiples programes d'ajuda que s'han posat en marxa, i moltes persones acabaran perdent la feina.

En aquest context, a curt termini, és imprescindible centrar tots els esforços en la millora de la gestió preventiva de la pandèmia. Sense cap mena de dubte, aquesta no solament és la millor política sanitària a seguir, sinó també la millor política econòmica. Les dues polítiques han d'anar de bracet. No hi ha un *trade off* entre elles.

En paral·lel, les eines tradicionals de política econòmica han de funcionar a ple rendiment. Des del flanc monetari, la Fed ja ha deixat clar que, sota el nou mandat, les condicions financeres es mantindran molt acomodatícies durant més temps del que esperàvem. I confiem que, en els propers mesos, malgrat que han augmentat de nou les diferències d'opinió dins el seu Consell de Govern, el BCE anunciarà una ampliació de les mesures de suport.

Pel que fa a la política fiscal, hi ha un ampli consens sobre la necessitat d'actuar de manera contundent. No obstant això, perquè aquesta voluntat es tradueixi en una actuació efectiva, és imprescindible que es produeixin consensos polítics amplis, situació que s'ha tornat més difícil als països afectats per la fragmentació política. La urgència del moment, però, exigeix un esforç addicional. De l'èxit d'aquesta empresa dependrà, en gran manera, que les diferències entre països es redueixin o no.

Oriol Aspachs
Director d'Estudis

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

Mercats financers

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2017	2018	2019	2020	2021	2022
TIPUS D'INTERÈS							
Dólar							
Fed funds (límit superior)	3,43	0,55	2,50	1,75	0,25	0,25	0,25
Líbor 3 mesos	3,62	0,75	2,79	1,91	0,30	0,30	0,35
Líbor 12 mesos	3,86	1,26	3,08	1,97	0,60	0,60	0,70
Deute públic 2 anys	3,70	0,80	2,68	1,63	0,30	0,30	0,50
Deute públic 10 anys	4,70	2,58	2,83	1,86	0,95	1,00	1,20
Euro							
Depo BCE	2,05	0,32	–0,40	–0,50	–0,50	–0,50	–0,50
Refi BCE	3,05	0,90	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eonia	3,12	0,55	–0,36	–0,46	–0,45	–0,45	–0,45
Euríbor 1 mes	3,18	0,67	–0,37	–0,45	–0,45	–0,45	–0,43
Euríbor 3 mesos	3,24	0,85	–0,31	–0,40	–0,45	–0,45	–0,40
Euríbor 6 mesos	3,29	1,00	–0,24	–0,34	–0,40	–0,40	–0,35
Euríbor 12 mesos	3,40	1,19	–0,13	–0,26	–0,35	–0,35	–0,30
Alemanya							
Deute públic 2 anys	3,41	0,55	–0,60	–0,63	–0,60	–0,50	–0,45
Deute públic 10 anys	4,30	1,82	0,25	–0,27	–0,30	–0,15	0,00
Espanya							
Deute públic 3 anys	3,62	2,06	–0,02	–0,36	0,06	0,22	0,26
Deute públic 5 anys	3,91	2,59	0,36	–0,09	0,21	0,38	0,44
Deute públic 10 anys	4,42	3,60	1,42	0,44	0,60	0,65	0,70
Prima de risc	11	178	117	71	90	80	70
Portugal							
Deute públic 3 anys	3,68	4,02	–0,18	–0,34	0,17	0,33	0,38
Deute públic 5 anys	3,96	4,67	0,47	–0,12	0,39	0,53	0,59
Deute públic 10 anys	4,49	5,35	1,72	0,40	0,65	0,75	0,80
Prima de risc	19	353	147	67	95	90	80
TIPUS DE CANVI							
EUR/USD (dòlars per euro)	1,13	1,29	1,14	1,11	1,18	1,20	1,22
EUR/JPY (iens per euro)	129,50	126,40	127,89	121,40	125,40	128,40	130,54
USD/JPY (iens per dòlar)	115,34	98,97	112,38	109,25	106,27	107,00	107,00
EUR/GBP (lliures per euro)	0,66	0,83	0,90	0,85	0,91	0,91	0,90
USD/GBP (lliures per dòlar)	0,59	0,64	0,79	0,76	0,77	0,76	0,74
PETROLI							
Brent ($/barril)	42,3	82,5	57,7	65,2	42,0	55,0	60,0
Brent (euros/barril)	36,4	63,2	50,7	58,6	35,6	45,8	49,2

Previsions

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

Economia internacional

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2017	2018	2019	2020	2021	2022
CREIXEMENT DEL PIB							
Mundial	4,5	3,4	3,6	2,9	–4,5	6,2	4,0
Països desenvolupats	*2,7*	*1,3*	*2,2*	*1,7*	*–6,5*	*5,4*	*2,9*
Estats Units	2,7	1,5	3,0	2,2	–5,3	5,1	3,9
Zona de l'euro	2,2	0,7	1,9	1,2	–8,2	6,6	2,1
Alemanya	1,6	1,3	1,6	0,6	–5,8	5,5	1,7
França	2,2	0,8	1,7	1,2	–11,5	7,9	2,7
Itàlia	1,5	–0,5	0,7	0,3	–10,8	7,2	1,6
Portugal	1,5	0,0	2,6	2,2	–10,0	5,9	3,4
Espanya	3,7	0,3	2,4	2,0	–12,5	8,6	3,7
Japó	1,5	0,5	0,3	0,7	–6,0	3,3	1,4
Regne Unit	2,9	1,1	1,3	1,4	–10,4	8,7	2,2
Països emergents i en desenvolupament	*6,5*	*5,1*	*4,5*	*3,7*	*–3,3*	*6,6*	*4,8*
Xina	10,5	8,3	6,6	6,1	2,0	8,0	4,6
Índia	9,7	6,9	6,8	4,9	–10,3	9,5	7,3
Indonèsia	5,5	5,6	5,2	5,0	–1,0	4,0	5,0
Brasil	3,6	1,6	1,3	1,1	–7,0	3,2	2,4
Mèxic	2,4	2,1	2,2	–0,3	–10,0	3,5	2,2
Xile	5,0	3,0	4,0	1,1	–4,7	3,5	2,5
Rússia	7,2	0,9	2,5	1,3	–5,5	3,5	2,2
Turquia	5,4	5,1	2,8	0,9	–4,3	4,0	3,4
Polònia	4,0	3,4	5,2	4,1	–4,6	4,2	2,2
Sud-àfrica	4,4	1,8	0,8	0,2	–10,4	3,4	5,3
INFLACIÓ							
Mundial	4,2	3,8	3,6	3,6	3,0	3,0	3,2
Països desenvolupats	*2,1*	*1,5*	*2,0*	*1,4*	*0,5*	*1,5*	*1,7*
Estats Units	2,8	1,7	2,4	1,8	1,2	2,2	2,2
Zona de l'euro	2,1	1,4	1,8	1,2	0,2	0,8	1,4
Alemanya	1,7	1,3	1,9	1,4	0,5	0,9	1,5
França	1,8	1,2	2,1	1,3	0,4	0,9	1,4
Itàlia	1,9	1,5	1,2	0,6	–0,2	0,6	1,2
Portugal	3,0	1,2	1,0	0,3	0,1	0,9	1,3
Espanya	3,2	1,4	1,7	0,7	–0,2	1,7	1,6
Japó	–0,3	0,3	1,0	0,5	0,0	0,2	0,2
Regne Unit	1,9	2,4	2,5	1,8	0,7	1,2	1,4
Països emergents	*6,7*	*5,7*	*4,8*	*5,0*	*4,4*	*4,2*	*4,3*
Xina	1,7	2,5	2,1	2,9	2,4	2,6	3,4
Índia	4,5	8,0	3,9	3,7	4,2	4,1	4,7
Indonèsia	8,4	5,5	3,3	2,8	2,0	4,4	4,4
Brasil	7,3	6,1	3,7	3,7	2,6	3,3	4,0
Mèxic	5,2	4,2	4,9	3,6	2,5	2,5	3,5
Xile	3,1	3,4	2,7	2,3	2,9	3,1	3,3
Rússia	14,2	8,7	2,9	4,5	3,1	3,5	4,0
Turquia	27,2	8,4	16,2	15,5	11,8	10,4	8,0
Polònia	3,5	2,0	1,2	2,1	2,8	2,7	2,7
Sud-àfrica	5,3	6,1	4,6	4,1	3,9	4,2	4,4

Previsions

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

Economia espanyola

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2017	2018	2019	2020	2021	2022
Agregats macroeconòmics							
Consum de les llars	3,6	–0,6	1,8	0,9	–12,1	8,6	2,9
Consum de les AP	5,0	0,9	2,6	2,3	3,1	1,6	1,3
Formació bruta de capital fix	5,6	–2,8	6,1	2,7	–17,3	13,7	4,0
Béns d'equipament	4,9	–0,5	5,4	4,4	–25,9	9,1	4,0
Construcció	5,7	–5,2	9,3	1,6	–18,1	14,1	4,0
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,4	–0,7	2,8	1,5	–9,5	7,9	2,7
Exportació de béns i serveis	4,7	3,1	2,3	2,3	–26,6	15,1	9,1
Importació de béns i serveis	7,0	–0,3	4,2	0,7	–20,2	13,0	6,2
Producte interior brut	**3,7**	**0,3**	**2,4**	**2,0**	**–12,5**	**8,6**	**3,7**
Altres variables							
Ocupació	3,2	–1,0	2,5	2,3	–8,5	0,4	3,6
Taxa d'atur (% pobl. activa)	10,5	20,5	15,3	14,1	17,5	18,9	16,3
Índex de preus de consum	3,2	1,4	1,7	0,7	–0,2	1,7	1,6
Costos laborals unitaris	3,0	0,1	1,2	2,3	8,1	–5,5	2,2
Saldo op. corrents (% PIB)	–5,9	–0,8	1,9	2,0	1,1	1,5	1,9
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	–5,2	–0,4	2,4	2,4	1,5	2,0	2,2
Saldo públic (% PIB) [1]	0,4	–6,7	–2,5	–2,8	–12,8	–7,6	–5,4

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

Previsions

Economia portuguesa

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2017	2018	2019	2020	2021	2022
Agregats macroeconòmics							
Consum de les llars	1,7	0,1	2,9	2,2	–8,3	6,7	3,5
Consum de les AP	2,3	–0,6	0,9	1,1	–0,2	2,3	0,2
Formació bruta de capital fix	–0,3	–2,0	5,8	6,7	–10,3	–1,7	4,1
Béns d'equipament	1,2	1,2	7,5	3,7			
Construcció	–1,5	–4,4	4,6	9,0			
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	–0,5	3,1	2,8	–7,7	4,6	3,0
Exportació de béns i serveis	5,2	4,0	4,5	3,7	–21,3	19,7	11,9
Importació de béns i serveis	3,6	2,2	5,8	5,3	–16,2	15,6	10,8
Producte interior brut	**1,5**	**0,0**	**2,6**	**2,2**	**–10,0**	**5,9**	**3,4**
Altres variables							
Ocupació	0,4	–0,6	2,3	1,0	–3,9	–0,8	1,7
Taxa d'atur (% pobl. activa)	6,1	11,8	7,0	6,5	8,3	10,4	9,0
Índex de preus de consum	3,0	1,2	1,0	0,3	0,1	0,9	1,3
Saldo op. corrents (% PIB)	–9,2	–3,6	0,4	–0,1	–1,9	–1,0	–0,6
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	–7,7	–2,2	1,4	0,9	–0,9	0,8	1,3
Saldo públic (% PIB)	–4,6	–6,1	–0,3	0,1	–9,0	–4,0	–2,6

Previsions

Els mercats financers deixen enrere l'optimisme de l'estiu

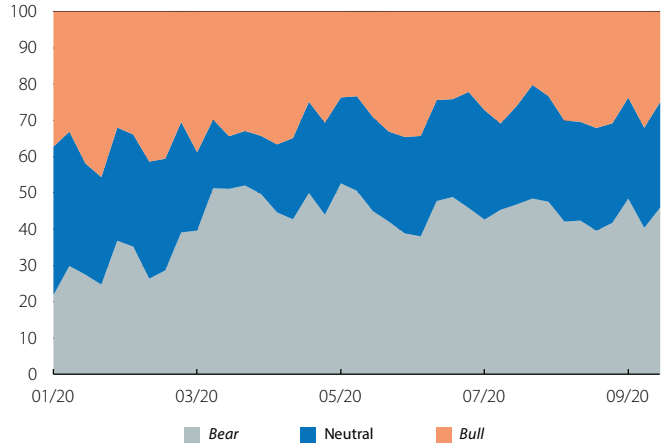
El sentiment inversor es torna a inclinar per l'aversió al risc. Després d'un estiu en què els inversors es van mostrar optimistes per la reactivació de l'activitat i pel suport de les polítiques econòmiques, al setembre, l'ànim es va capgirar. L'augment de casos de COVID-19, una recuperació econòmica menys vigorosa i la falta d'acord al Congrés dels EUA sobre una nova ronda d'estímul fiscal van reduir l'apetència pel risc i van pesar sobre els actius més vinculats al cicle econòmic. Així, els principals índexs borsaris van registrar caigudes generalitzades i els preus de les primeres matèries van recular, mentre que la demanda d'actius refugi (com el dòlar, el ien japonès o els deutes sobirans alemany i nord-americà) va augmentar. Així i tot, la volatilitat dels mercats financers és ara molt més moderada del que va arribar a ser-ho al març i a l'abril, gràcies, en part, a la continuïtat del suport dels principals bancs centrals. No obstant això, en un entorn macroeconòmic i financer molt exigent i dominat per l'evolució de la pandèmia, la volatilitat roman en nivells més tensionats que els previs a l'esclat de la pandèmia, sobretot als mercats de renda variable i de divises.

Les borses registren pèrdues que no s'havien vist des del març. En aquest context d'aversió al risc i de menor presència de l'optimisme entre els inversors, els principals índexs borsaris internacionals van recular de forma generalitzada i van frenar la recuperació iniciada a l'abril. La caiguda va ser especialment notòria als EUA, on mesos abans les cotitzacions dels sectors vinculats a la tecnologia i al comerç electrònic s'havien situat en nivells inusualment elevats. Així, al setembre, la correcció en les cotitzacions de les principals empreses d'aquests sectors va llastar l'S&P 500, que va registrar el seu primer mes amb pèrdues des del març. A la zona de l'euro, les caigudes van ser menors, però va haver-hi una disparitat significativa entre regions. Mentre que la caiguda a Alemanya es va apropar a l'1%, a la perifèria, els índexs van caure entre el 3% i el 5%. Per la seva banda, a les economies emergents, la renda variable també va patir pèrdues generalitzades, tot i que, com és habitual des que la COVID-19 va arribar a l'Amèrica Llatina, la reculada en els índexs llatinoamericans va ser superior a la registrada a Àsia.

El dòlar es torna a enfortir i l'euro frena l'ascens. Si a l'estiu les principals divises havien guanyat terreny enfront del dòlar nord-americà, al setembre, l'enterboliment del sentiment inversor va propiciar una apreciació de les divises considerades com a valor refugi. Així, el dòlar es va enfortir el 2% en relació amb una cistella de les principals divises, i el ien japonès es va apreciar fins i tot en el seu canvi amb el dòlar. En canvi, les divises de les economies emergents es van afeblir de forma generalitzada: les que més van patir van ser el ruble rus i, com ja va passar al juliol i a l'agost, la lira turca. En aquest cas, els marcats desequilibris macroeconòmics i la falta de confiança dels inversors en la capacitat de les autoritats turques per revertir la crisi econòmica van empènyer el tipus de canvi a nous mínims històrics enfront

EUA: sentiment del mercat

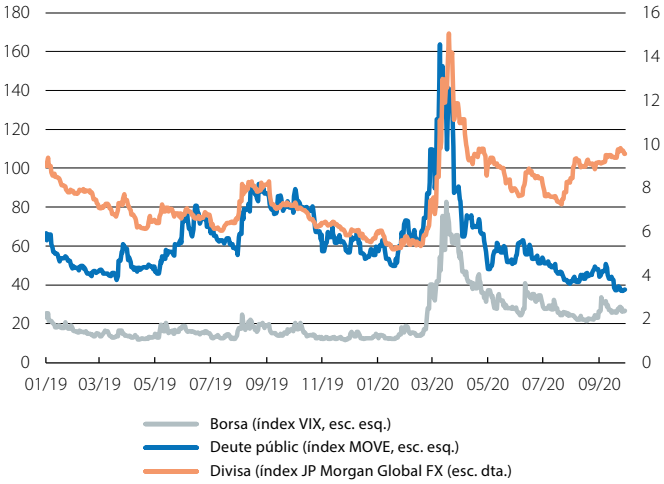
(%)



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.*

Volatilitat implícita als mercats financers

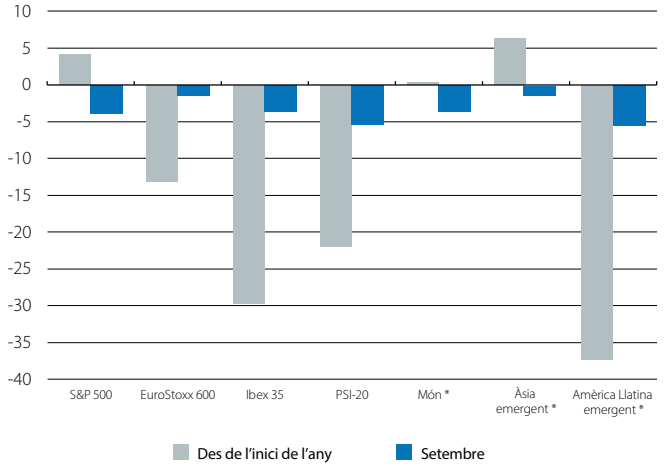
Índex *Índex*



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

Evolució dels principals índexs borsaris

(%)



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

del dòlar. L'euro, d'altra banda, va desfer una part de l'avanç registrat des del començament de juliol, quan el Consell Europeu va aprovar definitivament l'estímul fiscal del Next Generation EU, i es va situar per damunt dels 1,17 dòlars per euro.

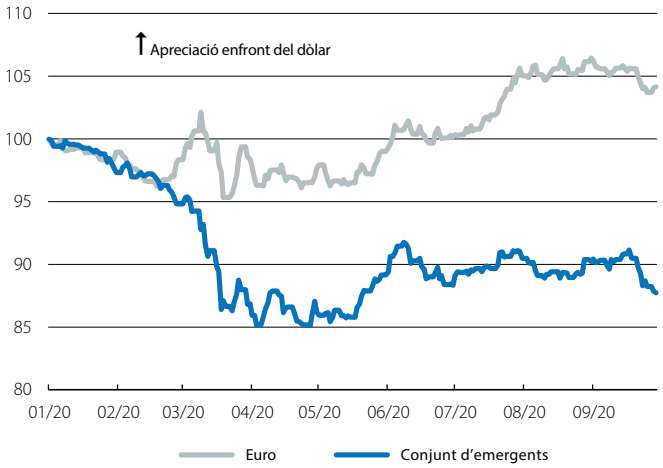
El BCE manté el rumb fixat al juny. La reunió del setembre del BCE va transcórrer sense grans anuncis, i el Consell de Govern (CG) va reiterar la intenció d'oferir unes condicions financeres acomodatícies per donar suport a la recuperació econòmica de la zona de l'euro. Aquesta continuïtat respon a un funcionament de l'activitat en els últims mesos coherent amb les projeccions del BCE. En aquest sentit, la presentació de les noves previsions macroeconòmiques no va reflectir grans canvis, tot i que el descens del PIB previst per al 2020 i el rebot previst per al 2021 són ara més moderats. Pel que fa a l'evolució dels preus, Lagarde va assenyalar que no hi ha risc de deflació a la zona de l'euro, malgrat que les pressions desinflacionistes dominin l'escenari. En particular, la presidenta del BCE va mostrar inquietud (però també disparitat d'opinions entre els membres del CG) per l'impacte que l'apreciació de l'euro dels últims mesos pot tenir sobre la inflació. Així i tot, Lagarde va assegurar que el BCE utilitzarà la totalitat del PEPP (1,35 bilions d'euros) abans del juny del 2021 i que està disposat a oferir estímuls monetaris addicionals en cas que sigui necessari.

La Reserva Federal ajusta la comunicació a la seva nova estratègia. Després d'haver recalibrat els seus objectius d'inflació i d'ocupació a l'agost (vegeu el Focus «La nova estratègia de la Fed», en aquest mateix *Informe Mensual*), la Fed va modificar l'orientació sobre la primera pujada dels tipus d'interès perquè fos coherent amb el nou marc. Ara, després de la reunió del setembre, la Fed assegura que els tipus es mantindran en el nivell actual, com a mínim, fins que s'assoleixi la plena ocupació i la inflació se situï en el 2% i estigui en camí de situar-se moderadament per damunt d'aquest nivell durant un temps. D'acord amb el nou quadre macroeconòmic, aquesta primera pujada de tipus no es produiria, com a mínim, fins al 2024. Les noves previsions de la Fed indiquen també que els seus membres esperen ara un millor funcionament de l'activitat, tot i que Jerome Powell va continuar emfatitzant els riscos negatius. El president de la Fed va reiterar que l'escenari econòmic és molt exigent, que l'evolució de la pandèmia marcarà el ritme de la recuperació i que la Fed actuarà amb totes les seves eines si és necessari.

Els tipus sobirans es mantenen en nivells molt baixos. La política monetària excepcionalment acomodatícia que ofereixen el BCE i la Fed situa els tipus d'interès sobirans dels EUA i d'Alemanya en nivells molt baixos. Així mateix, durant el mes de setembre, l'augment de l'aversió al risc va enfonsar encara més els tipus sobirans considerats refugi, i el *treasury* nord-americà i el *bund* alemany van caure 2 i 13 p. b., respectivament. D'altra banda, les primes de risc de la perifèria de la zona de l'euro es van reduir, la qual cosa va permetre que els tipus d'interès sobirans d'Espanya, d'Itàlia i de Portugal se situessin al voltant dels nivells prepandèmics. A Espanya, això va succeir malgrat que S&P Ratings va modificar la perspectiva econòmica del ràting sobirà d'estable a negatiu i va mantenir la nota creditícia en A (encara un i dos graons per damunt de Fitch i de Moody's, respectivament).

