

# IM09

INFORME MENSUAL

NÚMERO 459 | SEPTIEMBRE 2021



## ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

---

MERCADOS FINANCIEROS  
*¿Provocará la inflación nuevas turbulencias en los mercados financieros?*

ECONOMÍA INTERNACIONAL  
*El repunte de los precios de las materias primas y su impacto en la inflación*

ECONOMÍA ESPAÑOLA  
*Demanda embalsada: una de las principales palancas de la recuperación económica*

ECONOMÍA PORTUGUESA  
*La inversión portuguesa brilla en año de pandemia*

## DOSSIER: FONDOS EUROPEOS NGEU: LA GRAN PALANCA PARA EL SALTO DIGITAL

---

*Las políticas públicas al servicio de la difusión tecnológica*

*NGEU: comparativa internacional de las inversiones en nuevas tecnologías de los planes de recuperación*

*NGEU digital: ¿salto importante o no?*

*NGEU: los planes de actuación en el ámbito digital en algunos de los principales sectores de la economía española*

**INFORME MENSUAL**

Septiembre 2021

El *Informe Mensual* es una publicación elaborada de manera conjunta por CaixaBank Research y por BPI Research (UEEF)

**CaixaBank Research**

[www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)

[research@caixabank.com](mailto:research@caixabank.com)

**Enric Fernández**

Economista jefe

**José Ramón Díez**

Director de Economías y

Mercados Internacionales

**Oriol Aspachs**

Director de Economía Española

**Sandra Jódar**

Directora de Planificación Estratégica

**Adrià Morron Salmeron**

Coordinador del *Informe Mensual*

**Javier García-Arenas**

Coordinador del Dossier

**BPI Research (UEEF)**

[www.bancobpi.pt](http://www.bancobpi.pt) /

[http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-](http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-e-mercados/mercados-financeiros)

[e-mercados/mercados-financeiros](http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-e-mercados/mercados-financeiros)

[deef@bancobpi.pt](mailto:deef@bancobpi.pt)

**Paula Carvalho**

Economista jefe

Fecha de cierre de esta edición:

31 de agosto de 2021

**ÍNDICE****1 EDITORIAL****3 LAS CLAVES DEL MES****4 PREVISIONES****7 MERCADOS FINANCIEROS**

9 *¿Provocará la inflación nuevas turbulencias en los mercados financieros?*

Ricard Murillo Gili

**12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**

15 *El repunte de los precios de las materias primas y su impacto en la inflación*

Beatriz Villafranca

**19 ECONOMÍA ESPAÑOLA**

21 *Demanda embalsada: una de las principales palancas de la recuperación económica*

Javier García-Arenas

**24 ECONOMÍA PORTUGUESA**

26 *La inversión portuguesa brilla en año de pandemia*

Teresa Gil Pinheiro

**29 DOSSIER: FONDOS EUROPEOS NGEU: LA GRAN PALANCA PARA EL SALTO DIGITAL**

29 *Las políticas públicas al servicio de la difusión tecnológica*

Clàudia Canals y Oriol Carreras

31 *NGEU: comparativa internacional de las inversiones en nuevas tecnologías de los planes de recuperación*

Clàudia Canals y Oriol Carreras

33 *NGEU digital: ¿salto importante o no?*

Clàudia Canals y Oriol Carreras

35 *NGEU: los planes de actuación en el ámbito digital en algunos de los principales sectores de la economía española*

Clàudia Canals y Oriol Carreras

## Estrategias de salida

Como se ha puesto de manifiesto en las últimas semanas, hay pocas cosas más importantes que contar con una adecuada estrategia de salida una vez que se da por finalizada una misión. También en economía, donde se empieza a poner en duda la idoneidad de mantener por tiempo indefinido el programa de política económica que, de forma acertada, se ha estado utilizando desde hace año y medio para afrontar la crisis pandémica. Los avances en los ritmos de vacunación y la recuperación de la movilidad están situando al ciclo económico en una posición bien diferente a la de hace 12 meses y, en ese cambio de trayectoria, aparecen cuellos de botella a lo largo de la cadena de formación de precios (transporte, logística, etc.), afectando al comportamiento de la inflación. Un termómetro que aunque en circunstancias tan especiales como las actuales no esté reflejando con exactitud la temperatura de la economía (aun utilizando las lecturas subyacentes), sí que muestra que la balanza de riesgos empieza a cambiar.