Divises internacionals enfront del dòlar

Índex (100 = 1 gener 2020)



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

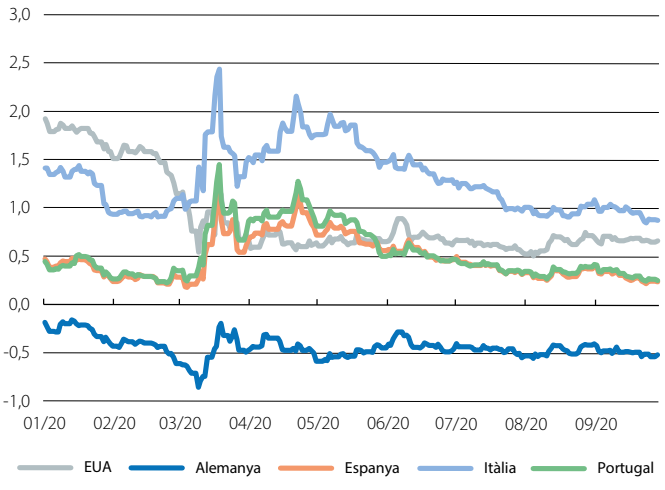
Previsions macroeconòmiques del BCE i de la Reserva Federal

	2020	2021	2022
BCE			
PIB	**–8,0** (–8,7)	**5,0** (5,2)	**3,2** (3,3)
Inflació	**0,3** (0,3)	**1,0** (0,8)	**1,3** (1,3)
Reserva Federal			
PIB	**–3,7** (–6,5)	**4,0** (5,0)	**3,0** (3,5)
Inflació	**1,2** (0,8)	**1,7** (1,6)	**1,8** (1,7)
Taxa d'atur	**7,6** (9,3)	**5,5** (6,5)	**4,6** (5,5)
Tipus d'interès oficial	**0,1** (0,1)	**0,1** (0,1)	**0,1** (0,1)

Notes: *Entre parèntesis, previsions de les reunions del juny. Per al BCE, mostrem l'escenari base. Per a la Fed, es mostra la mitjana dels membres del FOMC i fa referència a la variació interanual del 4T de l'any corresponent.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del BCE i de la Reserva Federal.*

Tipus d'interès del deute sobirà a 10 anys

(%)



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

La nova estratègia de la Fed

Després de més d'un any i mig de recerques i de debats, la Reserva Federal dels EUA acaba de modificar l'estratègia que regeix la seva política monetària. L'objectiu és acomodar-se als canvis estructurals de l'economia, com la pèrdua de dinamisme de la productivitat, la menor sensibilitat de la inflació a l'atur (és a dir, l'aplanament de la corba de Phillips) o la caiguda del tipus d'interès natural. Amb aquesta revisió, la Fed dona resposta a aquestes dinàmiques, i ho fa perquè condicionen el seu marge d'actuació i, en conseqüència, comprometen l'ancoratge de les expectatives d'inflació.[1]

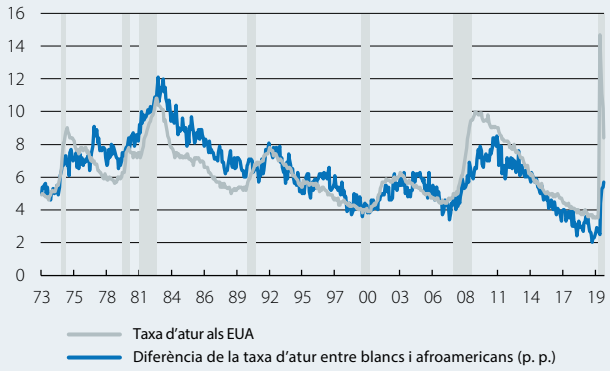
El nou marc que regirà l'estratègia de la Fed

El mandat de la Fed (estabilitat de preus, màxima ocupació i tipus d'interès moderats a llarg termini) no ha canviat, com tampoc ho han fet els seus objectius. El que ha ajustat la Fed és l'estratègia amb què pretén assolir l'objectiu d'inflació al 2% i la màxima ocupació. En particular, d'ara endavant, perseguirà una inflació del 2% *de mitjana al llarg del temps*. Amb aquesta nova estratègia, la Fed s'ha compromès a tolerar de forma temporal taxes d'inflació superiors al 2% per compensar períodes en què se situa per sota d'aquest nivell.[2] La Fed també ha ajustat la valoració que fa de l'evolució del mercat laboral al llarg del cicle econòmic i ha destacat la importància de mantenir-lo durant el màxim temps possible en plena ocupació. En canvi, en el marc anterior, la Fed temia les pressions inflacionistes que podien emergir del mercat laboral quan l'economia es trobava en plena expansió.

Aquests ajustos estan orientats, d'una banda, a augmentar el marge de maniobra de la Fed i, de l'altra, a perseguir un mercat laboral més inclusiu. En concret, en moments com l'actual, quan la Fed té poc marge per abaixar els tipus,[3] la promesa de tolerar una inflació més alta en els propers anys permet continuar reduint els tipus d'interès de mercat gràcies a la gestió de les expectatives: la Fed destaca la intenció de mantenir una política monetària acomodatícia durant un període més llarg de temps, fins i tot quan, per la millora de l'economia, les pressions inflacionistes comencin a repuntar. Així mateix, en els últims anys, la Fed ha constatat que les comunitats vulnerables i els grups amb rendes més baixes es beneficien especialment de l'expansió econòmica quan l'economia se situa en la fase més madura del cicle. Això queda ben il·lustrat al primer gràfic, on es veu com la diferència entre la taxa d'atur dels blancs i dels afroamericans augmenta durant les recessions i disminueix de forma sostinguda fins al final de l'expansió. De fet, en l'última expansió, malgrat que la taxa d'atur suggeria

EUA: diferència entre la taxa d'atur dels blancs i dels afroamericans

(%)



Nota: *Les àrees ombrejades grises denoten els períodes de recessió segons l'NBER.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

que el conjunt de l'economia havia assolit la plena ocupació, l'atur dels afroamericans i dels hispans va baixar encara 3,5 i 2,25 p. p., respectivament, i la taxa de participació laboral de les dones va augmentar en 3 p. p. Així mateix, la Fed ha constatat que es poden assolir millors registres al mercat laboral sense que es produeixin pressions inflacionistes que posin en dubte l'estabilitat de preus.

Com es comportarà la Fed?

En el context actual, dominat per les pressions desinflacionistes i per una recuperació incompleta de l'activitat, el nou marc estratègic de la Fed suggereix que la política monetària serà acomodatícia durant un període llarg de temps. Per mostrar-ho, simulem un model macroeconòmic dels EUA[4] sota les estratègies antiga i nova de la Fed. Amb el marc antic, la Fed actuava quan es produïen desviacions de la inflació esperada en relació amb l'objectiu anterior d'inflació a mitjà termini del 2%. Per exemple, el 2015, va apujar el tipus d'interès de referència perquè, malgrat que els registres se situaven encara per sota del 2%, va creure que la inflació repuntaria. En canvi, per avaluar el marc nou, assumim que la Fed respon a desviacions de la mitjana de la inflació en els cinc últims anys en relació amb el 2%. Així, si ens centrem en l'últim cicle de pujades de tipus (2015-2018), amb la nova estratègia, la Fed hauria apujat els tipus d'interès d'una forma molt més gradual i els hauria situat 100 p. b. per sota del nivell en què es van situar finalment (fins a l'interval 1,25%-1,50%, en relació

1. Per a més detalls, vegeu el Focus «BCE i Fed: dos mandats, un objectiu», a l'IM02/2020, i l'article «La incertesa que suscita el tipus d'interès natural», en el Dossier de l'IM03/2020.
2. Malgrat que no ho ha explicitat, no sembla que aquest compromís hagi de ser simètric: després de períodes amb inflacions superiors al 2%, la Fed perseguirà retornar la inflació al 2% (i no per sota d'aquest nivell).
3. El seu tipus de referència ja es troba gairebé en el 0%, i amb prou feines l'ha pogut reduir en 150 p. b. En recessions anteriors, partia de nivells més alts i acostumava a retallar els tipus entre els 450 i els 500 p. b.
4. Un model semiestructural d'equilibri general, que, a curt termini, està determinat per la demanda agregada, mentre que, a llarg termini, la demanda i l'oferta agregades s'igualen.
5. La regla que simula el marc antic de la Fed és: $i_t = \rho * i_{t-1} + (1-\rho) * [i^* + 1{,}5 * (\pi_t^e - 2) + (u_t^* - u_t)]$ mentre que la del marc nou és: $i_t = \rho * i_{t-1} + (1-\rho) * [i^* + 1{,}5 * (\frac{1}{20} \sum_{t-19}^{t} \pi_t - 2) + \min\{(u_t^* - u_t), 0\}]$, on i és el tipus d'interès; ρ un paràmetre d'allisament; π la inflació subjacent del PCE; i^* el tipus d'interès nominal natural segons l'última estimació dels membres del FOMC, i u_t^* i u_t a taxa d'atur natural i la predita per la Congressional Budget Office, amb dades trimestrals.

amb el 2,25%-2,50% al qual va arribar la Fed). D'altra banda, si realitzem un exercici similar,[5] però amb les mires posades en els propers anys, una regla coherent amb l'estratègia anterior de la Fed ens diria que començaria a apujar els tipus d'interès al final del 2023. En canvi, amb la nova estratègia, el banc central no començaria a apujar els tipus fins al començament del 2025.

No obstant això, cal remarcar que el nou marc és molt poc concret, de manera que el model sol ens dona una referència del comportament que pot acabar tenint la Fed. Per exemple, la Reserva Federal no ha concretat el període sobre el qual basarà l'objectiu de la mitjana de la inflació. A més a més, tampoc és clar com actuarà si la inflació s'allunya de sobte del 2%. I és que, eventualment, la inflació mitjana dels últims anys es podria mantenir per sota del 2% i, al mateix temps, els últims registres es podrien situar clarament per damunt del 2%. Quant per damunt del 2% s'hauria de situar la inflació perquè la Fed actuï?

De la mateixa manera, l'objectiu de 'plena ocupació' ha de ser valorat amb una mirada àmplia. La nova estratègia està lluny de reduir les decisions de política monetària a regles predefinides per fórmules concretes. Al contrari, la nova estratègia obre la porta a un major intercanvi de visions. De fet, en la reunió del setembre, ja va haver-hi dos dissidents que preferien una orientació futura dels tipus d'interès diferent de la que es va aprovar. Així, aquesta major flexibilitat també té els seus costos, en especial si genera incertesa i volatilitat o si afebleix la credibilitat de la institució.

Quines conseqüències tindrà per a l'economia?

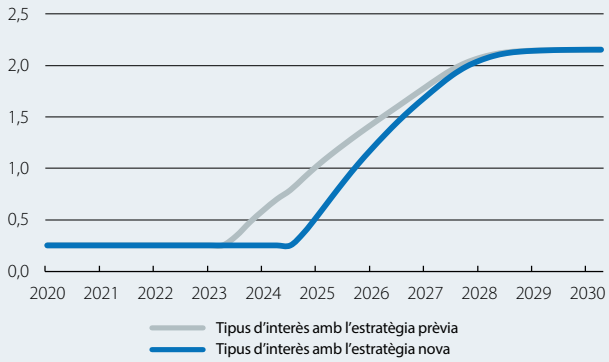
Durant les hores posteriors a l'anunci de la nova estratègia, als mercats financers va haver-hi repunts moderats de les expectatives d'inflació (mesurades amb diferents cotitzacions financeres), però les magnituds van ser poc significatives i poc persistents. En part, l'absència de reacció reflecteix que l'anunci no va sorprendre els inversors, perquè era raonablement coherent amb el que esperaven. No obstant això, també és coherent amb un resultat habitual en els estudis que analitzen les conseqüències dels objectius d'inflació basats en una mitjana del temps: les variables macroeconòmiques es comporten de manera relativament semblant amb l'estratègia nova i amb l'antiga.[6]

Un dels grans determinants de l'efectivitat de la nova estratègia serà la capacitat d'influenciar les expectatives que tingui la Fed. I, en aquest sentit, la credibilitat serà clau. Si la intenció de tolerar més inflació és molt creïble, l'estratègia serà efectiva per gestionar les expectatives sobre el tipus de la Fed i per ancorar, així, un entorn de tipus d'interès baixos als mercats que estimuli l'economia. No obstant això, la credibilitat és una arma de doble tall. Si els agents no confien en la capacitat del banc central per generar més inflació en el futur i les expectatives no reaccionen a la nova estratègia, no s'aconseguirà l'estímul desitjat i la normalització serà més lenta.

6. Amb l'expectativa actual de tipus d'interès tan baixos, el fet que la primera pujada de tipus s'ajorni, per exemple, un any té un impacte limitat sobre les variables reals avui dia. Vegeu Reifschneider, D. i Wilcox, D. (2019). «Average Inflation Targeting Would Be a Weak Tool for the Fed to Deal with Recession and Chronic Low Inflation», Policy Briefs PB19-16, Peterson Institute for International Economics. Les nostres simulacions presenten un resultat semblant.

EUA: tipus d'interès de la Reserva Federal esperat segons diferents regles de Taylor

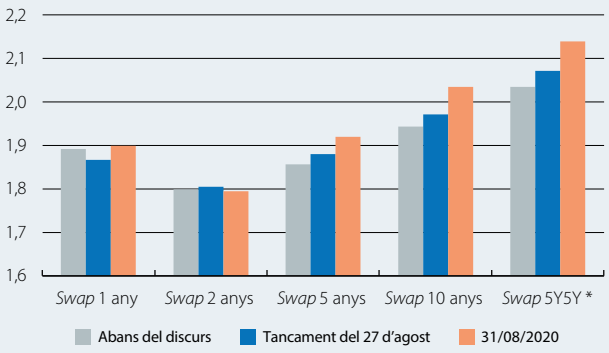
(%)



Nota: *La regla que simula el marc antic de la Fed és:* $i_t = \rho * i_{t-1} + (1-\rho) * [i^* + 1{,}5 * (\pi^e_t - 2) + (u^*_t - u_t)]$ *mentre que la del marc nou és:* $i_t = \rho * i_{t-1} + (1-\rho) * [i^* + 1{,}5 * (\frac{1}{20}\sum_{t-19}^{t}\pi_t - 2) + min\{(u^*_t - u_t), 0\}$.
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Congressional Budget Office.*

EUA: swaps d'inflació a diferents venciments

(%)



Notes: *Powell va fer el discurs a les 15.10 hores del dijous 27 d'agost, motiu pel qual, a la columna grisa, es mostra la cotització a les 15.00 hores. * Inflació de 5 anys d'aquí a 5 anys.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Lliçons per a altres bancs centrals

Els objectius dels bancs centrals han anat canviant al llarg del temps, i la política monetària s'ha ajustat a cada època. Als anys vuitanta, el principal enemic dels bancs centrals va ser la inflació, i la política monetària va aconseguir eines per controlar-la. Ara, després de diversos canvis estructurals en l'economia, el nou repte és la inflació baixa, de manera que les eines i les estratègies s'han d'adaptar de nou. La Fed ha estat la primera que ha fet el pas, amb canvis que són, sens dubte, més graduals que radicals. No obstant això, dona dues pistes a la resta de bancs centrals que estan revisant les seves estratègies (com el BCE): la voluntat de tolerar una mica més d'inflació i la de donar suport a la política monetària més amb les dades observades que amb les projeccions basades en models.

Màxim Ventura Bolet, Ricard Murillo Gili i Eduard Llorens i Jimeno

Tipus d'interès (%)

	30-set.	31-agost	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	–0,50	–0,48	–2	–11,5	–7,5
Euríbor 12 mesos	–0,44	–0,38	–6	–19,4	–10,7
Deute públic a 1 any (Alemanya)	–0,60	–0,54	–5	3,6	8,4
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	–0,70	–0,65	–5	–10,0	7,9
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	–0,52	–0,40	–13	–33,7	6,4
Deute públic a 10 anys (Espanya)	0,25	0,41	–16	–22,0	11,6
Deute públic a 10 anys (Portugal)	0,26	0,42	–16	–17,9	12,2
EUA					
Fed funds (límit superior)	0,25	0,25	0	–150,0	–175,0
Líbor 3 mesos	0,23	0,24	–1	–167,5	–179,3
Líbor 12 mesos	0,36	0,45	–9	–163,6	–149,3
Deute públic a 1 any	0,12	0,11	1	–144,9	–146,4
Deute públic a 2 anys	0,13	0,13	0	–144,2	–127,7
Deute públic a 10 anys	0,68	0,70	–2	–123,4	–84,5

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

	30-set.	31-agost	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2020 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	60	54	5	15,6	1,7
Itraxx Financer Sènior	78	61	17	26,7	10,5
Itraxx Financer Subordinat	154	129	25	40,0	10,8

Tipus de canvi

	30-set.	31-agost	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2020 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,172	1,194	–1,8	4,5	6,8
EUR/JPY (iens per euro)	123,650	126,410	–2,2	1,5	5,3
EUR/GBP (lliures per euro)	0,907	0,893	1,6	7,2	1,8
USD/JPY (iens per dòlar)	105,480	105,910	–0,4	–2,9	–1,4

Primeres matèries

	30-set.	31-agost	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2020 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	406,0	394,8	2,8	1,1	4,5
Brent ($/barril)	41,0	45,3	–9,6	–38,0	–29,8
Or ($/unça)	1.885,8	1.967,8	–4,2	24,3	25,3

Renda variable

	30-set.	31-agost	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2020 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	3.363,0	3.500,3	–3,9	4,1	13,9
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	3.193,6	3.272,5	–2,4	–14,7	–7,3
Ibex 35 (Espanya)	6.716,6	6.969,5	–3,6	–29,7	–25,1
PSI 20 (Portugal)	4.067,0	4.301,1	–5,4	–22,0	–17,1
Nikkei 225 (Japó)	23.185,1	23.139,8	0,2	–2,0	8,3
MSCI emergents	1.082,0	1.101,5	–1,8	–2,9	8,6

L'economia global, al 95%

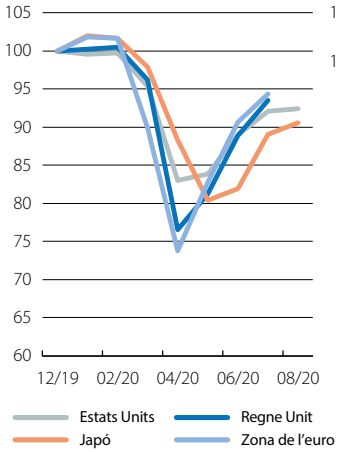
Tot apunta a una recuperació incompleta de l'economia mundial en el 3T. Mentre esperem la publicació de les dades del PIB per al 3T 2020, la informació de la qual disposem suggereix que l'economia mundial haurà rebotat de manera significativa en relació amb el 2T, però que, així i tot, la recuperació encara estarà lluny de ser total. Ja siguin dades de mobilitat, de producció industrial, de consum o de sentiment econòmic, el conjunt dels indicadors assenyala que la recuperació és incompleta, i, en les últimes setmanes, les dades més recents suggereixen un cert estancament. L'economia global s'ha quedat al 95%. La força d'aquest xoc econòmic sense precedents, l'enorme incertesa i la persistència de la pandèmia impedeixen una recuperació total i ràpida. Així, la pandèmia es mantindrà com el gran determinant de l'escenari econòmic en els propers trimestres i continuarà condicionant l'activitat mentre no es disposi d'una vacuna i/o d'un tractament efectius. En aquest sentit, les nostres previsions projecten que el PIB global caurà al voltant del 4,5% el 2020 abans de recuperar-se el 2021.

ECONOMIES AVANÇADES

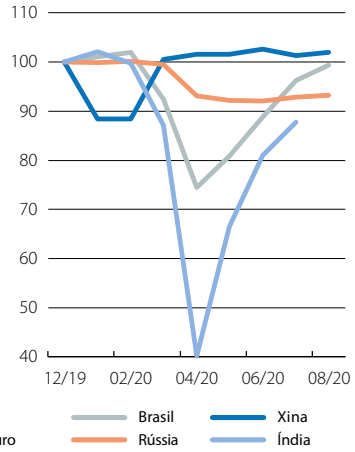
Malgrat que hi ha diferències entre països, les economies avançades han seguit una senda similar en el 3T: una recuperació inicial que ha anat perdent força al llarg del trimestre. En les últimes setmanes, indicadors d'activitat com els PMI de l'agost i del setembre reflecteixen una pèrdua de dinamisme de la recuperació (i, fins i tot, un cert estancament) arran de l'increment de noves infeccions per coronavirus. A Europa, hi ha un rebrot de casos de COVID-19, i el nombre de noves infeccions diàries ha superat el dels EUA, fins ara un dels focus actius més preocupants de la pandèmia. Aquest augment de casos ja ha comportat un enduriment de les mesures de contenció del virus en alguns països. Malgrat que la situació és gestionada amb mesures delimitades i més localitzades, la incertesa continua sent elevada i és un llast per a l'economia, tot i la gran quantitat de mesures adoptades pels governs de les economies avançades per ajudar les empreses i els treballadors.

A la zona de l'euro, l'enfonsament de l'activitat en el 2T ha anat seguit d'una recuperació parcial en el 3T. Les caigudes del PIB als principals països de la zona de l'euro en el segon trimestre de l'any van ser inèdites des de la Segona Guerra Mundial (en termes intertrimestrals, el –11,8% al conjunt de la zona de l'euro, el –9,7% a Alemanya, el –13,8% a França, el –12,8% a Itàlia i el –17,8% a Espanya). En la mesura que aquests enfonsaments reflectien l'impacte del confinament de la primavera, la retirada de les restriccions a la mobilitat ha anat acompanyada d'un rebot notable de l'activitat europea. No obstant això, la visió de fons continua sent la d'una reactivació incompleta i gradual. De fet, en el tram final del 3T, els indicadors d'activitat de la zona de l'euro reflecteixen un alentiment de la recuperació. En concret, el fort rebot de les vendes minoristes després

Avançats: producció industrial
Índex (100 = desembre 2019)

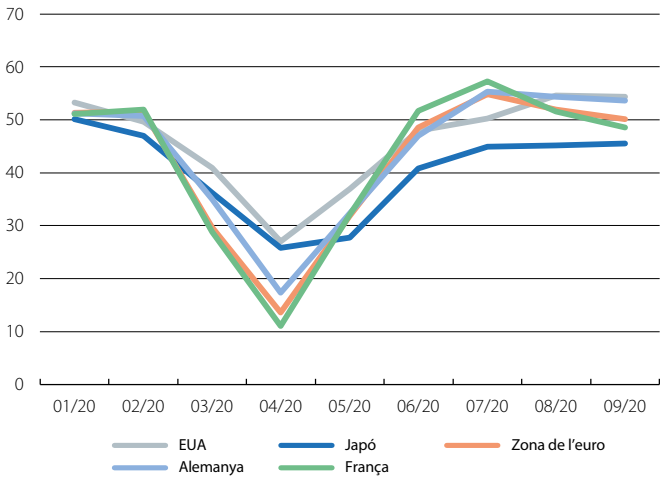


Emergents: producció industrial
Índex (100 = desembre 2019)



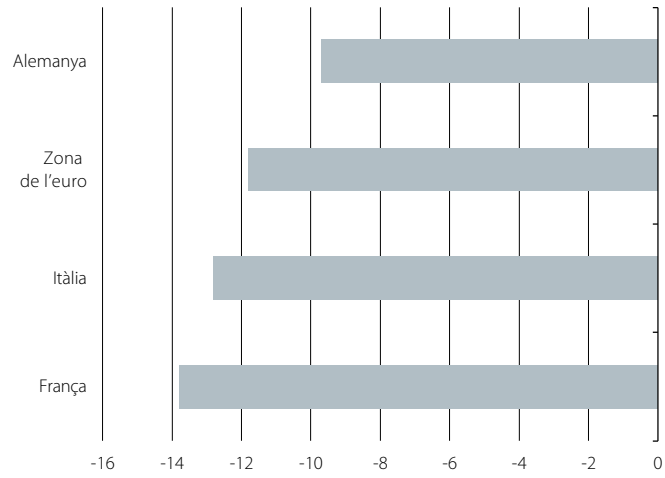
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Refinitiv.*

Avançats: PMI compost
Nivell



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

Unió Europea: PIB
Variació intertrimestral (%), 2T 2020



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

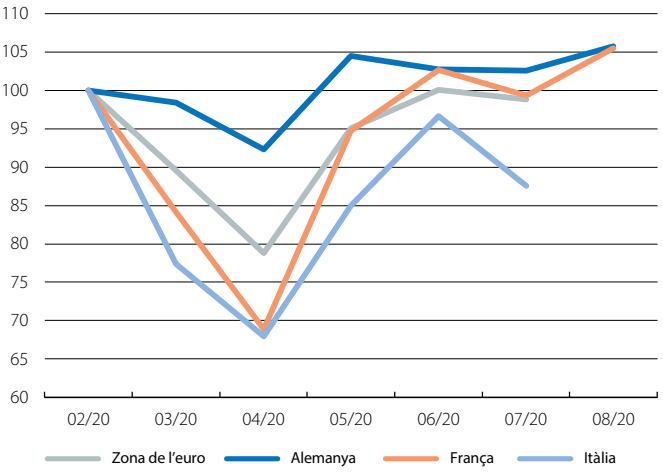
del relaxament de les mesures de contenció durant l'estiu ha perdut força en els últims mesos (van caure l'1,3% intertrimestral al juliol al conjunt de la zona de l'euro). En alguns països, les vendes minoristes encara es mantenen per sota del nivell del febrer (per exemple, a Itàlia, al juliol, es van situar prop del 13% per sota del nivell del febrer). Així mateix, l'atur continua augmentant (tot i que molt lentament, gràcies al gran ús dels programes d'ajust temporal de l'ocupació), i la taxa d'atur de la zona de l'euro va assolir el 8,1% a l'agost (+0,9 p. p. en relació amb el nivell prepandèmia). Finalment, la severitat de l'escenari econòmic també es reflecteix en uns registres d'inflació que continuen molt febles: al setembre, la inflació general va disminuir fins al –0,3% interanual i la subjacent es va desinflar fins al +0,2% (el registre d'inflació subjacent més baix en la història de la zona de l'euro).

Recalibració de les previsions macroeconòmiques de la zona de l'euro. Una caiguda de l'activitat inferior a l'esperada en el 2T, juntament amb l'evident alentiment de la recuperació al final del 3T, ens ha empès a recalibrar les previsions macroeconòmiques de la zona de l'euro. Així, el 2020, esperem una caiguda del PIB del 8,2% a la zona de l'euro (percentatge que cal comparar amb una previsió anterior del –10,4%). La revisió ha estat generalitzada per països: fins al –5,8% a Alemanya (abans el –7,3%), el –11,5% a França (abans el –12,9%) i fins al –10,8% a Itàlia (abans el –14,0%). No obstant això, no es preveu que l'activitat econòmica a la zona de l'euro torni al seu nivell precrisi abans del 2023. En aquest sentit, seran molt importants les polítiques per impulsar la recuperació i la transformació de l'economia (vegeu el Focus «L'efectivitat de la política fiscal en temps de COVID» a www.caixabankresearch.com). El suport de la UE en aquesta fase serà crucial, i, en aquest sentit, és molt positiva l'aprovació de les ajudes del SURE, un fons europeu que, segons l'acord ratificat al setembre, desemborsarà uns 87.000 milions d'euros en forma de préstecs a països europeus per finançar els programes nacionals d'ajust temporal de l'ocupació.

Als EUA, la recuperació de l'activitat econòmica en el 3T exhibeix una mica més de resiliència, malgrat la persistència del virus. La caiguda del PIB del 2T (del 9,1% intertrimestral), tot i que molt superior a la contracció patida durant la Gran Recessió, ha estat inferior a la d'altres economies avançades, per l'aplicació d'unes mesures de confinament menys dures que en altres països. No obstant això, els EUA es mantenen com un dels principals focus actius de la pandèmia, amb més de 40.000 nous casos cada dia. En aquest sentit, malgrat que l'indicador de sentiment econòmic PMI compost es manté còmodament per damunt del llindar dels 50 punts (54,4 al setembre), la confiança dels consumidors (que també es continua recuperant) es manté baixa. En concret, al setembre, l'índex de confiança del consumidor es va situar en els 101,8 punts, encara per sota del nivell del febrer (132,6). En el mateix sentit, l'indicador d'activitat d'alta freqüència de la Reserva Federal de Nova York es va quedar gairebé estancat en el –5% al llarg del setembre i, en el conjunt del 3T, suggereix que el PIB s'haurà situat al voltant del –6% per sota del nivell del 3T 2019.

Vendes minoristes

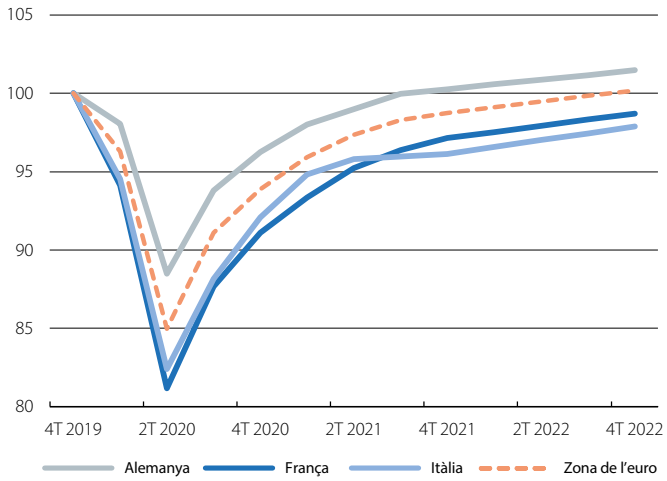
Índex (100 = febrer 2020)



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

Zona de l'euro: previsions del PIB

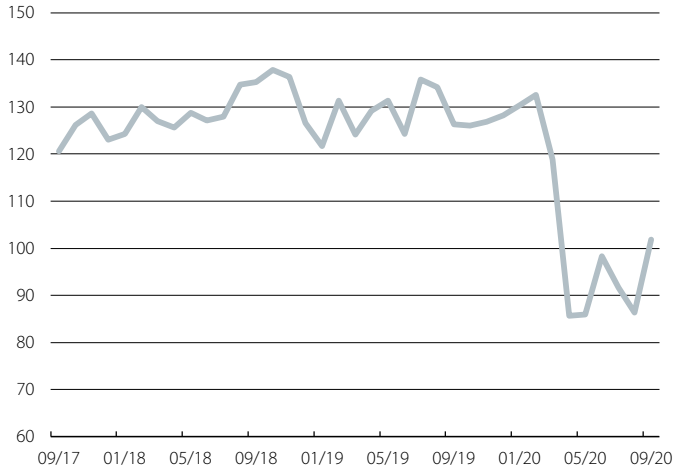
Índex (100 = 4T 2019)



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

Estats Units: índex de confiança dels consumidors

Índex



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

L'elevada incertesa sobre l'entorn polític als EUA se suma a la incertesa econòmica. En les últimes previsions per a l'economia nord-americana, la Fed va destacar l'elevada incertesa de l'escenari. Aquesta incertesa queda ben il·lustrada per la disparitat entre el model de previsió del PIB de la Fed d'Atlanta i el de la Fed de Nova York sobre l'avanç previst en el 3T: el 32,0% intertrimestral anualitzat el primer i el 14,1% el segon. A més a més, a la incertesa sobre l'evolució de la pandèmia se li suma la incertesa política als EUA, amb les eleccions presidencials i al Congrés molt a la vora (el 3 de novembre) i amb unes negociacions difícils sobre un nou possible paquet fiscal, que se sumaria a les mesures aprovades fins ara, properes al 15% del PIB (el 9% en mesures de despesa directa i el 6% en avals i en altres mesures de liquiditat).

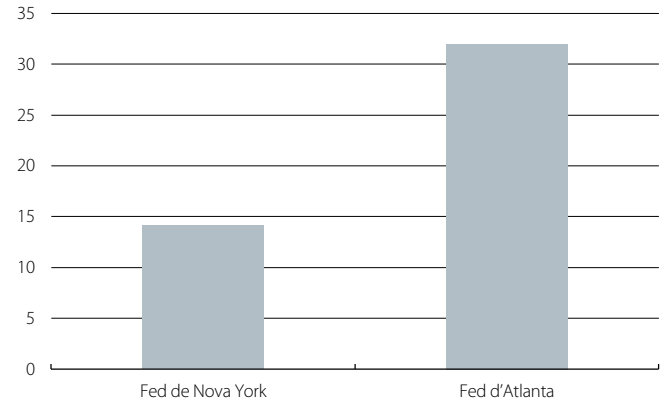
ECONOMIES EMERGENTS

La recuperació és molt dispar a les economies emergents. Com es va observar en les dades de PIB del 2T, l'impacte inicial de la COVID-19 sobre les economies emergents va ser divers i va variar en funció dels desequilibris macroeconòmics existents abans del xoc (inflació, dèficit públic, endeutament privat, etc.) i del grau d'exposició als focus més actius de la pandèmia. De la mateixa manera, amb la recuperació en marxa, la intensitat de la reactivació també difereix entre països. A Turquia i al Brasil, on la caiguda del PIB en el 2T va ser una mica menys dramàtica (el –9,9% i el –11,4% interanual, respectivament), l'indicador de sentiment econòmic PMI indica una millora de l'activitat en els últims mesos. A Mèxic, però, el PMI es manté clarament per sota del llindar dels 50 punts que separa la zona contractiva de l'expansiva i gairebé no ha millorat en els últims mesos. Per la seva banda, l'economia índia, que va patir una de les contraccions més severes entre els grans països del món (el –23,9% interanual), encara dona senyals d'una forta feblesa.

L'economia xinesa, per la seva banda, es continua recuperant, tot i que destaquen les diferències entre sectors. La Xina va ser el país que primer va patir el xoc econòmic de la COVID-19 i també és el país que acumula més temps en la fase de recuperació econòmica. De fet, la producció industrial ha tornat a créixer en termes interanuals des de l'abril, moment en què la majoria de països del món endurien les mesures de contenció del virus. D'altra banda, les vendes minoristes, que, en els últims anys, creixien a taxes més elevades que la producció industrial, només van tornar a avanços interanuals positius a l'agost (el 0,5%), un indicador del llast al consum que continuen representant la pandèmia i les incerteses que comporta.

Estats Units: previsions de creixement en el 3T

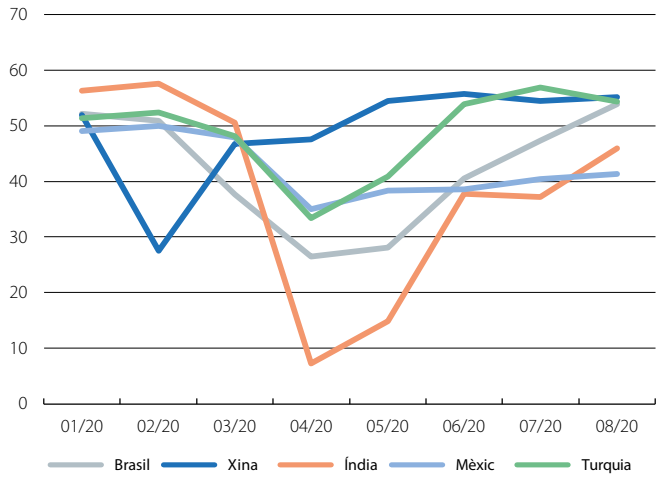
Variació intertrimestral anualitzada (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Fed de Nova York i de la Fed d'Atlanta.*

Emergents: PMI compost

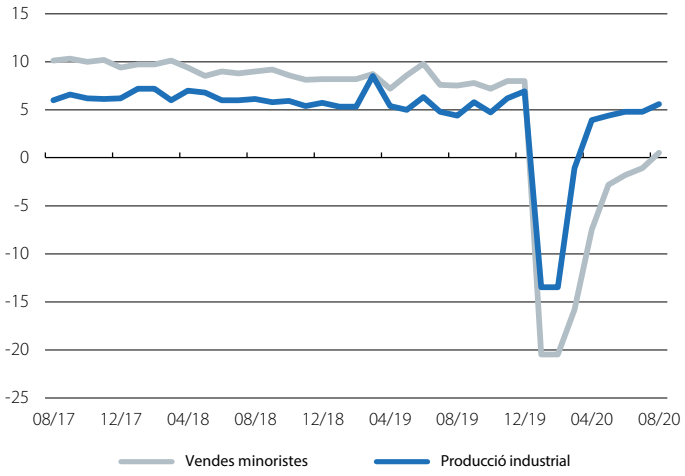
Nivell



Nota: *PMI compost per al Brasil, la Xina i l'Índia i PMI de manufactures per a Mèxic i Turquia.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Markit.*

Xina: vendes minoristes i producció industrial

Variació interanual (%)



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

La fragilitat macroeconòmica dels tipus d'interès

- **El cop sense precedents amb què la COVID-19 ha sacsejat l'economia contrasta amb uns tipus d'interès i amb unes primes de risc en mínims. No obstant això, els fonaments macroeconòmics continuen sent uns bons indicadors dels tipus d'interès observats al mercat.**
- **Estimem que el deteriorament dels fonaments hauria pressionat a l'alça els tipus del conjunt de la zona de l'euro de manera substancial. Aquesta pressió, que no s'ha arribat a consolidar al mercat, és una mesura de l'èxit de la política econòmica, però, també, de la importància que continuï ben activa en els propers trimestres.**

Les economies europees patiran el 2020 una caiguda del PIB que serà, amb escreix, la pitjor de la seva història moderna. A més a més, anirà acompanyada d'un augment molt brusc de l'endeutament dels governs, que empenyerà les ràtios de deute públic fins a nous màxims històrics.[1] No obstant això, malgrat el deteriorament inusitat de l'economia provocat per la COVID-19, el cost de finançament del deute públic es troba en mínims gairebé mai vistos: al setembre, els tipus d'interès sobirans a 10 anys d'Alemanya i de França eren, fins i tot, negatius (el –0,5% i el –0,2%), i els d'Espanya i Portugal es trobaven una mica per sota del 0,3%. Fins a quin punt els fonaments macroeconòmics poden explicar aquests nivells dels tipus d'interès?

Els tipus d'interès i els fonaments macroeconòmics

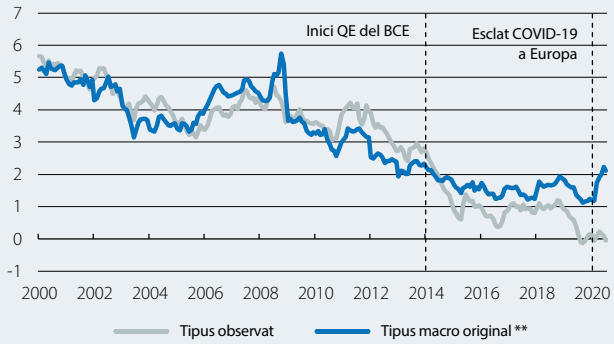
El tipus d'interès del deute públic depèn dels fonaments macroeconòmics del país en qüestió i de l'entorn global. Per exemple, la capacitat de pagament d'un Estat depèn del seu nivell d'endeutament, de les expectatives sobre el seu superàvit o sobre el seu dèficit públic i del creixement futur de l'economia. Així mateix, la situació de l'economia europea en conjunt determina la política monetària que fixa el BCE, amb la qual influeix tota la constel·lació de tipus d'interès. A més a més, també són importants els factors globals (com els tipus d'interès d'altres economies, que ofereixen una oportunitat d'inversió alternativa) i l'apetència pel risc dels inversors. Amb tots aquests ingredients, i a partir de les relacions històriques entre ells, podem estimar el tipus d'interès sobirà coherent amb els fonaments macroeconòmics: l'anomenat «tipus macro».[2]

El primer gràfic il·lustra que els fonaments macro solen ser uns bons indicadors dels tipus d'interès observats al mercat. No obstant això, en els últims anys, hi ha dos moments importants de divergència: el 2020, amb l'eclosió de la COVID-19, i el 2015, amb l'inici de la política monetària no convencional del BCE, que es va traduir en uns tipus d'interès persistentment inferiors al tipus macro. Així i tot, aquest desacord a partir del 2015 és relativament natural, perquè el nostre tipus macro no incorpora, entre els fonaments macroeconòmics, els programes de compres d'actius que el BCE va iniciar fa cinc anys. No obstant això, després d'anys de política monetària no convencional, i atesa la perspectiva que aquestes eines continuïn sent molt actives en els propers anys, és útil incorporar les mesures no convencionals del BCE en l'estimació del nostre tipus macro.[3]

Com ho mostra el segon gràfic, considerar la política monetària no convencional com un fonament més ens ajuda a explicar millor el descens dels tipus d'interès de mercat en els últims anys. No obstant això, amb l'eclosió de la COVID-19, continuem observant un desacoblament clar entre els tipus observats i els tipus macro. En concret, el tipus macro del conjunt de la zona de l'euro suggereix que el deteriorament dels fonaments macroeconòmics s'hauria d'haver traduït en un increment del tipus d'interès sobirà de la zona de l'euro d'uns 100 p. b. per damunt de l'observat.[4,5]

Tipus d'interès del deute sobirà europeu a 10 anys *

(%)



Notes: ** Mitjana ponderada d'Alemanya, Àustria, Bèlgica, Espanya, França, Irlanda, Itàlia, els Països Baixos i Portugal. ** Tipus d'interès predit pels fonaments macroeconòmics (condicions financeres globals, política monetària del BCE, deute públic i expectatives de creixement i d'inflació) i estimat en funció de les relacions històriques fins al final del 2014.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Refinitiv, d'Eurostat i de Consensus Economics.*

1. Les previsions del consens d'analistes apunten a un increment de la ràtio de deute públic el 2020 superior als 15 p. p. per al conjunt de la zona de l'euro. Segons les dades històriques recopilades per l'FMI, que es remunten a mitjan segle XIX, això comportarà nous màxims de deute en països com Alemanya, Itàlia i Portugal. No és el cas d'Espanya i de França, perquè, fa més de 100 anys, havien assolit ràtios del 160% i del 240%, respectivament.
2. Estimem una regressió de panell per als tipus sobirans a 10 anys d'Alemanya, Àustria, Bèlgica, Espanya, França, Irlanda, Itàlia, els Països Baixos i Portugal, amb les següents variables explicatives: les expectatives de l'euríbor a 3 mesos, del creixement real del PIB i de la inflació, la ràtio de deute públic sobre el PIB, un indicador de volatilitat borsària, el tipus sobirà nord-americà a 10 anys, i un indicador de tensions a la zona de l'euro (variable binària que és igual a 1 si una prima de risc sobirana es tensiona de forma significativa). Inicialment, per no considerar la política monetària no convencional del BCE com un fonament més, estimem la regressió amb dades entre el 2000 i el 2014.
3. Reestimem la regressió de la nota anterior incloent dades fins al començament del 2020 i afegint, a les variables explicatives, les compres d'actius que el BCE acumula en el seu balanç des del 2015.
4. Una estimació del BCE conclou que les mesures monetàries adoptades entre el març i el juny haurien reduït el tipus sobirà de la zona de l'euro en 45 p. b. Vegeu Hutchinson, J. i Mee, S., «Impacte de les mesures de política monetària adoptades pel BCE en resposta a la crisi de la Covid-19», Butlletí Econòmic, 5/2020, BCE.

De fet, aquest desacoblament pot ser interpretat com una mesura de l'èxit de la resposta de la política econòmica i, en particular, de la contundent acció del BCE i de l'esforç fiscal compartit de la UE.[6] Una bona mostra d'això és el comportament de les primes de risc de la perifèria de la zona de l'euro. Al tercer i al quart gràfics s'observa com el repunt inicial patit per les primes de risc de la perifèria al mercat va ser raonablement coherent amb el que havia projectat el tipus macro i, per tant, amb el deteriorament dels seus fonaments macroeconòmics. No obstant això, el tensionament es va revertir de manera generalitzada després de la bateria d'anuncis per part del BCE al llarg de la primavera i dels diferents paquets fiscals de la UE.

Pel que fa a l'esforç fiscal compartit de la UE, un dels elements més positius per a les primes de risc ha estat, probablement, l'acord per emetre deute comunitari amb el suport del pressupost de la Unió. Malgrat que les emissions no començaran fins al 2021, aquest acord envia un senyal de compromís important amb el projecte d'integració europeu, la qual cosa redueix la percepció del risc sobirà i afavoreix unes primes de risc sobiranes més comprimides. No obstant això, també caldrà tenir en compte que aquestes emissions comporten un increment de l'oferta de bons de qualitat elevada, que, a mitjà termini (2023-2024, segons algunes estimacions),[7] en incrementar la competència per trobar compradors de deute, pot encarir els costos de finançament dels estats amb una nota creditícia més baixa.

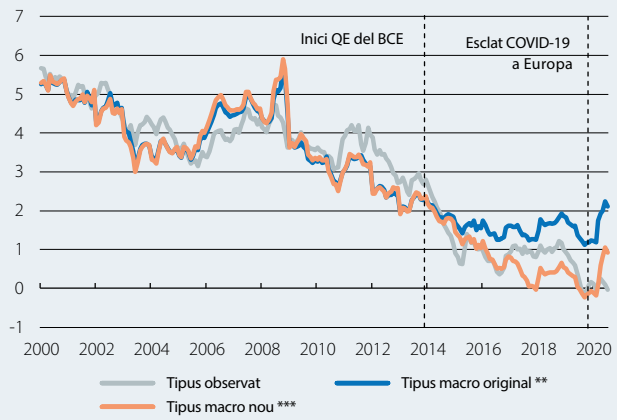
Finalment, la conjuntura és tan exigent que la política econòmica, malgrat la contundència amb què ha actuat, no pot abaixar la guàrdia. La discrepància entre el tipus d'interès observat al mercat i el tipus macro no solament és una mesura del seu èxit: també ens indica que, sense una actuació ambiciosa, s'estarien observant al mercat tipus d'interès i primes de risc substancialment més elevats, en alguns casos, fins i tot, propers a nivells que podrien alimentar alguns dubtes sobre la sostenibilitat del deute públic.[8]

Adrià Morron Salmeron

5. Al segon gràfic, el rebot del tipus macro que incorpora la política no convencional del BCE és una mica superior al del tipus macro original. La raó és que la sensibilitat dels tipus d'interès als canvis en les expectatives de creixement i d'inflació ha augmentat des del 2015. Això podria reflectir que són una mesura indirecta de les expectatives sobre si el BCE retirarà o intensificarà les compres d'actius que tant han afectat els tipus d'interès de mercat.
6. Vegeu un resum de les dues actuacions a les notes «El Consejo Europeo llega a un acuerdo histórico sobre el Plan de Recuperación Europeo» i «Gracias a una actuación contundente, el BCE respira y se da un tiempo», a www.caixabankresearch.com.
7. Vegeu Miguel Carrión Álvarez (2020), «The EU recovery plan: funding arrangements and their impacts», Funcas.
8. Analitzem la sensibilitat del deute públic als canvis en els tipus d'interès al Focus «Ens ha de preocupar la sostenibilitat del deute públic a la zona de l'euro?», a l'IM05/2020.

*Tipus d'interès del deute sobirà europeu a 10 anys **

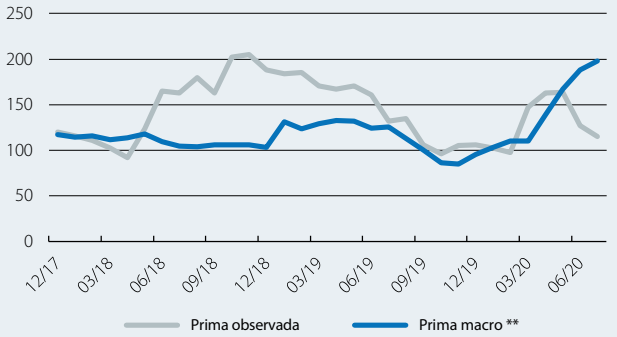
(%)



Notes: ** Mitjana ponderada d'Alemanya, Àustria, Bèlgica, Espanya, França, Irlanda, Itàlia, els Països Baixos i Portugal. ** Tipus d'interès predit pels fonaments macroeconòmics (condicions financeres globals, política monetària convencional del BCE, deute públic i expectatives de creixement i d'inflació) i estimat en funció de les relacions històriques fins al final del 2014. *** Afegim les compres d'actius del BCE com a nou fonament i es reestima el tipus macro en funció de les relacions històriques fins al començament del 2020.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Refinitiv, d'Eurostat i de Consensus Economics.*

*Prima de risc sobirana per al deute perifèric a 10 anys **

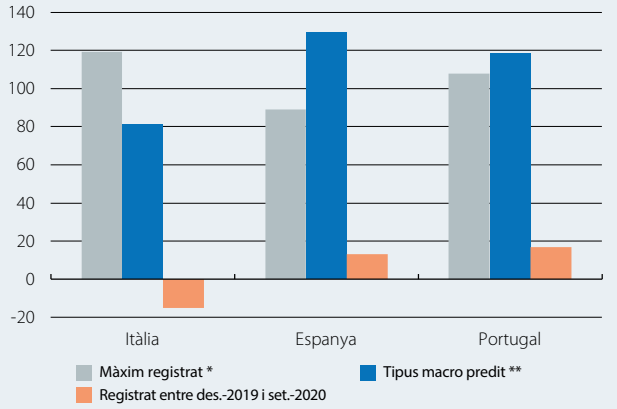
(p. b.)



Notes: ** Mitjana ponderada d'Espanya, Irlanda, Itàlia i Portugal. ** Prima de risc predita pels fonaments macroeconòmics (condicions financeres globals, política monetària convencional i no convencional del BCE, deute públic i expectatives de creixement i d'inflació) i estimada en funció de les relacions històriques fins al començament del 2020.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Refinitiv, d'Eurostat i de Consensus Economics.*

Repunt en les primes de risc sobiranes

(p. b.)



Notes: ** Diferència entre la prima de risc més alta observada (amb dades de tancament diàries) al llarg dels mesos de març, abril i maig del 2020 i la registrada el 31 de desembre del 2019. ** Diferència entre la prima de risc predita pels fonaments macroeconòmics al desembre del 2019 i al juliol del 2020.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Refinitiv, d'Eurostat i de Consensus Economics.*

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

ESTATS UNITS

	2018	2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	06/20	07/20	08/20
Activitat									
PIB real	3,0	2,2	2,1	2,3	0,3	–9,0	–	–	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	4,7	3,9	4,2	4,0	3,1	–4,9	3,0	3,5	4,0
Confiança del consumidor *(valor)*	130,1	128,3	132,1	127,0	127,3	90,0	98,3	91,7	86,3
Producció industrial	3,9	0,9	0,2	–0,7	–1,9	–14,4	–10,7	–7,4	–7,7
Índex d'activitat manufacturera (ISM) *(valor)*	58,9	51,2	49,4	48,1	50,0	45,7	52,6	54,2	56,0
Habitatges iniciats *(milers)*	1.248	1.295	1.288	1.433	1.484	1.079	1.265	1.492	1.416
Case-Shiller preu habitatge 2a mà *(valor)*	211	217	217	219	222	223	223	225	...
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	3,9	3,7	3,6	3,5	3,8	13,0	11,1	10,2	8,4
Taxa d'ocupació *(% pobl. > 16 anys)*	60,4	60,8	60,9	61,0	60,8	52,9	54,6	55,1	56,5
Balança comercial[1] *(% PIB)*	–2,2	–2,7	–2,9	–2,7	–2,6	–2,7	–2,7	–2,8	...
Preus									
Inflació general	2,4	1,8	1,8	2,0	2,1	0,4	0,6	1,0	1,3
Inflació subjacent	2,1	2,2	2,3	2,3	2,2	1,3	1,2	1,6	1,7

JAPÓ

	2018	2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	06/20	07/20	08/20
Activitat									
PIB real	0,3	0,7	1,7	–0,7	–1,9	–10,1	–	–	–
Confiança del consumidor *(valor)*	43,6	38,9	37,1	38,1	36,0	24,7	28,4	29,5	29,3
Producció industrial	1,0	–2,7	–1,9	–6,7	–4,3	–20,5	–21,0	–14,7	–11,7
Índex activitat empresarial (Tankan) *(valor)*	20,8	6,0	5,0	0,0	–8,0	–34,0	–	–	–27,0
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	2,4	2,4	2,3	2,3	2,4	2,8	2,8	2,9	3,0
Balança comercial[1] *(% PIB)*	–0,2	–0,3	–0,4	–0,3	–0,2	–0,5	–0,5	–0,7	–0,5
Preus									
Inflació general	1,0	0,5	0,3	0,5	0,5	0,1	0,1	0,3	0,2
Inflació subjacent	0,3	0,6	0,6	0,7	0,7	0,3	0,4	0,4	–0,1

XINA

	2018	2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	06/20	07/20	08/20
Activitat									
PIB real	6,7	6,1	6,0	6,0	–6,8	3,2	–	–	...
Vendes al detall	9,0	9,0	7,6	7,7	–18,2	–4,0	–1,8	–1,1	0,5
Producció industrial	6,2	5,8	5,0	5,9	–7,3	4,4	4,8	4,8	5,6
PMI manufactures (oficial)	50,9	49,7	49,7	49,9	45,9	50,8	50,9	51,1	51,0
Sector exterior									
Balança comercial[1,2]	352	421	426	421	361	412	...	...	...
Exportacions	9,9	0,5	–0,3	1,9	–13,4	0,1	0,5	7,2	9,5
Importacions	15,8	–2,7	–6,2	3,4	–3,0	–9,7	2,7	–1,4	–2,1
Preus									
Inflació general	2,1	2,9	2,9	4,3	5,0	2,7	2,5	2,7	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	7,0	7,0	7,0	7,1	7,1	7,0	6,9

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	3T 2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	06/20	07/20	08/20
Vendes al detall *(variació interanual)*	1,6	2,3	2,7	2,0	–1,1	–6,9	–2,6	1,3	0,4
Producció industrial *(variació interanual)*	0,7	–1,3	–1,6	–2,1	–5,8	–20,3	–20,4	–12,0	–7,7
Confiança del consumidor	–4,9	–7,1	–6,8	–7,6	–8,8	–18,5	–18,8	–14,7	–15,0
Sentiment econòmic	111,5	103,1	102,0	100,6	100,0	69,4	67,5	75,8	82,4
PMI manufactures	55,0	47,4	46,4	46,4	47,2	40,1	39,4	47,4	51,8
PMI serveis	54,5	52,7	52,8	52,3	43,8	30,3	30,5	48,3	54,7
Mercat de treball									
Ocupació (persones) *(variació interanual)*	1,5	1,2	1,2	1,1	0,4	–2,9	–0,1	–	–
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	8,2	7,6	7,5	7,4	7,3	7,6	7,6	7,8	8,0
Alemanya *(% pobl. activa)*	3,4	3,1	3,0	3,2	3,6	4,2	4,2	4,3	4,4
França *(% pobl. activa)*	9,0	8,5	8,5	8,2	7,8	7,1	6,9	6,6	7,1
Itàlia *(% pobl. activa)*	10,6	9,9	9,6	9,5	9,1	8,5	8,7	9,4	9,8
PIB real *(variació interanual)*	1,9	1,2	1,4	1,0	–3,2	–14,7	–	–	–
Alemanya *(variació interanual)*	1,6	0,6	0,8	0,4	–2,2	–11,3	–	–	–
França *(variació interanual)*	1,7	1,2	1,6	0,8	–5,7	–18,9	–	–	–
Itàlia *(variació interanual)*	0,7	0,3	0,5	0,1	–5,6	–17,7	–	–	–

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	06/20	07/20	08/20
General	1,8	1,2	1,0	1,0	1,1	0,2	0,1	0,3	0,4
Subjacent	1,2	1,2	1,1	1,3	1,3	1,1	1,2	1,1	1,3

Sector exterior

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

	2018	2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	06/20	07/20	08/20
Saldo corrent	**3,0**	**2,4**	**2,3**	**2,4**	**2,1**	**2,3**	**2,2**	**2,3**	**...**
Alemanya	7,4	7,1	6,9	7,1	7,1	6,7	6,6	6,8	...
França	–0,6	–0,7	–0,7	–0,7	–0,8	–1,8	–1,7	–2,1	...
Itàlia	2,5	3,0	2,6	3,0	3,1	2,8	2,7	2,8	...
Tipus de canvi efectiu nominal[1] *(valor)*	**95,1**	**92,4**	**92,5**	**91,4**	**91,2**	**93,4**	**93,0**	**94,1**	**94,9**

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	06/20	07/20	08/20
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres[2]	3,9	3,8	3,9	3,5	3,9	7,0	7,3	7,1	7,1
Crèdit a les llars[2,3]	3,0	3,4	3,4	3,5	3,6	3,0	3,0	3,0	3,0
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres[4] *(%)*	1,2	1,2	1,1	1,2	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge[5] *(%)*	1,6	1,5	1,5	1,4	1,4	1,4	1,5	1,4	1,4
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	7,9	8,0	8,6	8,8	9,3	12,9	13,0	13,1	14,1
Altres dipòsits a curt termini	–1,5	0,3	0,7	0,3	–0,2	0,4	0,7	0,8	1,4
Instruments negociables	–4,2	–1,9	0,1	–3,3	3,8	7,2	6,3	9,2	11,4
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars *(%)*	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2

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

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

Reactivació notable, tot i que incompleta, de l'activitat

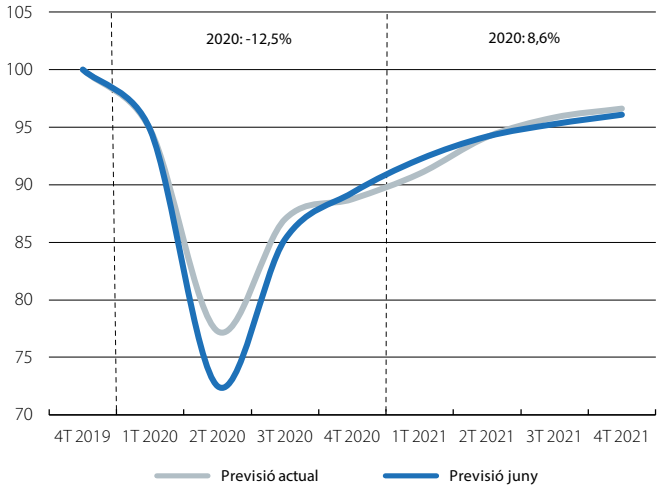
L'economia es reactiva, però la pandèmia continuarà marcant el compàs de l'activitat. Els indicadors disponibles fins avui ens mostren que l'economia espanyola s'ha reactivat de manera molt notable des que es van aixecar les mesures de confinament. Així mateix, l'INE va millorar l'estimació del PIB del 2T 2020 i el va situar en el –17,8% intertrimestral. L'impacte econòmic del confinament va ser una mica inferior al previst i ens empeny a recalibrar la nostra previsió de creixement del PIB per al 2020 del –14,0% al –12,5%. Així i tot, l'augment de la mobilitat arran del retorn de les vacances i del reinici del curs escolar torna a centrar tota l'atenció en l'evolució de la pandèmia. Les nostres previsions macroeconòmiques són compatibles amb l'aparició de rebrots que siguin neutralitzats amb mesures puntuals i localitzades, com, ara com ara, suggereixen les dades. Així, en l'últim mes, el nombre de contagis confirmats per PCR s'ha situat al voltant dels 8.000 casos diaris, una xifra semblant als màxims registrats entre el març i l'abril, però que, ara com ara, no genera la mateixa tensió en el sistema sanitari, ja que la majoria de casos són asimptomàtics o menys greus. A més a més, tal com ho mostren les dades de mobilitat, les mesures adoptades per combatre els nous brots no impedeixen el retorn a l'activitat que es produeix al conjunt del país. No obstant això, la incertesa que envolta les previsions econòmiques continua sent molt elevada, ja que depenen de manera crucial de l'evolució de la pandèmia.

La millora de l'activitat ha estat molt asimètrica entre sectors. Així, els indicadors més recents mostren que, malgrat que l'activitat ha recuperat de manera gradual el ritme habitual, el procés de recuperació encara dista d'haver finalitzat. Així mateix, la recuperació és heterogènia en funció del sector. En concret, mentre que l'índex PMI per al sector manufacturer es va situar en els 50,8 punts al setembre, molt per damunt del mínim de 30,8 punts registrat a l'abril i ja en zona expansiva, l'indicador homòleg per al sector serveis va recular 5,3 punts, fins als 42,4 punts, a causa de l'impacte de l'augment dels contagis per coronavirus a nivell global. Al juliol, la producció industrial va caure el 6,4% interanual, un registre clarament millor al –14,3% del mes anterior. Per la seva banda, a l'agost, les vendes al detall van caure el 2,4% interanual, un descens lleugerament inferior al del mes anterior (el –3,9%), però molt inferior al registrat en el pic de les crisis (el –31,6%). Finalment, al setembre, la despesa total amb targetes en TPV de CaixaBank i en retirades d'efectiu va mostrar un descens del 12% interanual, una taxa lleugerament inferior a la del mes anterior (el –9%). Per components, va destacar la bona marxa de la despesa del consum presencial per part dels residents, que se situa ja el 4% per damunt del nivell del setembre del 2019, en contraposició amb el comportament de la despesa dels estrangers, que encara cau gairebé el 70% interanual. Aquest últim registre és una mostra de les dificultats que travessa el sector turístic, que pateix de manera molt més marcada els efectes de la pandèmia sobre la confiança i sobre l'activitat. Quan incorporem tota la informació d'aquests indicadors en conjunt, el nostre model de previsió Nowcasting del PIB ens ofereix una previsió de creixement del PIB per al 3T 2020 al voltant del 12% intertrimestral.

Prossegueix la recuperació del mercat laboral. L'afiliació a la Seguretat Social va continuar mostrant dades positives al setembre, amb un augment de l'afiliació (+84.000 afiliats, fins als 18,87 milions). Es tracta del cinquè mes de millora gradual.

Espanya: evolució del PIB real

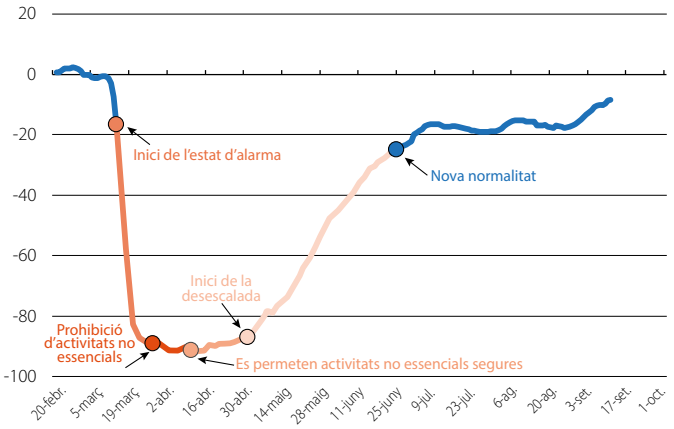
Índex (100 = 4T 2019)



Font: *CaixaBank Research.*

Mobilitat de la població en comerços

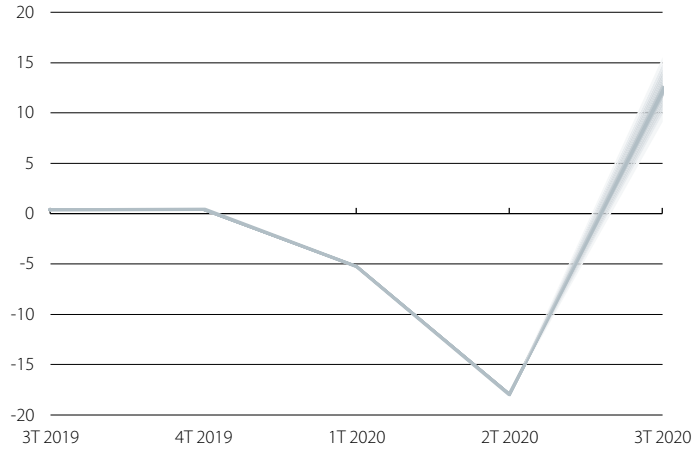
*Variació en relació amb el nivell base * (%)*



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 l'INE.*

Espanya: PIB

Variació intertrimestral (%)



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

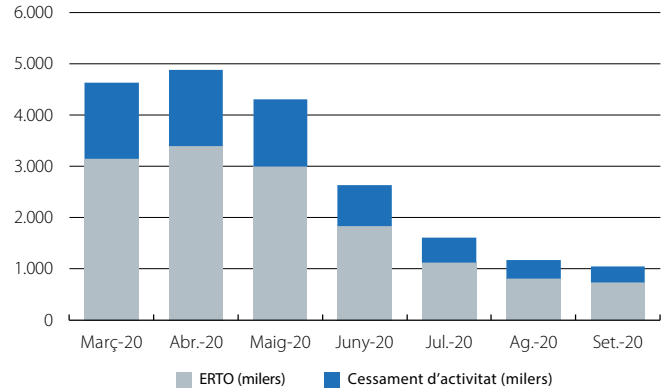
Així mateix, el nombre d'empleats en ERTO va continuar caient durant el mes de setembre, tot i que a un ritme menor que en els mesos anteriors. Al final de setembre, 729.000 afiliats encara estaven en situació d'ERTO (84.000 menys que al final d'agost). Aquesta xifra implica que, diàriament, es van reactivar uns 6.000 llocs de treball, un ritme inferior al dels mesos anteriors (+10.000 a l'agost i +23.000 al juliol). D'aquesta manera, gairebé el 80% dels afiliats que, a l'abril, estaven en situació de regulació ja n'han sortit, tot i que la majoria d'afiliats que encara estan en aquesta situació es concentren en determinats sectors més afectats per la crisi i amb més dificultats per reprendre l'activitat. En aquest sentit, destaca la pròrroga aprovada fins al final de gener del 2021. L'acord contempla, entre altres mesures, un nou tipus d'ERTO específic per als sectors particularment afectats per la crisi, en especial el turisme i el comerç. En conjunt, estimem que el nombre d'afiliats que treballen i que no estan acollits a un ERTO (total o parcial) o a un cessament d'activitat (per als autònoms) es va situar al voltant dels 17,8 milions al setembre (el –7,4% interanual), un augment de 373.000 treballadors en relació amb el mes anterior.

L'impacte de la crisi de la COVID-19 es comença a notar en el preu de l'habitatge. Els indicadors del mercat immobiliari mostren una recuperació notable de l'activitat al sector després de l'aturada patida durant l'estat d'alarma. Així, pel costat de la demanda, les compravendes d'habitatge es van recuperar amb força al juliol i van augmentar el 20% intermensual, tot i que, en termes acumulats des de l'inici d'enguany, registren encara una caiguda del 25,8% interanual. Pel costat de l'oferta, el sector de la construcció també ha reiniciat l'activitat de manera ràpida. A l'agost, el consum de ciment es trobava només el 2,1% per sota del nivell de l'agost de l'any anterior, amb una recuperació notable en relació amb la caiguda del 50% de l'abril. Malgrat la reactivació de l'activitat, els principals índexs de preus de l'habitatge ja han començat a mostrar l'impacte de la crisi sobre el mercat. Així, segons les dades de taxació, el descens del preu de l'habitatge es va intensificar en el 2T 2020, amb l'1,8% intertrimestral (el –0,8% en el 1T 2020). En termes interanuals, el preu va caure per primera vegada des del 1T 2015 (el –1,7% interanual). Per la seva banda, segons les dades de transacció, els preus es van mantenir gairebé estancats en termes intertrimestrals (el +0,1%) i moderadament a l'alça en termes interanuals (el +2,1%). De cara als propers trimestres, esperem que el descens dels preus de l'habitatge tingui continuïtat, però és important destacar que la situació en què es trobava el sector abans de la COVID-19 era molt més favorable que en la recessió anterior, i això ofereix una certa confiança sobre la seva capacitat de recuperació.

L'estalvi de les llars repunta amb força arran del confinament. En el 2T 2020, la taxa d'estalvi de les llars va pujar de manera molt intensa (l'11,2% en l'acumulat de quatre trimestres, en relació amb el 7,9% del 1T 2020) i va assolir la cota més alta des del 2010. Aquest augment de l'estalvi reflecteix una caiguda del consum de les llars molt més pronunciada que la dels ingressos (el –6,3% interanual del consum, en relació amb el –1,1% dels ingressos). Així, mentre que el consum ha patit els efectes tant de la impossibilitat de realitzar certs tipus de despesa durant els mesos de confinament com de la incertesa sobre l'evolució futura de l'economia, els ingressos s'han beneficiat de totes les polítiques de salvaguarda de la capacitat adquisitiva de les llars que s'han implementat des de la primavera (com, per exemple, els ERTO) i que han compensat, parcialment, l'impacte negatiu de l'augment de l'atur.

Espanya: evolució d'afiliats en ERTO i en cessament d'activitat

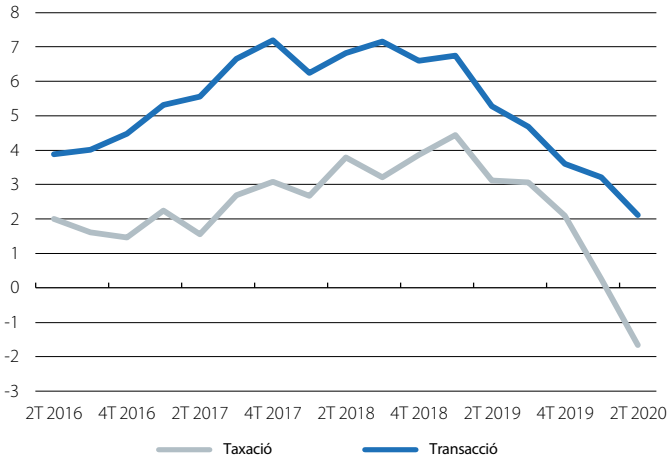
Xifres al final de mes (milers)



Notes: *«ERTO» inclou els ERTO per força major total, parcials i per causes objectives. Estimació pròpia del nombre d'autònoms en cessament d'activitat.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri de Treball i Economia Social i del Ministeri d'Inclusió, Seguretat Social i Migracions.*

Espanya: preu de l'habitatge

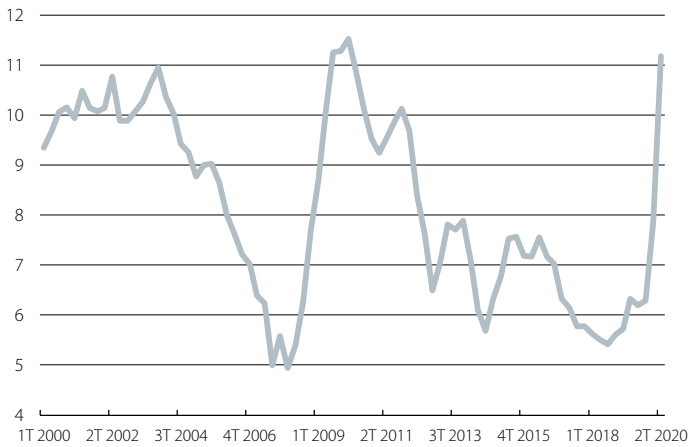
Variació interanual (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE i del Ministeri d'Indústria, Transport i Mobilitat.*

Espanya: taxa d'estalvi

*(% de la renda bruta disponible)**



Nota: ** Mitjana mòbil de quatre trimestres.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

Evolució de la desigualtat en temps real: impacte de la reactivació econòmica

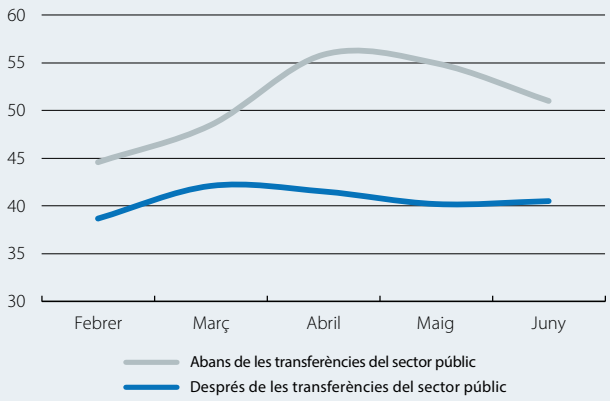
Al llarg de la història, les pandèmies i les guerres han tingut un profund impacte sobre la distribució de la renda i de la riquesa,[1] de manera que no és estrany que la crisi generada per la COVID-19 hagi fet saltar totes les alarmes. Efectivament, l'impacte econòmic d'aquesta pandèmia és de tal magnitud que l'augment de la desigualtat hauria pogut ser fortíssim si l'actuació del sector públic no l'estigués esmorteint. D'altra banda, la recuperació de l'activitat propiciada pel relaxament de les restriccions a la mobilitat ja s'ha començat a reflectir, també, en els índexs de desigualtat, que disminueixen de manera gradual des de les elevades cotes registrades durant el pic de la crisi.

Aquests són els principals missatges que es desprenen de l'actualització dels indicadors de desigualtat que ha desenvolupat l'equip format per investigadors de la Universitat Pompeu Fabra, de l'Institute of Political Economy and Governance (IPEG) i de CaixaBank Research.[2] Mitjançant l'anàlisi de les dades internes de CaixaBank, en concret de l'evolució de les nòmines (lògicament anonimitzades), i l'aplicació de tècniques de *big data* per gestionar el gran volum d'informació disponible (s'analitzen al voltant de tres milions de nòmines cada mes),[3] hem construït les eines necessàries per rastrejar en temps real l'impacte que la crisi econòmica té sobre els ingressos salarials dels treballadors i sobre la desigualtat salarial en general.[4]

En concret, quan analitzem l'evolució dels ingressos salarials sense incorporar les transferències del sector públic, observem que la desigualtat (mesurada per l'índex de Gini) va experimentar un augment sobtat i pronunciat durant els mesos de març i d'abril. No obstant això, a partir del maig i, en especial, durant el juny, que són els mesos en què es van començar a relaxar les mesures de confinament i l'activitat es va començar a reactivar, l'índex de Gini va desfer una part del camí recorregut durant els mesos anteriors. Així, si, a l'abril, l'índex de Gini es trobava 11 punts per damunt del nivell registrat al febrer,[5] al juny, l'augment en relació amb els nivells previs a la crisi era de 6 punts. Un increment encara molt destacable, però clarament inferior al registrat en el pic de la crisi.

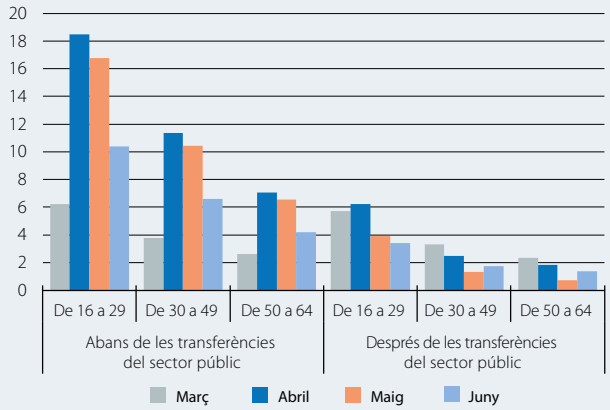
1. Vegeu Scheidel, W. (2018), «The great leveler: Violence and the history of inequality from the Stone Age to the twenty-first century», Princeton University Press. Wade, L. (2020), An unequal Blow, Science, vol. 368, núm. 6.492, pàgs. 700-703.
2. L'equip està format per Oriol Aspachs (CaixaBank Research), Ruben Durante (ICREA-UPF, IPEG i Barcelona GSE), Alberto Graziano (CaixaBank Research), Josep Mestres (CaixaBank Research), José G. Montalvo (UPF, IPEG i Barcelona GSE) i Marta Reynal-Querol (ICREA-UPF, IPEG i Barcelona GSE).
3. Amb el 27% del total de nòmines, CaixaBank disposa de la quota de mercat més elevada d'Espanya.
4. Aspachs *et al.* (2020), «Real-Time Inequality and the Welfare State in Motion: Evidence from COVID-19 in Spain», Barcelona GSE Working Paper.

Espanya: evolució mensual de l'índex de Gini
Índex



Nota: *Índex corregit de la variació estacional.*
Font: *CaixaBank Research.*

Espanya: evolució de l'índex de Gini per grups d'edat
Variació en relació amb el febrer del 2020 (punts)



Nota: *Variació de l'índex corregit de la variació estacional.*
Font: *CaixaBank Research.*

Quan tenim en compte les transferències realitzades pel sector públic, com, per exemple, les prestacions per atur o les que reben els treballadors que es troben en situació d'ERTO, la imatge canvia de manera notable. L'augment del nivell de desigualtat és també pronunciat, però molt inferior. En aquest cas, l'índex de Gini del juny se situava «només» 2 punts per damunt del registre del febrer i 1,6 punts per sota del nivell assolit a l'abril.

A més a més, l'impacte de la crisi no és el mateix entre els diferents col·lectius de la societat. L'augment de la desigualtat, tant abans de les transferències del sector públic com després, va ser especialment intens entre les perso-

5. Per contextualitzar aquests 11 punts, és suficient observar que, segons les dades de l'OCDE, equivalen a la diferència de desigualtat entre els EUA (índex de Gini de 39 punts) i Suècia (índex de Gini de 28).

nes més joves i entre els immigrants. En el cas dels joves, l'augment de l'índex de Gini va ser de 18 punts a l'abril si no es tenen en compte les transferències del sector públic i de 6 punts quan les transferències s'incorporen a l'anàlisi. Per a les persones nascudes fora d'Espanya, l'augment de l'índex va ser de 17 punts abans de les transferències del sector públic i de 5 punts després.

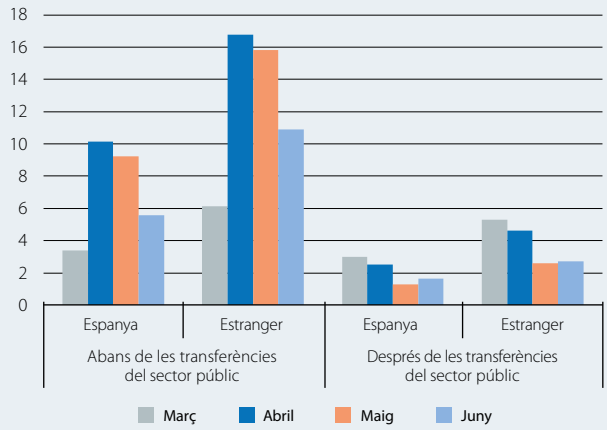
És important destacar que els joves i els immigrants són, també, els que més es beneficien de la reactivació del mercat laboral. Com es pot observar als gràfics, la reducció de l'índex de Gini abans de les transferències del sector públic que van experimentar els uns i els altres entre els mesos de maig i de juny és molt notòria, de 7 punts en els dos casos.

Els forts vaivens de l'índex de Gini d'aquests dos grups reflecteixen un problema ben conegut del mercat laboral espanyol: la seva dualitat. És en aquests col·lectius on més persones treballen en condicions de precarietat, i, per tant, són els que pateixen més quan es produeixen ajustos de l'activitat: concentren una gran part dels treballadors que perden la feina i tenen una cobertura del sector públic més limitada. Per aquest mateix motiu, també són els que es beneficien més de la reactivació econòmica actual. Així i tot, la reducció de la dualitat del mercat de treball és peremptòria per disminuir la seva vulnerabilitat a llarg termini.

Finalment, l'anàlisi de l'evolució de la desigualtat per comunitats autònomes també revela algunes diferències importants. Com s'aprecia als gràfics, a l'abril, l'augment de l'índex de Gini va ser intens i generalitzat a totes les comunitats si no es tenen en compte les transferències del sector públic. No obstant això, es pot apreciar que el repunt va ser especialment elevat a les Balears i a les Canàries, dues comunitats en què el turisme té un pes particularment alt. En canvi, al juny, la desigualtat s'havia reduït

Espanya: evolució de l'índex de Gini per país de naixement

Variació en relació amb el febrer del 2020 (punts)



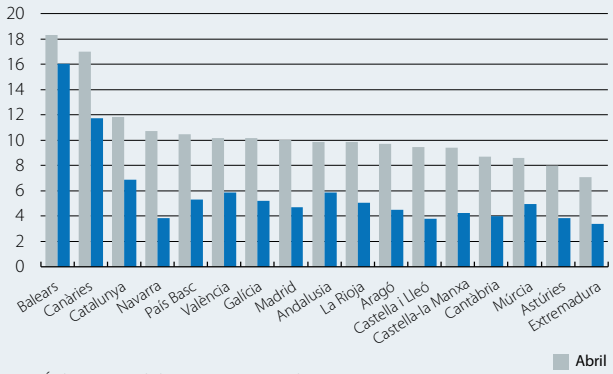
Nota: *Dades corregides de la variació estacional.*
Font: *CaixaBank Research.*

de manera considerable a totes les comunitats, gràcies a la reactivació econòmica, tot i que persistien algunes diferències. No obstant això, quan es tenen en compte les transferències del sector públic, l'augment és molt inferior i les diferències entre comunitats es redueixen de manera substancial.

Oriol Aspachs (CaixaBank Research),
Ruben Durante (ICREA-UPF, IPEG i Barcelona GSE),
José G. Montalvo (UPF, IPEG i Barcelona GSE),
Alberto Graziano (CaixaBank Research),
Josep Mestres (CaixaBank Research) i
Marta Reynal-Querol (ICREA-UPF, IPEG i Barcelona GSE).

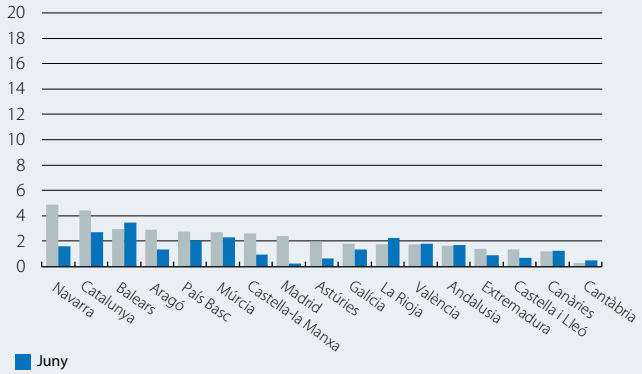
Espanya: evolució de l'índex de Gini per CA abans de les transferències del sector públic

Variació en relació amb el febrer del 2020 (punts)



Espanya: evolució de l'índex de Gini per CA després de les transferències del sector públic

Variació en relació amb el febrer del 2020 (punts)



Nota: *Índex corregit de la variació estacional.*
Font: *CaixaBank Research.*

Plans de pensions d'ocupació: una opció que s'obre camí

- El Ministeri de Seguretat Social apunta als plans de pensions d'ocupació britànics com una referència que cal tenir en compte en la reforma del sistema de pensions.
- El sistema de pensions d'ocupació al Regne Unit es basa en un model d'inscripció automàtica que, des de la seva implantació el 2012, ha presentat resultats positius, ja que ha millorat de manera substancial la participació en aquests plans dels joves i dels col·lectius amb rendes baixes.
- A Espanya, promoure aquests plans d'ocupació pot ser una opció interessant per fomentar la utilització de mecanismes d'estalvi privat per a una gran part de la societat. En l'actualitat, només 1 de cada 10 treballadors té un pla de pensions d'aquest tipus.

La reforma de les pensions que es prepara a Espanya és un assumpte candent i urgent. I és que el dèficit estructural de la Seguretat Social (al voltant de 18.000 milions d'euros) i la necessitat d'assegurar la sostenibilitat del sistema a llarg termini, arran de l'envelliment demogràfic, són reptes ineludibles per a la nostra economia. En aquest context, el ministre d'Inclusió, Seguretat Social i Migracions, José Luis Escrivá, ha anunciat que té la intenció d'impulsar els plans de pensions d'ocupació (també anomenats d'empreses) per fomentar l'estalvi a llarg termini i que un model interessant en què basar-se és el britànic.

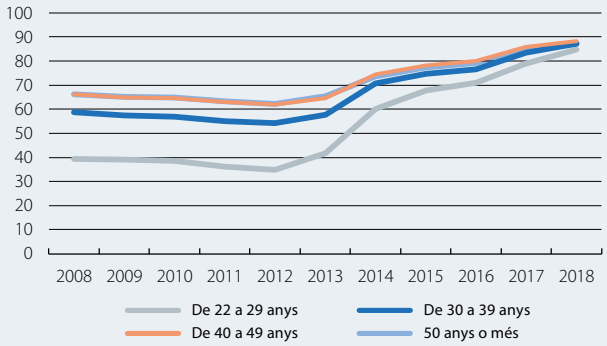
En què consisteix aquest model i fins a quin punt és exportable a Espanya? Des del 2012, les empreses britàniques han d'inscriure de forma automàtica els treballadors (sempre que compleixin unes certes condicions: salari superior a 10.000 lliures, edat superior a 22 anys...) en un pla de pensions de l'empresa, tot i que els treballadors poden sortir-ne de forma voluntària en el termini d'un mes. S'intenta, per tant, donar l'«empenta» necessària als agents econòmics per començar a estalviar i que no ho deixin per a més endavant. Així mateix, es requereixen aportacions mínimes anuals del 8%[1] del salari del treballador[2] (abans de l'abril del 2019, era el 5% i, des del 2012, ha anat augmentant de forma progressiva fins al 8%), repartides de la forma següent: una contribució del 3% per part de l'empresa[3] i una contribució del 5% per part de l'empleat (tot i que, en general, la seva contribució és ja d'entrada del 4%, gràcies a una deducció fiscal de l'impost de la renda).[4]

Ara com ara, tot fa pensar que els plans de pensions d'ocupació estan aconseguint l'objectiu que un major nombre de persones estalviï per a la seva jubilació. En concret, el 2018, el 87% dels 21,5 milions de treballadors britànics elegibles per a aquests plans d'empresa (d'un total de 30 milions de treballadors) hi participaven, en relació amb el 55% previ a la reforma del 2012. En canvi, només el 9%, de mitjana, es donava de baixa en el mes següent a la inscripció.

Si observem les dades de participació amb més detall, també obtenim resultats esperançadors. D'una banda, tal com

Plans d'ocupació del Regne Unit: taxa de participació dels treballadors elegibles en funció de l'edat

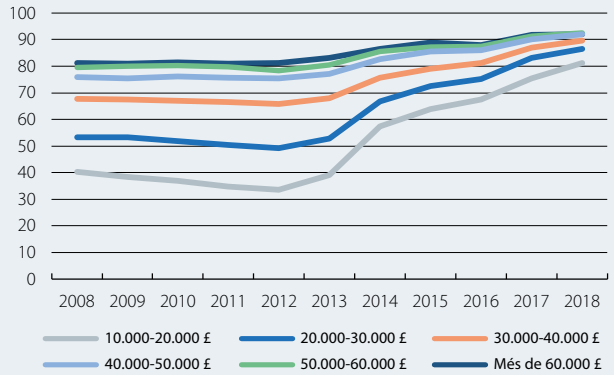
(%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'«Automatic Enrolment Evaluation Report 2019» del Departament de Treball i Pensions del Regne Unit.*

Plans d'ocupació del Regne Unit: taxa de participació dels treballadors elegibles en funció dels ingressos

(%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'«Automatic Enrolment Evaluation Report 2019» del Departament de Treball i Pensions del Regne Unit.*

1. El 8% es va fixar perquè la Comissió de Pensions que va idear la reforma el 2005 va projectar que, amb aquesta xifra, l'assalariat mitjà aconseguiria, en el moment de jubilar-se, gràcies al pla de pensions d'ocupació, una pensió que representaria el 15% del seu salari, en relació amb el 30% de la pensió pública.
2. Per aplicar aquest 8%, es prenen com a referència els anomenats *qualifying earnings*, en lloc del salari pensionable: el salari superior a 6.420 lliures anuals i inferior a 50.000. Aquestes bandes s'actualitzen anualment.
3. Alguns d'aquests plans donen l'opció a l'empresa de contribuir per damunt del mínim legal del 3%, i, en aquest cas, l'empleat pot reduir la seva aportació sempre que s'arribi al 8%.
4. Les persones amb rendes elevades (ingressos per damunt de les 50.000 lliures anuals) poden demanar *a posteriori* una deducció fiscal més elevada, ja que el seu tipus marginal se situa per damunt del 20%. Per a aquests casos, la contribució de l'empleat es pot acabar situant per sota del 4%.

es pot observar al primer gràfic, l'augment de la taxa de participació ha estat especialment rellevant entre els treballadors de menys de 30 anys, un col·lectiu per al qual estalviar és especialment beneficiós a llarg termini, però al qual cal proveir de bons incentius perquè ho faci. En concret, la taxa de participació dels treballadors entre 22 i 29 anys elegibles per als plans d'empresa (gairebé 700.000 el 2018) va passar del 35% el 2012 al 85% el 2018. De l'altra, també ha servit per incentivar l'estalvi entre les rendes baixes: la taxa de participació dels treballadors britànics amb ingressos entre 10.000 i 20.000 lliures elegibles per als plans d'empresa (més d'1 milió de treballadors el 2018) va passar del 34% el 2012 al 81% el 2018 (vegeu el segon gràfic).

Pel que fa al volum de les aportacions, la quantitat total aportada el 2018 a aquests plans va ser de 90.000 milions de lliures (el 4,2% del PIB britànic), xifra que representa, de mitjana, una aportació per participant de 4.800 lliures. Com a referència, la pensió pública anual que rep un assalariat britànic que es jubili ara després de 35 anys contribuint és d'unes 9.000 lliures a l'any. Així i tot, és complicat que els treballadors facin aportacions substancials a aquests plans: el 64% d'aquest estalvi van ser aportacions de les empreses, en relació amb el 26% dels empleats (i és que només el 27% dels treballadors participants del sector privat fa aportacions superiors al 5% del seu salari pensionable).

Fins a quin punt és exportable el model britànic de pensions privades d'ocupació a Espanya? Ateses les diferències institucionals i les particularitats dels dos sistemes de pensions, aquestes comparacions són sempre complexes. Però la introducció de mecanismes que complementin el sistema públic de pensions podria ser de gran ajuda davant la previsible caiguda de la taxa de reemplaçament –la ràtio entre la pensió mitjana i el salari mitjà– de les pensions públiques, que, en l'actualitat, és del 73%, una xifra que serà difícil de sostenir arran de les pressions demogràfiques (en la mitjana de l'OCDE, la taxa de reemplaçament de les pensions públiques és del 40%).

Les persones amb rendes elevades (ingressos per damunt de les 50.000 lliures anuals) poden demanar *a posteriori* una deducció fiscal més elevada, ja que el seu tipus marginal se situa per damunt del 20%. Per a aquests casos, la contribució de l'empleat es pot acabar situant per sota del 4%.

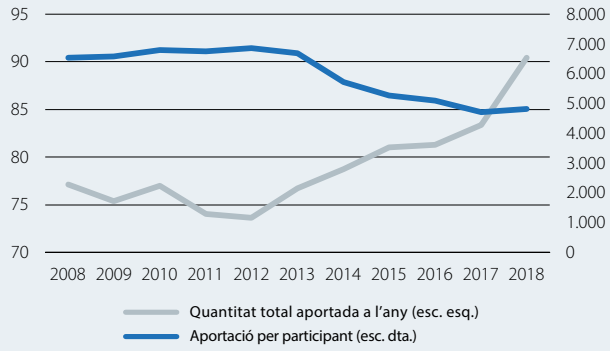
Els plans de pensions d'ocupació són gairebé testimonials a Espanya, de manera que un model d'inscripció automàtic similar al britànic podria augmentar de manera rellevant l'estalvi privat. Com a referència, només 1 de cada 10 treballadors a Espanya tenia un pla d'aquestes característiques el 2018, dels quals el 66% no va realitzar aportacions. Pel que fa als plans de pensions individuals, n'hi ha uns 7,5 milions, una xifra també baixa si la comparem amb el nombre de treballadors existent (vegeu el quart gràfic).

No obstant això, implementar un sistema d'aquestes característiques a Espanya s'enfrontaria a reptes molt importants. Un és com dissenyar-lo per aconseguir que no augmenti de manera significativa el cost laboral per a les empreses i perquè sigui prou atractiu per als treballadors (la qual cosa segurament requerirà deduccions fiscals). Un altre és com aconseguir que arribi al màxim de persones possible i que reforci l'equitat: al Regne Unit, per exemple, una llacuna és que hi ha més de 8 milions de treballadors que no són elegibles per a aquests plans, entre ells les persones que cobren menys de 10.000 lliures a l'any i els autònoms. Una diferència clau amb el Regne Unit és que, fins i tot abans de la reforma del 2012, aquests plans de pensions ja estaven força estesos en terres britàniques. En part, tot cal dir-ho, perquè la taxa de reemplaçament de les pensions públiques al Regne Unit ha estat històricament molt inferior a la de la majoria d'economies avançades.

Javier Garcia-Arenas

Plans d'ocupació del Regne Unit: aportacions anuals

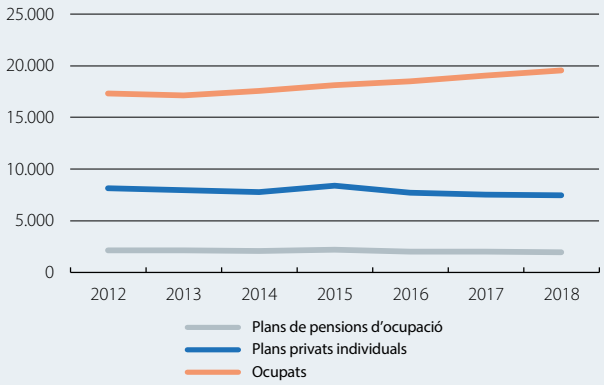
(Milions de lliures) *(Lliures)*



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'«Official statistics on workplace pension participation and saving trends of eligible employees: 2008-2018», elaborat pel Departament de Treball i Pensions del Regne Unit.*

Espanya: nombre de comptes partícips de plans de pensions privats

(Milers)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'Informe estadístic d'instruments de previsió social complementària del 2018, elaborat per la Direcció General d'Assegurances i Pensions.*

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	06/20	07/20	08/20
Indústria									
Índex de producció industrial	0,3	0,7	1,0	0,3	–6,4	–24,4	–14,3	–6,4	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	–0,1	–3,9	–2,0	–5,2	–5,4	–27,8	–23,2	–12,7	–11,8
PMI de manufactures *(valor)*	53,3	49,1	48,2	47,2	48,2	39,4	49,0	53,5	49,9
Construcció									
Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)*	25,7	17,2	13,0	8,0	0,0	–13,4	–16,1	–21,4	...
Compravenda d'habitatges *(acum. de 12 mesos)*	14,2	3,6	2,0	–2,0	–3,7	–12,3	–15,5	–18,8	...
Preu de l'habitatge	6,7	5,1	4,7	3,6	3,2	2,1	–	–	–
Serveis									
Turistes estrangers *(acum. de 12 mesos)*	4,0	1,5	2,0	1,4	–0,9	–22,6	–32,7	–41,5	–50,5
PMI de serveis *(valor)*	54,8	53,9	53,5	53,6	42,5	28,4	50,2	51,9	47,7
Consum									
Vendes comerç al detall	0,7	2,3	3,4	2,3	–3,8	–18,4	–4,8	–3,9	–2,4
Matriculacions d'automòbils	7,8	–3,6	–7,9	5,1	–27,6	–68,6	–36,7	1,1	–10,1
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–4,2	–6,3	–5,8	–10,5	–10,3	–27,9	–25,6	–25,6	–28,7
Mercat de treball									
Població ocupada [1]	2,7	2,3	1,8	2,1	1,1	–6,0	–	–	–
Taxa d'atur (% de la població activa)	15,3	14,1	13,9	13,8	14,4	15,3	–	–	–
Afiliats a la Seguretat Social [2]	3,1	2,6	2,5	2,2	1,2	–4,4	–4,6	–3,8	–2,7
PIB	**2,4**	**2,0**	**1,8**	**1,7**	**–4,2**	**–21,5**	**–**	**–**	**–**

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	06/20	07/20	08/20
General	1,7	0,7	0,3	0,4	0,6	–0,7	–0,3	–0,6	–0,5
Subjacent	0,9	0,9	0,9	1,0	1,1	1,1	1,0	0,6	0,4

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	06/20	07/20	08/20
Comerç de béns									
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	2,9	1,8	1,7	1,8	1,0	–7,2	–7,2	–8,2	...
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	5,6	1,0	3,0	1,0	–1,0	–9,3	–9,3	–10,6	...
Saldo corrent	**23,2**	**26,6**	**23,7**	**26,6**	**27,1**	**17,6**	**17,6**	**15,3**	**...**
Béns i serveis	32,8	37,5	34,5	37,5	38,0	27,7	27,7	25,6	...
Rendes primàries i secundàries	–9,5	–10,9	–10,8	–10,9	–10,9	–10,1	–10,1	–10,3	...
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**29,0**	**30,8**	**29,7**	**30,8**	**31,3**	**21,5**	**21,5**	**19,2**	**...**

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	3T 2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	06/20	07/20	08/20
Dipòsits									
Dipòsits de llars i empreses	3,2	5,4	5,4	5,4	4,5	7,9	7,6	9,1	...
A la vista i estalvi	10,9	10,7	10,3	10,3	8,9	13,0	12,1	14,1	...
A termini i preavís	–19,9	–13,4	–13,2	–13,9	–16,4	–16,1	–15,9	–16,9	...
Dipòsits d'AP	15,4	8,8	3,7	–2,1	–6,2	–6,6	–3,1	5,8	...
TOTAL	**3,9**	**5,6**	**5,3**	**4,8**	**3,8**	**7,0**	**6,9**	**8,9**	**...**
Saldo viu de crèdit									
Sector privat	–2,4	–1,5	–1,1	–1,5	–1,0	1,5	1,9	1,8	1,9
Empreses no financeres	–5,5	–3,4	–2,3	–3,0	–1,7	6,1	7,1	6,7	7,0
Llars - habitatges	–1,1	–1,3	–1,6	–1,5	–1,7	–2,1	–2,2	–1,9	–1,9
Llars - altres finalitats	2,8	3,2	3,4	2,2	2,5	0,6	0,9	0,5	0,2
Administracions públiques	–10,6	–6,0	–5,4	–1,2	1,7	0,1	–1,5	0,5	2,3
TOTAL	**–2,9**	**–1,7**	**–1,4**	**–1,5**	**–0,9**	**1,5**	**1,7**	**1,7**	**1,9**
Taxa de morositat (%) [4]	**5,8**	**4,8**	**5,1**	**4,8**	**4,8**	**4,7**	**4,7**	**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.*

Malgrat la reactivació, la COVID-19 continua marcant el compàs de l'economia portuguesa

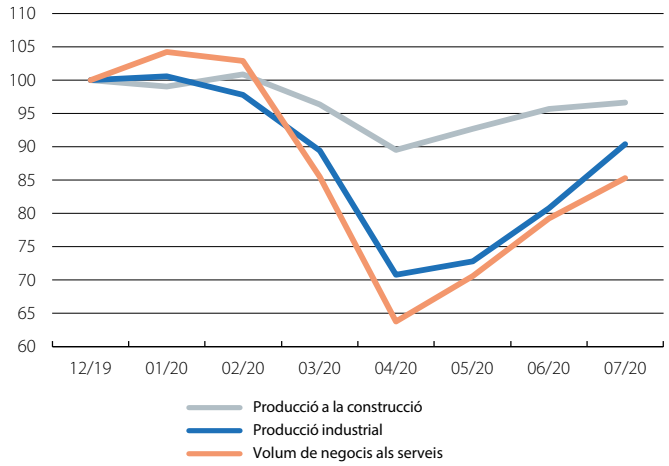
Després de la reactivació de l'estiu, l'activitat encara la tardor amb un to més mixt. En el 2T, els registres del PIB van confirmar un enfonsament històric de l'activitat (el –13,9% intertrimestral i el –16,3% interanual), tot i que amb un impacte econòmic del confinament una mica menys negatiu del que s'esperava inicialment. La influència d'aquestes xifres ens obliga a recalibrar les nostres previsions del PIB per al conjunt del 2020 fins al –10,0% (la previsió anterior era del –12,0%), però això no canvia la visió de fons: la pandèmia és el gran determinant de l'escenari econòmic i continuarà condicionant l'activitat mentre no es disposi d'una vacuna i/o d'un tractament efectius. Aquest llast és especialment pesant per a sectors com el turisme, que, a Portugal, representa una part important de l'activitat (el 15% del PIB i el 10% de l'ocupació el 2019). Així, la recuperació de l'economia serà gradual, i, amb tota probabilitat, es trigarà anys a assolir els nivells d'activitat anteriors a la pandèmia. De fet, els indicadors econòmics reflecteixen que l'economia encara la tardor havent materialitzat una reactivació incompleta de la capacitat productiva. Per exemple, el volum de negocis dels serveis, la producció industrial i la construcció s'han recuperat, però continuen entre el 15% i el 5% per sota dels nivells preCOVID. Així mateix, els últims indicadors de sentiment reflecteixen un to mixt. Al setembre, l'indicador de clima econòmic va tornar a millorar, esperonat pels serveis i per la construcció, però tant l'índex de sentiment del sector industrial com el de confiança dels consumidors van empitjorar lleugerament. Amb tot això, l'indicador coincident per a l'activitat agregada suggereix que, en relació amb el 2T, el PIB haurà rebotat amb força en el 3T, però, així i tot, se situarà encara al voltant del 10% per sota dels nivells registrats un any enrere.

La COVID-19 es va filtrant pel mercat laboral. El nombre d'aturats registrats a les oficines d'ocupació va arribar a les 409.331 persones a l'agost, 2.029 persones més que al juliol i 93.769 més des de l'inici de la pandèmia. Així mateix, les dades preliminars de l'INE de Portugal apunten a un augment de la taxa d'atur a l'agost fins al 8,1%. Per sectors, destaca l'augment de l'atur en les activitats immobiliàries, administratives i de serveis de suport, a més de les relacionades amb els sectors associats al turisme (comerç i allotjament i restauració), que són responsables de més de la meitat de l'increment de l'atur en relació amb els registres prepandèmia del febrer. Finalment, al juliol, les hores treballades es van situar el 26% per sota dels registres del febrer.

Els comptes exteriors es deterioren. Al juliol, el dèficit de la balança per compte corrent va augmentar fins al –0,8% del PIB (1.536,5 milions en l'acumulat de 12 mesos). En termes interanuals, aquesta dada representa un augment del dèficit de 990 milions d'euros, propiciat, en gran part, per l'enfonsament de l'activitat turística internacional. Malgrat que una part del

Portugal: indicadors d'activitat

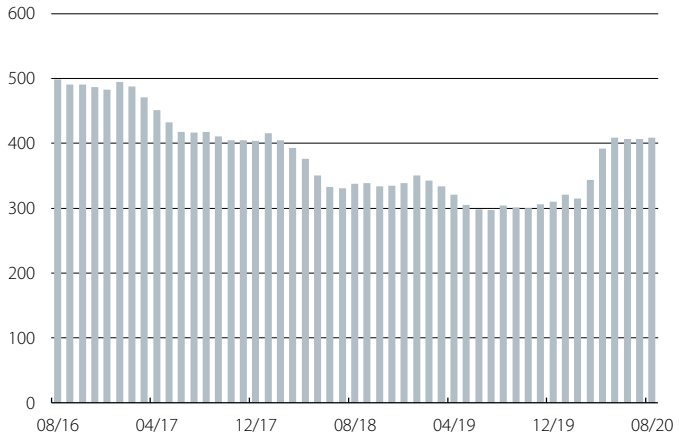
Índex (100 = desembre 2019)



Nota: *Índexs ajustats per efectes de calendari i per estacionalitat.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal.*

Portugal: atur registrat als centres d'ocupació

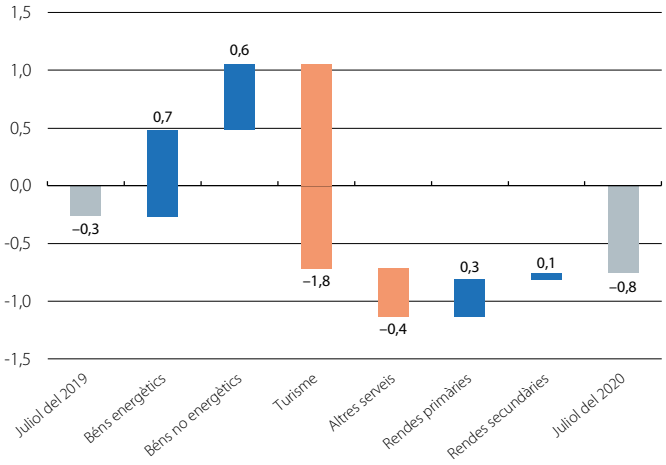
(Milers de persones)



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

Portugal: saldo de la balança per compte corrent

(p. p. de PIB)



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

compte corrent ha tendit a millorar pel descens del preu del petroli (en relació amb el juliol del 2019) i pel fet que les importacions de béns han reculat molt més que les exportacions, amb dades fins al juliol, el saldo de la balança turística havia disminuït en 3.921 milions d'euros i havia restat gairebé 2 p. p. de PIB al saldo exterior total.

El sector turístic continua molt afectat per la pandèmia. Al juliol, el nombre de turistes es va situar el 64% per sota de les xifres registrades al juliol del 2019, reflex, en gran part, d'una caiguda del turisme estranger del 74% interanual. S'estima que, a l'agost, la situació va ser menys negativa, gràcies a l'obertura del corredor amb el Regne Unit, un mercat molt important per al sector turístic portuguès. No obstant això, aquest corredor es va tancar de nou al setembre arran dels nous rebrots de coronavirus a Europa, i tot fa pensar que el turisme continuarà molt penalitzat en els últims mesos de l'any.

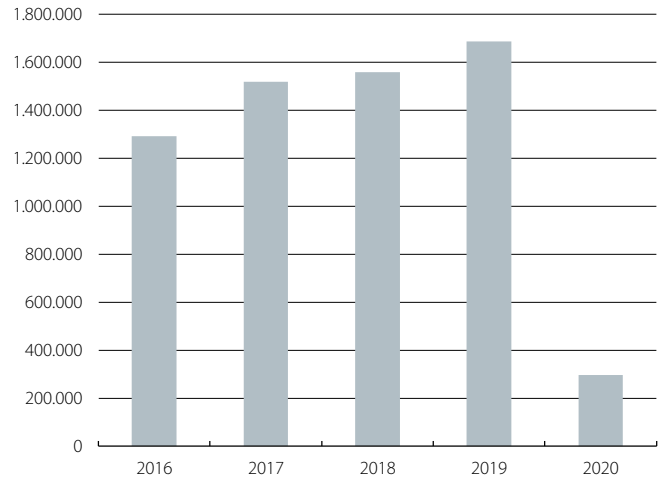
Augmenta l'estalvi per les restriccions i per la incertesa de l'entorn. En el 2T, la taxa d'estalvi de les famílies va augmentar fins al 10,6% (+3,1 p. p. en relació amb el 1T). Aquest increment va reflectir una major caiguda del consum (frenat tant per les restriccions a la mobilitat com per motius precautoris en un entorn incert) que de la renda disponible de les llars (protegida per les polítiques econòmiques de suport, com l'ajornament en el pagament d'impostos, les moratòries en els crèdits o els ajuts derivats dels programes d'ajust temporal de l'ocupació).

El dèficit públic augmenta per la lluita contra la pandèmia. A l'agost, el saldo de les Administracions públiques (AP) es va situar en el –4,8% del PIB, un deteriorament clar en relació amb el 2019 (a l'agost de l'any passat, s'havia registrat un superàvit del 0,3%), a causa de les mesures de suport a les famílies i a les empreses per afrontar l'impacte econòmic de la COVID-19. El dèficit reflecteix tant un augment de la despesa total de les AP (el +4,9% interanual a l'agost) com una caiguda dels ingressos (el –6,6% interanual). En els propers mesos, la lluita contra la pandèmia i la reactivació incompleta de l'activitat econòmica continuaran pesant sobre els comptes públics. No obstant això, al setembre, el Consell Europeu va aprovar la concessió de 5.900 milions d'euros a Portugal dins el programa de préstecs europeus SURE (fons europeus per cobrir els costos relacionats amb els programes d'ajust temporal de l'ocupació i amb altres mesures laborals similars), els quals ajudaran a cobrir una part de les necessitats de finançament de les AP generades per la COVID-19.

Els preus de l'habitatge es desacceleren. En el 2T 2020, l'índex de preus de l'habitatge va augmentar el 0,8% intertrimestral (el 7,8% interanual) i, malgrat que es va mantenir en cotes positives, va registrar una desacceleració clara en relació amb el 1T (el 4,9% intertrimestral i el 10,3% interanual). Aquest alentiment hauria de prosseguir en els propers mesos, a conseqüència d'una demanda afeblida per la incertesa del context econòmic. En aquesta línia, per exemple, les compravendes van caure el 21,6% interanual en el 2T, arran de les fortes contraccions de l'activitat registrades a l'abril i al maig.

Portugal: arribades de turistes estrangers al juliol

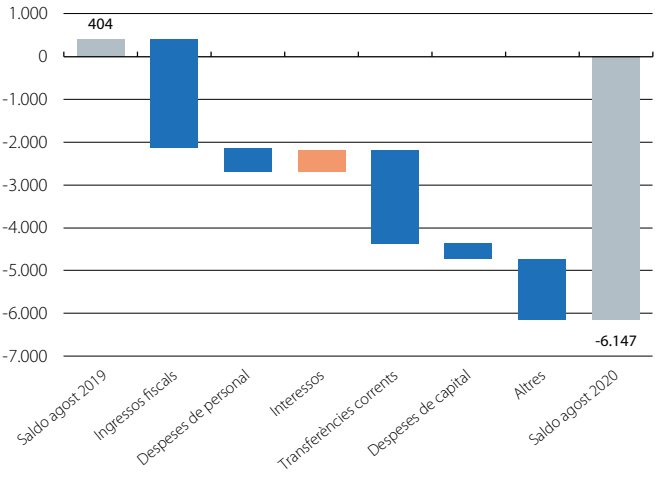
(Nombre de persones)



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

Portugal: saldo de les Administracions públiques

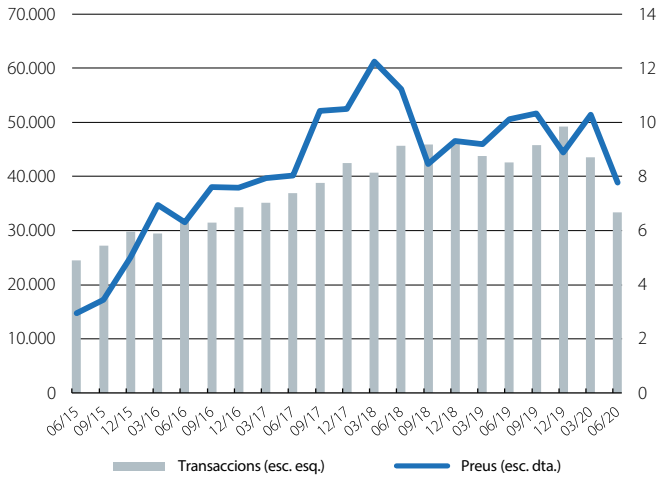
(Milions d'euros)



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

Portugal: preus i compravendes immobiliàries

(Nombre de transaccions) *Variació interanual (%)*



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE 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	4T 2019	1T 2020	2T 2020	3T 2020	07/20	08/20	09/20
Índex coincident d'activitat	3,0	0,8	–1,2	–4,4	–9,1	...	–11,2	–11,5	...
Indústria									
Índex de producció industrial	0,1	–2,2	0,4	–1,4	–23,5	...	–8,8	3,1	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	0,8	–3,2	–4,3	–4,6	–24,8	–19,1	–25,6	–17,3	–14,3
Construcció									
Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)*	20,3	5,9	5,9	1,6	–2,1	...	...	...	...
Compravenda d'habitatges	16,8	1,7	6,1	–0,7	–21,6	...	...	...	...
Preu de l'habitatge *(euro / m² - taxació)*	8,6	10,4	11,1	11,2	8,9	...	8,0	7,0	...
Serveis									
Turistes estrangers (*acum. 12 mesos*)	4,8	7,8	7,8	3,2	–29,7	...	–39,5	...	...
Indicador de confiança als serveis *(valor)*	14,1	12,9	10,6	5,8	–36,9	–37,2	–46,9	–37,1	–27,7
Consum									
Vendes comerç al detall	4,2	4,4	3,7	3,0	–12,9	...	–3,0	–4,4	...
Indicador coincident del consum privat	2,5	2,0	0,7	–3,7	–9,1	...	–11,3	–11,5	...
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–4,6	–8,0	–7,1	–8,6	–27,7	–26,9	–28,3	–26,0	–26,3
Mercat de treball									
Població ocupada	2,3	1,0	0,5	–0,3	–3,8	...	–3,1	–3,0	...
Taxa d'atur (*% de la població activa*)	7,0	6,5	6,7	6,7	5,6	...	7,9	8,1	...
PIB	**2,9**	**2,2**	**2,3**	**–2,3**	**–16,3**	**...**	**...**	**...**	**...**

Preus

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

	2018	2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	3T 2020	07/20	08/20	09/20
General	1,0	0,3	0,3	0,4	–0,3	0,1	0,1	0,0	–0,1
Subjacent	0,7	0,5	0,4	0,2	–0,1	0,0	0,1	–0,1	–0,1

Sector exterior

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

	2018	2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	3T 2020	07/20	08/20	09/20
Comerç de béns									
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	5,2	3,6	3,6	1,5	–6,7	...	–7,5	...	...
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	8,3	6,0	6,0	2,8	–7,7	...	–10,4	...	...
Saldo corrent	**0,8**	**–0,2**	**–0,2**	**–0,6**	**–0,9**	**...**	**–1,5**	**...**	**...**
Béns i serveis	1,5	0,8	0,8	0,4	–1,1	...	–1,6	...	...
Rendes primàries i secundàries	–0,7	–1,0	–1,0	–1,0	0,2	...	0,1	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**2,8**	**1,9**	**1,9**	**1,5**	**1,5**	**...**	**0,8**	**...**	**...**

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	4T 2019	1T 2020	2T 2020	3T 2020	07/20	08/20	09/20
Dipòsits [1]									
Dipòsits de llars i empreses	4,7	5,2	5,2	6,4	9,0	...	8,8	...	...
A la vista i estalvi	16,2	14,8	14,8	17,6	20,1	...	18,8	...	...
A termini i preavís	–3,3	–2,9	–2,9	–3,2	–1,0	...	–0,6	...	...
Dipòsits d'AP	–32,3	5,6	5,6	–10,4	–15,7	...	–2,7	...	...
TOTAL	**2,7**	**5,2**	**5,2**	**5,7**	**7,9**	**...**	**8,3**	**...**	**...**
Saldo viu de crèdit [1]									
Sector privat	–2,1	–0,1	–0,1	0,5	0,5	...	1,3	...	...
Empreses no financeres	–4,5	–3,7	–3,7	–2,6	1,0	...	2,7	...	...
Llars - habitatges	–1,7	–1,3	–1,3	–0,8	–0,3	...	0,0	...	...
Llars - altres finalitats	4,2	16,5	16,5	15,7	2,2	...	2,4	...	...
Administracions públiques	–12,9	–4,7	–4,7	–4,9	–9,7	...	–6,6	...	...
TOTAL	**–2,6**	**–0,3**	**–0,3**	**0,2**	**0,1**	**...**	**1,0**	**...**	**...**
Taxa de morositat *(%)* [2]	**9,4**	**6,2**	**6,2**	**6,0**	**5,5**	**...**	**...**	**...**	**...**

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.*

El pes en deute de la COVID-19

La COVID-19 ens ha sacsejat de dalt a baix i s'ha imposat com una protagonista més de les nostres vides. Ha alterat els nostres costums i ha canviat el món en què vivim. Des d'allò més petit a allò més gran: ha desplaçat el futbol o el temps com a temes de conversa informals (i formals) i ha enfonsat l'economia mundial en la pitjor recessió dels temps moderns. La COVID-19 també modelarà el món del futur. En aquestes pàgines hem parlat del teletreball, de la digitalització o del comerç internacional.[1] Un altre dels seus tentacles serà una gran motxilla de deute. Quant pesarà i com condicionarà el món de demà? Ho explorarem en les pàgines següents d'aquest Dossier. Primer, però, comencem per les dades.

Dimensió, abast i velocitat

Davant un cop excepcional, l'increment del deute serà també excepcional: en dimensió, en velocitat i en abast. El sector públic, per la seva capacitat d'endeutar-se més i en millors condicions (tipus d'interès més baixos i venciments més llargs), absorbirà el gros d'un increment que, com ho mostra la taula, ens situarà en uns nivells de deute gairebé mai vistos (els precedents històrics es troben estretament vinculats a grans guerres).[2] A més a més, l'augment serà extraordinàriament abrupte. Per exemple, a Itàlia i a Espanya, es preveu un salt de +25 p. p. de PIB en només un any, quan, després de la crisi financera del 2007-2008, es va trigar cinc i tres anys, respectivament, a acumular un increment semblant (i això que es partia d'un marge de maniobra fiscal més gran).

Deute públic: previsions per al 2020 i màxims històrics

	Increment previst (p. p.)	Nivell previst (%)	Màxim històric (segons dades disponibles)
Avançades	17	122	Any 1835 (165%)
EUA	22	131	Any 2020
Japó	15	252	Any 2020
Regne Unit	10	96	Any 1947 (264%)
Zona de l'euro	16	101	–
Alemanya	12	72	Any 2020
Espanya	25	121	Any 1880 (162%)
França	21	119	Any 1921 (237%)
Itàlia	25	160	Any 1920 (160%)
Països Baixos	11	60	Any 1834 (247%)
Portugal	23	140	Any 2020
Emergents	9	62	Any 1882 (108%)
Xina	11	65	Any 2020
Brasil	9	98	Any 1884 (121%)
Mèxic	8	61	Any 1986 (78%)
Europa emergent	7	37	–

Font: *CaixaBank Research, a partir de previsions pròpies (Espanya i Portugal), del consens de Focus Economics del setembre del 2020 (resta de la zona de l'euro) i del Fiscal Monitor de l'FMI de l'abril del 2020 (resta). Dades històriques de l'FMI (Historical Public Debt Database).*

És més, la taula també mostra que el repunt del deute públic serà generalitzat a les economies avançades i a les emergents. De fet, malgrat que els increments siguin una mica més baixos entre els emergents, la seva situació és particularment delicada, perquè tenen menys marge fiscal, depenen més del finançament exterior i són més propensos a patir crisis de deute. Per aquest motiu són especialment importants els programes d'alleujament del deute que han posat en marxa el G-20, l'FMI i altres organismes internacionals.[3]

Mentre que l'increment de deute públic es produeix des d'un punt de partida ja elevat, en general les famílies parteixen de nivells de deute clarament inferiors als que ostentaven a l'avantsala de la crisi financera del 2007-2008 (vegeu el primer gràfic), la qual cosa, si més no, suggereix que encaren les turbulències de la COVID-19 amb balanços més sanejats. No obstant això, la situació del deute empresarial és una mica més mixta. Al llarg de l'última dècada, les empreses s'han desendeutat clarament en països com Espanya, Itàlia i Portugal i han mantingut nivells de deute relativament moderats als EUA i a Alemanya i elevats a França. Malgrat això, han emergit vulnerabilitats, com el deteriorament de la qualitat del deute corporatiu als EUA, en especial pel nombre relativament elevat d'empreses susceptibles de ser un «àngel caigut» (empreses amb un deute aparentment de bona qualitat, però que, amb una petita rebaixa de la nota creditícia, passarien a tenir un ràting de grau especulatiu) i pel creixement del deute en empreses que ja partien de nivells d'endeutament elevats.[4] A més a més, entre les economies emergents, s'ha produït un creixement molt fort del deute corporatiu a la Xina, on s'ha triplicat amb escreix des del 2008.[5]

Primeres pistes en les dades

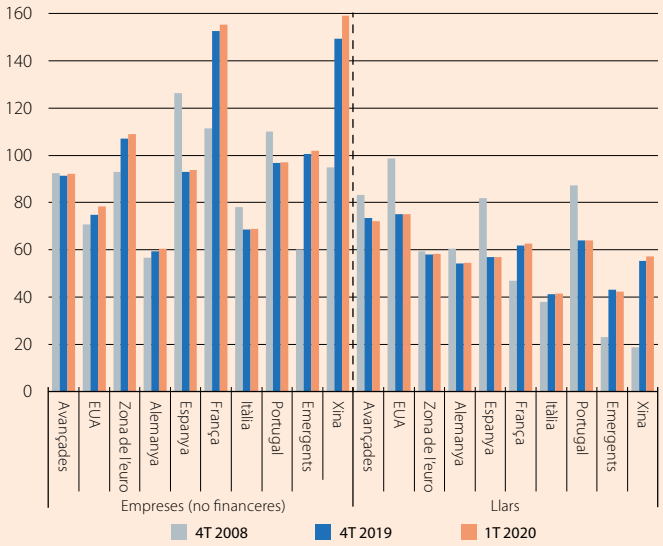
Precisament, la Xina és un dels primers països per als quals tenim dades sobre l'impacte de la COVID-19 sobre el deute privat,[6] i les magnituds són significatives: mentre que l'endeutament de les llars amb prou feines va augmentar en 2 p. p. de PIB en el 1T

1. Vegeu el Dossier «El món després de la COVID-19», a l'IM05/2020, i el Dossier «Teletreball, una herència de la pandèmia», a l'IM09/2020.
2. La magnitud final és incerta, ja que depèn de fins quin punt acabi caient el PIB el 2020 (determinarà la dimensió final dels estabilitzadors automàtics, les mesures discrecionals i les garanties públiques al crèdit que s'executin).
3. Vegeu Arellano, C. et al. (2020), «Deadly Debt Crises: COVID-19 in Emerging Markets», NBER Working Paper.
4. A l'inici de l'any, entre el 10% i el 15% del deute corporatiu amb qualitat de 'grau d'inversió' estava només a un o a dos graons de caure a 'grau especulatiu'. Recentment, hem analitzat les dues vulnerabilitats al Focus «Les vulnerabilitats del deute corporatiu davant un xoc històric», a l'IM05/2020.
5. Analitzem les seves vulnerabilitats al Focus «El deute corporatiu xinès: hi ha motius per preocupar-se?», a l'IM10/2016.
6. A la Xina, la patacada econòmica de la COVID-19 es va concentrar en el 1T 2020, últim trimestre per al qual el BIS publica dades de qualitat per al deute en una comparativa internacional.

2020, el deute empresarial (no financer) va repuntar en 10 p. p. i es va apropar de nou als màxims que tant havien preocupat el 2015 i el 2016. Entre les economies avançades, la informació encara és escassa, perquè el càstig de la COVID-19 es va concentrar en el 2T 2020, però les primeres dades disponibles per als EUA[7] mostren un salt en el deute corporatiu i una relativa normalitat a les llars: entre el gener i el juny, el deute empresarial no financer va augmentar el 9,4% (aproximadament el doble de l'increment total registrat el 2019), mentre que l'endeutament de les llars es va mantenir molt més estable (el +1,9%, una xifra semblant a la registrada en el mateix període de l'any passat). De fet, quan es desagreguen aquestes dades, es veu clarament que mesures com les moratòries sobre els préstecs (en especial els hipotecaris) i els avals públics a línies de crèdit han evitat un tensionament dels balanços de les famílies i de les empreses. És més, arran dels ajuts rebuts, de l'estalvi precautori i de la recuperació de les cotitzacions financeres, en realitat, la llar mitjana nord-americana ha millorat els seus matalassos financers. De tota manera, i malgrat que la gran bateria de mesures econòmiques contra la COVID-19 fa preveure que el gros de l'endeutament serà públic, la millora en els balanços de les llars és probablement temporal, i, en el conjunt d'empreses i famílies, dependrà molt de l'evolució de l'activitat i del mercat laboral en els propers trimestres.

Deute privat a nivell global

(% del PIB)



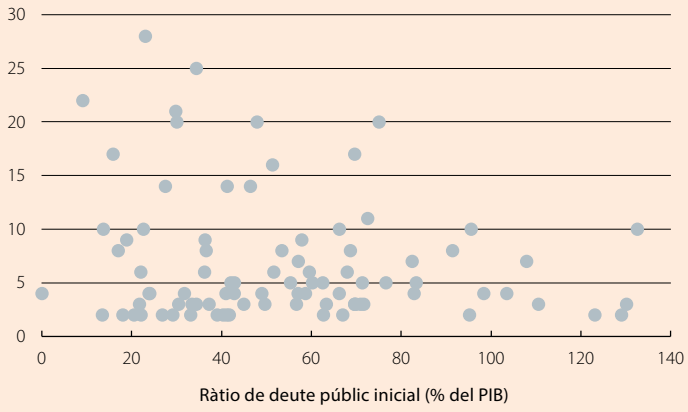
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del BIS.*

Una càrrega menys pesada del que aparenta?

En les pròximes pàgines d'aquest Dossier, analitzarem les lliçons que ens ofereixen altres episodis històrics i les possibles conseqüències d'aquest increment fort, abrupte i generalitzat del deute. Abans, però, és important destacar que l'increment del deute és una reacció necessària i eficaç per suavitzar el mal d'una caiguda sense precedents en els ingressos de les famílies i de les empreses: endeutar-se consisteix a trossejar aquesta caiguda excepcional en parts més petites i distribuir-les al llarg del temps. De fet, la resposta mateixa de la política econòmica incentiva i facilita l'increment del deute, tant públic (amb un augment molt important de la despesa a través d'estabilitzadors automàtics i de mesures discrecionals) com privat (a través de les garanties i d'una política monetària acomodatícia).

Deute públic i r-g

Durada de l'episodi r-g<0 (anys)



Nota: *Mostra de 17 economies avançades entre els anys 1950 i 2016.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Jordà et al. (2017), «Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts», NBER Macroeconomics Annual.*

En valorar el nou món de deute que ens espera, cal considerar, d'una banda, l'increment en els nivells del deute (excepcional però necessari i, com veurem, factible de gestionar) i, de l'altra, la càrrega d'aquest deute (fluxos de pagaments del deute en relació amb els fluxos d'ingressos de les famílies, de les empreses i dels governs). En un entorn de tipus d'interès baixos i amb un deute finançat amb venciments llargs, aquesta càrrega del deute hauria de ser suportable. I, fins i tot, es pot alleugerir una mica si s'aprofiten els tipus d'interès baixos per refinançar deutes antics. No obstant això, la clau és que la recuperació de l'economia sigui el més dinàmica i sostenible possible: si l'activitat s'enquista i pateix danys permanents, els ingressos de les famílies, de les empreses i dels governs patiran i la càrrega del deute pesarà més. Així mateix, sempre que la recuperació estigui canalitzada, també serà clau encarar la reducció del deute. Pot ser temptador acomodar-se en el matalàs d'un creixement dels ingressos (g) superior al pagament dels interessos (r), però l'experiència històrica aconsella cautela: com mostrem a l'últim gràfic, aquests períodes de r<g tendeixen a ser més curts i menys freqüents com més elevat és el nivell de deute.[8]

Adrià Morron Salmeron i Javier Garcia-Arenas

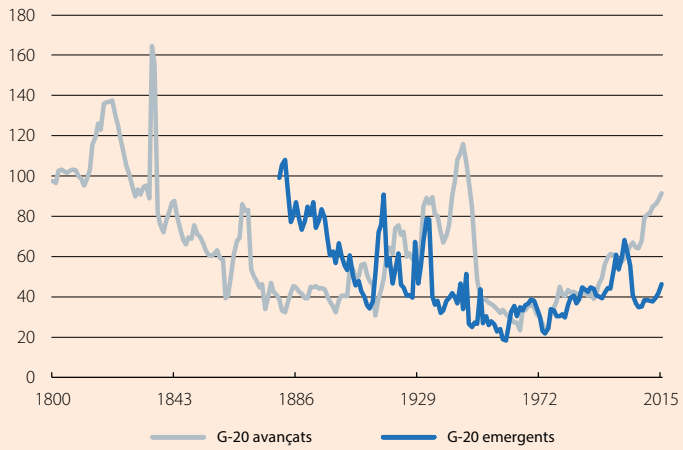
7. L'Informe trimestral sobre el deute i el crèdit a les llars, de la Fed de Nova York, i els Comptes financers publicats per la Reserva Federal en conjunt.
8. Vegeu Lian, W. et al. (2020), «Public Debt and r-g at Risk», IMF Working Paper. Els autors desenvolupen i sustenten empíricament aquesta fragilitat.

Què fer davant els grans augments de deute públic? Un recorregut històric

La ressaca de la COVID-19 deixarà una factura important a les arques públiques. Segons les previsions de l'FMI, el deute públic global assolirà el 2020 el 101,5% del PIB mundial, gairebé 20 p. p. per damunt de la dada del 2019. A les economies avançades, se situarà en el 122% del PIB.

Malgrat la magnitud de les dades, no ens trobem davant un episodi aïllat en la història. Al llarg dels segles, altres esdeveniments excepcionals, com guerres, crisis econòmiques i, efectivament, també pandèmies, han provocat necessitats similars de finançament als estats i han disparat el deute públic. Però la manera d'abordar les escalades ha pres camins diferents.

Deute públic
(% del PIB)



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

El deute públic ocupa el focus d'atenció de l'economia des de fa relativament poc. L'opció d'emetre bons sobirans i d'endeutar-se als mercats no es va generalitzar fins al segle XVII, gràcies a la formació d'uns estats moderns amb una major provisió de béns públics, i, ja al segle XIX, amb el desenvolupament dels mercats de capitals internacionals. Fins llavors, l'endeutament públic havia estat més l'excepció que la norma.[1]

La història recent ens mostra que les escalades de deute es poden gestionar de dues maneres. Una és la via ortodoxa, que consisteix a reduir-la mitjançant l'impuls del creixement econòmic i l'encadenament de superàvits primaris (no inclouen el pagament d'interessos). La segona és la via heterodoxa, que inclouria la reestructuració del deute, la generació d'inflació per rebaixar-ne el valor o les mesures de repressió financera per reduir els tipus d'interès. Adoptar un enfocament heterodox implica assumir riscos seriosos, ja que desincentiva els inversors internacionals a comprar el deute, escurça la durada a la qual s'emet i l'encareix.

En el segle XIX, clarament van dominar els postulats ortodoxos. En concret, va haver-hi tres episodis, estudiats amb especial interès pels economistes, que es van caracteritzar per un gran increment del deute públic: les guerres napoleòniques al Regne Unit (que van disparar el deute públic fins al 194% del PIB el 1822, percentatge que supera el deute grec del 2012), la guerra franco-prussiana i la guerra civil dels Estats Units. En els tres casos, es va aconseguir reduir el deute amb èxit, tot i que el Regne Unit va trigar gairebé un segle a fer-ho, gràcies a l'encadenament d'importants superàvits primaris (amb una mitjana de l'1,6% del PIB entre el 1822 i el 1913). El creixement econòmic, en canvi, no va ajudar gaire, ja que, en els tres casos, es va situar, de mitjana, per sota del tipus al qual es finançava el Tresor. Òbviament, aquests superàvits primaris van exigir una disciplina fiscal molt estricta: d'una banda, es va contenir la despesa pública i, de l'altra, es van crear noves mesures impositives de gran importància (als EUA i al Regne Unit, la creació de l'impost sobre la renda va ser una peça fonamental).

El panorama que emergeix del segle XX presenta molts més matisos. A les economies avançades, cal distingir dos períodes diferents d'acumulació de deute públic. El primer va tenir lloc als anys trenta i quaranta i va ser conseqüència de la Gran Depressió i de les necessitats de finançament que va comportar la Segona Guerra Mundial. El segon es va estendre al llarg dels anys setanta i vuitanta i el van provocar una desacceleració de la productivitat, uns tipus d'interès més alts i un augment de la despesa pública, que van inaugurar una tendència a l'alça del deute que es va accelerar després de la Gran Recessió i que ha arribat fins als nostres dies. A les economies emergents, destaca l'escalada del deute a Llatinoamèrica, als anys trenta i als vuitanta, i a l'est d'Àsia, als noranta.

En els 100 últims anys, destaquen, en especial, dos casos d'èxit de reducció de deutes públics elevats, amb enfocaments molt diferents. El primer va tenir lloc després de la Primera Guerra Mundial: entre el 1921 i el 1929, es va aconseguir disminuir el deute públic de les economies avançades de l'actual G-20 del 74,1% del PIB al 58,5%. La consolidació del deute es va aconseguir, principalment, mitjançant la disciplina fiscal, tot i que també va jugar un paper important un diferencial positiu entre el creixement i la taxa d'interès. Aquest procés va culminar amb la Moratòria de Hoover, que va permetre que, el 1931, les economies europees suspenguessin els seus pagaments de deute als EUA relacionats amb la Primera Guerra Mundial, una suspensió que va passar a ser definitiva a partir del 1934.

1. Alguns exemples primerencs són els préstecs que el Papa de Roma Urbà IV va sol·licitar a banquers toscans per pagar les tropes dels seus aliats en el conflicte amb el Sacre Imperi Romanogermànic el 1260 o, també a l'Edat mitjana, l'emissió per part de les ciutats italianes de títols de deute que reportaven pagaments al creditor durant tota la seva vida o a perpetuïtat, sense que s'hagués de repagar el principal del deute.

Descomposició de les principals reduccions de deute públic

Economia	Període	Deute/PIB inici	Deute/PIB final	Contribució saldo primari	Contribució g-i	Contribució resta de factors *
Regne Unit	1822-1913	194,1	28,3	180,5	–95,6	15,1
EUA	1867-1913	30,1	3,2	151,1	–46,3	–4,8
França	1896-1913	95,6	51,1	100,4	–1,9	1,6
Economies avançades G-20	1921-1929	74,1	58,5	64,0	53,0	–16,0
Economies avançades G-20	1945-1975	116,0	24,3	46,0	75,0	–21,0

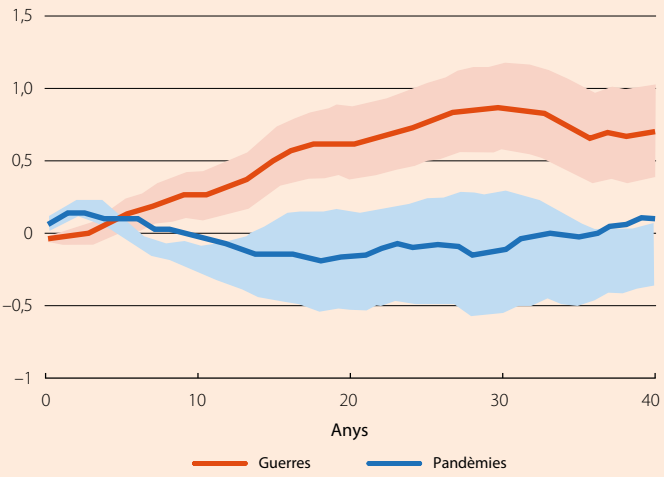
Nota: ** La resta de factors inclou efectes de valoració en divisa estrangera, reestructuracions de deute, impagaments o costos de recapitalització bancaris.*
Font: *Eichengreen, B., El-Ganainy, A., Esteves, R. i Mitchener, K. J. (2019), «Public debt through the ages», National Bureau of Economic Research, núm. w25494.*

El segon cas va ser la reducció del deute després de la Segona Guerra Mundial a les economies avançades, que va passar del 116% del PIB el 1946 al 24% el 1975. En aquesta ocasió, van tenir més pes els elements heterodoxos, ja que els tipus d'interès reals es van situar en terreny negatiu gràcies a les mesures de «repressió financera» (com topalls als tipus d'interès o requeriments de reserves més alts als bancs), en combinació amb una inflació elevada generada per les polítiques monetàries expansives. Aquests tipus baixos, en conjunció amb una economia en reconstrucció, en què la inversió es va recuperar amb força, van conduir a un diferencial favorable entre el creixement i les taxes d'interès que explica el 75% de la reducció (vegeu la taula).[2] En canvi, la política fiscal va tenir un paper menys rellevant.

Finalment, pel que fa a la sostenibilitat del deute públic, és interessant analitzar quines lliçons podem extreure de les pandèmies passades. Un element positiu és que l'evidència empírica[3] mostra, amb dades del Regne Unit, que, després de les pandèmies, la diferència entre el creixement i la taxa d'interès real és lleugerament positiva de manera persistent (+50 p. b., de mitjana, durant els 20 anys posteriors a la pandèmia, tal com s'observa a l'últim gràfic), ja que la falta d'oportunitats d'inversió per un excés de capital per treballador i l'augment de l'estalvi de les famílies tendeixen a reduir els tipus d'interès. Aquest diferencial favorable ha estat un baló d'oxigen important per a l'economia en les pandèmies anteriors, tot i que la situació actual és més matisada, ja que un dels principals canals que deprimien els tipus en pandèmies passades –la reducció de la inversió– s'explicava per una disminució de la força laboral que feia que el capital per treballador augmentés (quelcom que no succeeix amb la COVID-19, ja que la letalitat es concentra, principalment, en les persones més grans ja jubilades). No obstant això, l'estalvi sí que augmenta de manera important –tendència que podria exhibir una certa persistència–, la qual cosa, juntament amb les actuacions dels bancs centrals per mantenir baixos els costos de finançament i amb les forces estructurals que pressionen els tipus a la baixa (com l'envelliment poblacional), permet pensar que la diferència entre el creixement i el tipus d'interès serà també positiva després de la pandèmia actual. En canvi, en el cas dels conflictes bèl·lics, està documentat que es produeixen també augments molt considerables del deute públic, però ja no hi ha una diferència favorable entre el creixement i els tipus d'interès; ben al contrari, s'observen augments significatius dels tipus a causa de la destrucció de capital físic.

La sostenibilitat del deute després de les pandèmies: diferencial entre el tipus d'interès i el creixement

(%)



Notes: *És el tipus d'interès natural (el que equilibra l'estalvi i la inversió). L'estudi se centra en les 12 pandèmies més severes que ha patit Europa des de la pesta negra. Intervals de confiança del 95%.*
Font: *Jordà, Ò., Singh, S. R. i Taylor, A. M. (2020), «Longer-run economic consequences of pandemics», National Bureau of Economic Research, núm. w26934.*

En definitiva, la història ens mostra que ja s'han produït situacions excepcionals que han generat grans augments del deute públic. I, no obstant això, hi ha llum al final del túnel: hi ha camins per reduir-lo de manera gradual i assegurar-ne la sostenibilitat. En la situació actual, poc més es pot demanar a la política monetària: els tipus estan en mínims històrics i, a la zona de l'euro, la decidida actuació del BCE ha servit per anestesiar les primes de risc i per reduir els costos de finançament. Així que una reducció reeixida del deute a mitjà termini requerirà, principalment, un creixement econòmic fort, que haurà d'anar acompanyat d'unes finances públiques sanejades i robustes. La partida no ha fet més que començar.

Javier Garcia-Arenas i Adrià Morron Salmeron

2. Vegeu Eichengreen, B., El-Ganainy, A., Esteves, R. i Mitchener, K. J. (2019), «Public debt through the ages», National Bureau of Economic Research, núm. w25494.
3. Vegeu Jordà, Ò., Singh, S. R. i Taylor, A. M. (2020), «Longer-run economic consequences of pandemics», National Bureau of Economic Research, núm. w26934.

El deute públic europeu a mitjà termini: sostenibilitat i reptes

El deute públic europeu augmentarà de forma molt important el 2020. Segons la Comissió Europea, a la zona de l'euro, passarà del 86% del PIB del 2019 al 103% del PIB. Ateses les circumstàncies actuals, aquest augment és inevitable i, fins a un cert punt, desitjable. En efecte, el xoc macroeconòmic provocat per la COVID-19 obliga els governs dels diferents Estats membres a una actuació ambiciosa per esmorteir al màxim la caiguda de l'activitat i fer costat als sectors més afectats. De fet, es pot argumentar que, per evitar una recessió llarga, el cost de les mesures fiscals s'hauria d'acostar al nivell al qual caigui el PIB.[1]

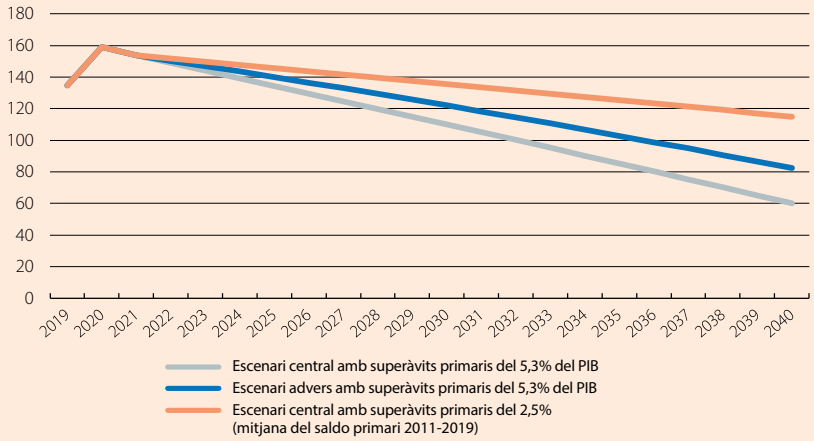
No obstant això, malgrat que aquest augment del deute públic és inevitable a curt termini si volem evitar un agreujament de la situació econòmica, és cert que planteja reptes importants a mitjà termini tant des del punt de vista de la sostenibilitat com dels efectes macroeconòmics que pot comportar.

Pel que fa a la sostenibilitat, la veritat és que la situació és manejable sempre que s'abordi, quan se superi el pitjor de la crisi, l'esmentada reducció del deute públic. Segons la Comissió Europea,[2] el deute públic assolirà el seu pic el 2020, però, a partir d'aquí, seguirà una trajectòria descendent que permetrà que es redueixi de forma progressiva. Malgrat tot, en els propers anys, la reducció del deute serà molt gradual: segons les simulacions de la Comissió, el 2024, el deute públic de la zona de l'euro se situarà encara entre el 90% i el 100% del PIB amb el 80% de probabilitat.

Quins factors ens poden empènyer a adoptar una visió relativament optimista? Doncs, per exemple, que els ambiciosos programes de compra d'actius del BCE al mercat secundari han aconseguit comprimir les primes de risc de les economies perifèriques, de manera que un repunt del risc sobirà no apareix al radar. A més a més, altres factors que cal destacar són el diferencial positiu entre la taxa de creixement de l'economia (g) i uns tipus d'interès (r) en mínims històrics, així com la composició del deute públic europeu (el venciment de les obligacions ha augmentat i, a mitjan 2020, es va situar, de mitjana, en uns folgats 7,5 anys). Aquest diferencial positiu proveeix una xarxa de seguretat a curt termini, però serà indispensable dissenyar un pla que garanteixi la sostenibilitat dels comptes públics, perquè, tard o d'hora, el tipus d'interès al qual es finança el tresor públic repuntarà.[3]

Itàlia: vies de reducció del deute públic

(% del PIB)



Notes: *D'acord amb la previsió a llarg termini de l'FMI de l'octubre del 2019, s'assumeix un creixement del PIB nominal estable del 2,2%. S'assumeix que el cost del deute es manté constant en el nivell del 2019 (el 2,5%). Previsions de dèficit i de deute públic de la Comissió Europea per al 2020 i per al 2021. L'escenari advers assumeix un creixement del PIB 0,5 p. p. inferior i un cost del deute 50 p. b. superior.*
Font: *CaixaBank Research.*

Per filar més prim, hem realitzat un petit exercici de sostenibilitat amb el deute públic d'Itàlia, un dels més elevats d'Europa (no en va, al costat de Grècia, és l'única economia europea amb un deute públic per damunt del 120% del PIB el 2019, i es preveu que s'enfili fins al 160% el 2020), i l'hem comparat amb el d'una economia molt sanejada com Alemanya.

En el cas d'Itàlia, no es qüestionarà la sostenibilitat del deute públic si, a un creixement econòmic decent (que exigirà reformes econòmiques), se li afegeix un esforç fiscal notable: amb uns supòsits raonables de creixement i de cost del deute, per assolir un deute públic del 60% del PIB el 2040 (coherent amb el Pacte d'Estabilitat i Creixement), Itàlia hauria de mantenir superàvits primaris del 5,3% del PIB fins al 2040, molt per damunt del 2,5% mitjà dels vuit últims anys (vegeu el primer gràfic), quelcom que no ha fet cap país del món en la història recent. Amb la mitjana esmentada de superàvits primaris del 2,5% del PIB, el deute es reduiria, però no arribaria al 60% fins al... 2065. I per, aconseguir una trajectòria descendent del deute, seria suficient sostenir superàvits primaris superiors al 0,6% del PIB.

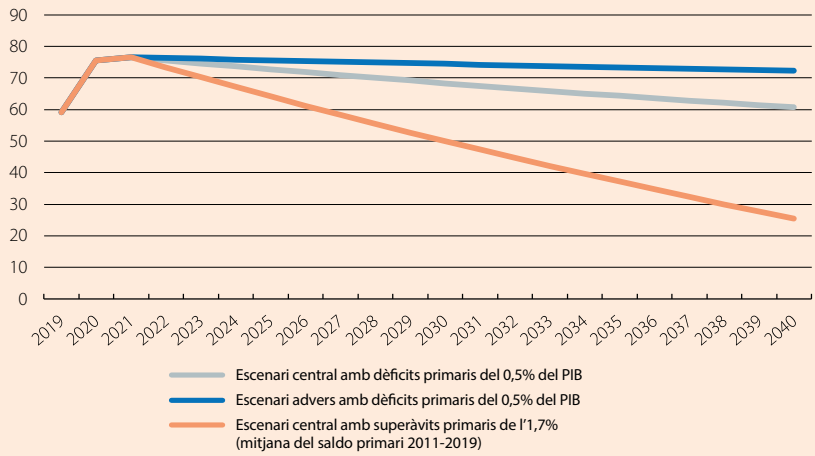
En canvi, a Alemanya, que parteix d'uns comptes públics molt sanejats, la situació és clarament més plàcida: el país germànic es podria permetre el luxe de sostenir dèficits primaris del 0,6% del PIB fins al 2040 (la mitjana dels vuit últims anys ha estat un superàvit primari de l'1,7%) per assolir el 60% del PIB en aquest any.

1. Vegeu l'editorial «Mesures excepcionals per a temps excepcionals», a l'IM04/2020.
2. Vegeu l'informe de la Comissió Europea «Assessment of public debt sustainability and COVID-related financing needs of euro area Member States» de l'abril del 2020.
3. L'evidència històrica ens diu que les economies amb g-r>0 però amb unes ràtios de deute públic i de PIB superiors a la mitjana tenen probabilitats superiors al 75% de passar a g-r<0, en relació amb el 25% d'economies que exhibeixen unes ràtios de deute públic i de PIB inferiors a la mitjana. Vegeu Lian, W., Presbitero, A. F. i Wiriadinata, O. (2020), «Public Debt and r-g at Risk», IMF Working Paper, 20/137.

Reduir el deute públic serà necessari per assegurar que no hi hagi problemes de sostenibilitat que puguin provocar inestabilitat financera i dificultats als països per finançar-se als mercats. No obstant això, aquesta no és l'única raó: hi ha un ampli consens entre els economistes sobre el fet que no reduir un deute públic elevat té efectes negatius sobre el creixement a curt i a mitjà termini. A curt termini, un deute elevat és especialment problemàtic a la zona de l'euro, ja que és una unió monetària en què les autoritats nacionals utilitzen, principalment, eines fiscals per atenuar els xocs econòmics asimètrics. I un deute elevat implica un marge menor per desenvolupar polítiques fiscals contracícliques. Quelcom que ja albirem amb la COVID-19 si comparem el folgat marge fiscal d'Alemanya amb el marge més reduït de països amb deutes públics elevats, com Itàlia o Espanya.

Alemanya: vies de reducció del deute públic

(% del PIB)



Notes: *D'acord amb la previsió a llarg termini de l'FMI de l'octubre del 2019, s'assumeix un creixement del PIB nominal estable del 3,3%. S'assumeix que el cost del deute es manté constant en el nivell del 2019 (l'1,3%). Previsions de dèficit i de deute públic de la Comissió Europea per al 2020 i per al 2021. L'escenari advers assumeix un creixement del PIB 0,5 p. p. inferior i un cost del deute 50 p. b. superior.*
Font: *CaixaBank Research.*

A mitjà termini, un deute públic elevat llasta el creixement, principalment a través de dos canals. D'una banda, l'evidència empírica[4] mostra que les majors necessitats de finançament de les Administracions públiques redueixen el finançament disponible per al sector privat. La conseqüència és una menor inversió empresarial a nivell agregat. De l'altra, la necessitat d'apujar els impostos en el futur per reduir el deute públic disminuirà el consum de les famílies, ja que la seva renda disponible futura serà menor.

Alguns números són il·lustratius per fer-se una idea de l'impacte macroeconòmic. Dos economistes de l'FMI[5] estimen que, de mitjana, un increment inicial de 10 p. p. de la ràtio de deute públic i de PIB en una economia redueix en 0,2 p. p. a l'any el creixement del seu PIB real *per capita*, un efecte que s'explica, principalment, per la reducció de la inversió i per una acumulació del capital menor.

A nivell europeu, un estudi recent[6] estima que un augment del deute públic del 60% al 120% a les economies perifèriques de la zona de l'euro podria arribar a generar una pèrdua permanent pròxima al 3,0% del PIB a llarg termini. Aquest exercici ens deixa una altra lliçó interessant: com més gran sigui el grau de distorsió dels impostos que s'augmentin, més sever serà l'efecte negatiu de tenir un deute públic elevat. En altres paraules, la política impositiva importa molt, i això explica la importància de tenir un sistema tributari simplificat i eficient.

Malgrat que serà necessari reduir el deute públic, cal reconèixer que hi ha maneres i maneres d'assolir aquest objectiu. En concret, cal escometre aquest procés amb *finezza* i amb sensatesa: hi ha estudis que ens adverteixen que reduccions molt ràpides del deute públic en absència de problemes de sostenibilitat poden generar efectes contractius galopants però beneficis (en forma d'una menor probabilitat de crisi de deute en el futur) molt petits.[7] A més a més, s'ha començat a qüestionar que sigui una bona idea centrar-se en excés a determinar els llindars de deute públic (tradicionalment, al voltant del 90% del PIB, tot i que, en realitat, depenen de les característiques de l'economia de cada país) que són negatius per al creixement: alguns economistes[8] aconsellen fixar-se menys en les quantitats absolutes i més en si el deute segueix una senda descendent i si la seva composició és raonable.

En definitiva, Europa s'enfronta al repte de realitzar de forma compassada una reducció del deute públic a mitjà termini. És molt positiu constatar que aquest procés s'hauria de poder escometre sense gaires dubtes sobre la seva sostenibilitat. Les principals palanques per aconseguir-ho seran, com sempre, l'augment del creixement econòmic i una gestió assenyada dels comptes públics. El repte no serà fàcil, sobretot en un continent envellit en què una part molt important de la despesa pública és inercial. Però que no sigui fàcil no significa que no es pugui aconseguir i, menys encara, que no s'hagi d'intentar.

Javier Garcia-Arenas i Adrià Morron Salmeron

4. Vegeu Huang, Y., Panizza, U. i Varghese, R. (2018), «Does public debt crowd out corporate investment? International evidence», IHEID Working Papers, 08-2018.
5. Woo, J. i Kumar, M. S. (2015), «Public debt and growth», Economica, 82(328), 705-739.
6. Burriel, P. *et al.* (2020), «Economic Consequences of High Public Debt: Evidence from Three Large Scale DSGE Models», ECB Working Paper Series, núm. 2.450.
7. Vegeu Ostry, M. J. D., Ghosh, M. A. R. i Espinoza, R. A. (2015), «When should public debt be reduced?», Fons Monetari Internacional.
8. Vegeu Pesaran, M. *et al.* (2015), «Is there a debt-threshold effect on output growth?», Federal Reserve Bank of Dallas, núm. 245.

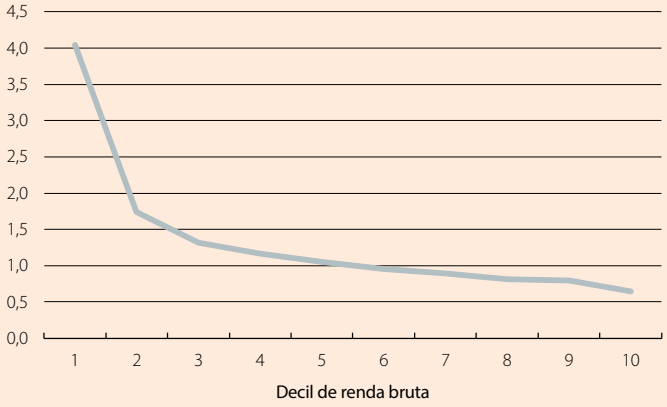
La política monetària perd efectivitat quan les economies estan més endeutades?

La recuperació econòmica de l'última dècada ha estat lenta, malgrat que la política monetària s'ha mantingut ancorada en un terreny extraordinàriament acomodatici, amb tipus d'interès pròxims al 0% o, fins i tot, negatius.[1] Ha estat culpa de la pesada motxilla de deute que hem heretat de la crisi financera i de la Gran Recessió? Si la COVID-19 està generant un increment de l'endeutament molt notable, què passarà en els pròxims anys amb l'efectivitat de la política monetària?

Del deute a la política monetària: canals de transmissió

Una possibilitat és que, en realitat, l'efectivitat sigui fins i tot major: diferents estudis documenten que l'impacte macroeconòmic de la política monetària procedeix, en gran part, de l'impacte que té sobre les llars i sobre les empreses endeutades.[2] És una situació raonable: quan disminueixen els tipus d'interès, s'alleugereix la càrrega sobre els endeutats i s'alliberen recursos que poden ser destinats al consum o a la inversió. En canvi, l'altre grup que pot ser especialment sensible als tipus d'interès, el dels estalviadors, acostuma a tenir una menor propensió marginal a consumir:[3] malgrat que la política monetària pugui produir canvis grans en el valor dels seus actius, aquests canvis acabaran afectant relativament menys macromagnituds com el consum agregat.

Propensió a consumir en funció del grup d'ingressos
(Ràtio entre despeses i renda neta anuals de la llar)



Nota: *Dades referents a llars nord-americanes el 2019.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Consumer Expenditure Survey elaborat per l'U.S. Bureau of Labor Statistics.*

No obstant això, l'experiència dels 10 últims anys suggereix que la relació entre el deute i la política monetària és més complexa. De fet, hi ha evidència que la lentitud de la recuperació econòmica després de la crisi financera i de la Gran Recessió s'explica, si més no en part, pel llast del deute heretat de la crisi.[4] La motxilla de deute va frenar la recuperació de la demanda per diferents raons. D'una banda, el consum de les llars es va veure restringit per la necessitat de dedicar recursos a repagar el deute[5] i pel desig de reconstruir els matalassos d'estalvi (per exemple, per motius precautoris o per a la jubilació). De l'altra, en un entorn incert i d'aversió al risc, les empreses i les famílies més endeutades van tenir més dificultats per expandir el consum i la inversió encara amb més deute. Així mateix, la caiguda dels preus dels actius financers i immobiliaris després de la crisi va reduir el valor del col·lateral que les empreses i les llars podien utilitzar per endeutar-se i per finançar el consum i la inversió.[6] Així, malgrat que la política monetària es va mantenir ancorada en un terreny fortament acomodatici, la càrrega del deute va limitar la capacitat de la demanda per respondre a uns tipus d'interès baixos.

En conjunt, doncs, hi ha uns mecanismes que donen suport a una bona efectivitat de la política monetària i altres que suggereixen que la càrrega del deute sobre l'economia pot fer perdre tracció als bancs centrals. Què diuen les dades? Els estudis empírics constaten que la política monetària continua sent efectiva, però que perd força en períodes de deute elevat: el seu impacte sobre el creixement del PIB, sobre el consum i sobre la inversió és menor.[7] A més a més, en la conjuntura actual, l'impacte de la política monetària també dependrà de les cicatrius que pugui deixar la COVID-19 en les oportunitats d'inversió, en el desig d'estalviar i en els efectes redistributius del deute. Si danya la capacitat productiva, si persisteix l'augment de l'estalvi precautori o si el deute recau sobre les famílies i sobre les empreses amb balanços fràgils, serà més probable que s'erosioni l'efectivitat de la política monetària.[8]

1. La zona de l'euro i Espanya van trigar 6 i 9 anys, respectivament, a recuperar i a consolidar els nivells d'activitat del 2008.
2. Vegeu Cloyne, J., Ferreira, C. i Surico, P. (2020), «Monetary policy when households have debt: new evidence on the transmission mechanism», The Review of Economic Studies, 87(1), 102-129.
3. El gràfic mostra com la propensió marginal a consumir disminueix a mesura que augmenta la renda. Les llars amb una renda més alta (i menys propensió a consumir) també acostumen a ser les que tenen més riquesa acumulada.
4. Vegeu Dynan, K. (2012), «Is a household debt overhang holding back consumption?», Brookings Papers on Economic Activity, 299-362.
5. Vegeu Di Maggio, M. *et al.* (2017), «Interest Rate Pass-Through: Mortgage Rates, Household Consumption, and Voluntary Deleveraging», American Economic Review.
6. Vegeu Bhutta, N. i Keys, B. (2016), «Interest Rates and Equity Extraction during the Housing Boom», American Economic Review.
7. Vegeu Alpanda, S. i Zubairy, S. (2019), «Household debt overhang and transmission of monetary policy», Journal of Money, Credit and Banking, 51(5), 1.265-1.307.
8. L'erosió de les oportunitats d'inversió i l'augment de l'estalvi precautori es poden reflectir en un nou descens del tipus d'interès natural. Com més baix sigui el tipus d'interès natural, més ha de reduir el banc central els tipus observables, quelcom que, amb tipus ja negatius o pròxims al 0%, és cada vegada més difícil.

Davant la pèrdua de tracció... una marxa més?

Una pèrdua d'efectivitat pot forçar els bancs centrals a implementar una política monetària més agressiva. En certa manera, això ja és el que han hagut de fer en l'última dècada bancs com la Fed, el BCE o el Banc d'Anglaterra i, des de fa fins i tot més temps, el Banc del Japó, amb mesures no convencionals com les compres d'actius (en especial, deute públic). Per mitigar el risc que, després de la COVID-19, pateixin una nova pèrdua de tracció, és important que el gros de l'esforç no torni a recaure en exclusiva sobre la política monetària. La resta de les esferes de la política econòmica han de continuar fent un pas endavant, tant en la fase de contenció de la COVID-19 com, més endavant, en la fase d'impulsar la recuperació.

Ja que, amb l'augment del deute que provocarà la COVID-19, ficar una marxa més serà cada vegada més delicat per a la política monetària. Per exemple, tant al Japó com a Europa, s'ha documentat que la combinació entre un increment del deute i unes condicions financeres laxes associades a les polítiques monetàries acomodatícies que s'han aplicat pot erosionar el creixement econòmic a llarg termini: un entorn financer lax permet la supervivència d'empreses molt endeutades i poc productives, la qual cosa frena la reassignació de recursos cap a sectors emergents i deprimeix la productivitat agregada.[9]

Finalment, hi ha un altre gran risc que és més de fons: la dominància fiscal, és a dir, que l'autoritat monetària es vegi o se senti obligada a acomodar la política monetària a les necessitats de la política fiscal. Tota actuació monetària té conseqüències fiscals (els increments de tipus fan augmentar el pagament del deute públic i les baixades permeten reduir el pagament), però, com més deute públic tingui el banc central al seu balanç –i el context actual es caracteritza per un increment notable de les compres de deute públic, de manera que, indirectament, dona cobertura a les expansions fiscals que esmorteeixen el xoc de la COVID-19–, majors seran les conseqüències fiscals de les seves decisions, que quedaran condicionades en excés. Per evitar-ho, totes les esferes de la política econòmica han de compartir l'esforç d'estimular l'activitat, i això cal fer-ho sense empènyer la política monetària cap a posicions encara més extremes. També seran claus unes institucions robustes que protegeixin la independència dels bancs centrals. Si no, la COVID-19 també pot deixar seqüeles en l'actuació a mitjà termini dels bancs centrals i en el funcionament futur de les economies.

Adrià Morron Salmeron i Javier Garcia-Arenas

9. Vegeu Acharya, V. *et al.* (2020), «Zombie credit and (dis-)inflation: evidence from Europe», NBER Working Paper, núm. 27.158.

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:

Teletreball, una herència de la pandèmia: desafiaments i oportunitats

La pandèmia ha obligat a teletreballar un elevat percentatge d'espanyols. Com afectarà la nostra manera de viure? Quines conseqüències tindrà sobre la productivitat? Com modificarà la mobilitat urbana i les decisions residencials? Ho analitzem en un Dossier monogràfic sobre el teletreball.

Rebot de la mobilitat i de l'activitat

Durant el 3T, les restriccions a la mobilitat han estat menys severes, però l'amenaça de nous rebrots de coronavirus ha seguit limitant l'activitat. Quant haurà rebotat el PIB? Com quedarà de lluny dels nivells prepandèmia?

L'efectivitat de la política fiscal en temps de COVID

L'impuls fiscal per contrarestar la crisi del coronavirus a Alemanya, Espanya, França i Itàlia és menys dispar del que suggereixen les mesures discrecionals anunciades. Més enllà de les quantitats, què en sabem de la qualitat d'aquest estímul? Quins països han pres mesures fiscals més eficients?

Divises emergents: una calma duradora?

En l'últim any, les divises emergents han patit una pressió depreciadora notable. Però, hem arribat a les portes d'un canvi de tendència? Què ens diuen els fonaments econòmics i les percepcions de mercat?

Informe sectorial Turisme: segon semestre

La COVID-19 està tenint un fort impacte sobre l'activitat econòmica d'Espanya i, en particular, sobre el sector turístic. Analitzem els fonaments amb què el sector fa front a aquesta crisi i les seves perspectives futures.

Informe sectorial Immobiliari: segon semestre

Està preparat el sector immobiliari per fer front a la crisi de la COVID-19? Aprofundim en l'estat del sector i estudiem els seus punts forts i els riscos que es presenten.

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