De momento, el consenso de analistas sigue defendiendo que buena parte del repunte de precios viene explicado por factores de índole transitoria (efectos de base y desequilibrios temporales entre demanda y oferta) y, por tanto, los sorprendentes ritmos interanuales a los que está creciendo el coste de la cesta de consumo en EE. UU. (5,4%) y Europa (3%) deberían ir diluyéndose en los próximos meses según vaya ajustándose la oferta al fuerte aumento de la demanda, tanto de bienes como de servicios. Algo muy importante para el futuro de la recuperación, porque ya están aflorando efectos negativos en márgenes empresariales y capacidad de compra de las familias (especialmente en países emergentes). Si las subidas de precios se enquistan a lo largo de la cadena productiva y los costes laborales unitarios empiezan a elevarse, se pondría en riesgo el buen comportamiento que ha mostrado la demanda externa en países como España en los últimos años.

¿Qué deben hacer los bancos centrales en estas circunstancias? Por un lado, no precipitarse, pero a la vez ir adaptando la hoja de ruta a los cambios que empiezan a detectarse en la coyuntura económica. Si la nueva senda está bien diseñada y, sobre todo, comunicada de forma correcta, la normalización monetaria no tiene por qué traducirse en un fuerte endurecimiento de las condiciones financieras. Algo que de momento está consiguiendo la Fed, primer banco central, entre los grandes países desarrollados, obligado a mover ficha. El anuncio de Powell en la reunión de Jackson Hole de que probablemente se iniciará el *tapering* (reducción del volumen de compras de deuda) hacia finales de año fue bien recibido por los mercados, pues a la vez el máximo responsable de la Fed anticipó que las subidas de tipos de interés se dejarán para más tarde. Al contrario que cuando lo comunicó Bernanke en 2013, provocando una tormenta en los mercados financieros.

En el caso de Europa, las urgencias son menores, pese a que la inflación se ha situado durante el verano en máximos desde 2011 y la actividad ha mantenido un tono positivo, a juzgar por las señales provenientes de las encuestas y de los indicadores de alta frecuencia. Probablemente, ante la incomodidad que empieza a manifestar una parte del Consejo del BCE, a corto plazo solo será necesario un ligero retoque a la baja en los niveles de compra del programa creado para combatir la pandemia (PEPP) en el último trimestre del año. Mientras, se irá aterrizando la nueva estrategia comunicada por el BCE en julio que sigue la filosofía apuntada por la Fed hace 12 meses, a la búsqueda de una mayor flexibilidad para encajar el doble objetivo de inflación y estabilidad financiera a la nueva realidad económica. Esta actualización aumenta la simetría del objetivo para tener más capacidad de responder al riesgo de deflación, incorpora a la caja de herramientas cotidiana los instrumentos extraordinarios utilizados en los últimos años y prevé ampliar la composición de la cesta de precios, con la vivienda en propiedad (ahora solo se incluyen los alquileres). De momento, la parte que aún necesita algo más de rodaje es el ajuste de la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*), que debe facilitar la formación de las expectativas de tipos de interés en los mercados. De momento, el mensaje es que la autoridad monetaria europea necesitará señales más firmes de una aproximación al objetivo de las previsiones de inflación a medio plazo (incluidas las lecturas tendenciales de precios), antes de señalar una retirada de los estímulos. Ello se ha traducido en un ligero retraso del momento en el que los inversores esperan una subida de tipos de la eurozona. Más simetría, más flexibilidad o la pérdida de importancia de las variables monetarias en el análisis reflejan que el BCE quiere ir dejando atrás la huella del Bundesbank, lo que sin duda facilitará la compleja estrategia de salida que van a tener que abordar los bancos centrales en los próximos años.

José Ramón Díez Guijarro  
Septiembre 2021

## Cronología

### JULIO 2021

- 6** Irán informó a la Agencia de la Energía Atómica de enriquecer uranio, y distintos países no tardaron en condenar la decisión.
- 15** La variante Delta de la COVID-19 se expande rápidamente por todo el mundo.
- 23** Se celebran los Juegos Olímpicos de Tokio 2020 sin público en las gradas.
- 30** Primera condena en Hong Kong bajo la controvertida ley de seguridad nacional.

### MAYO 2021

- 10** Nueva crisis entre Israel y Hamás con ataques en Israel y la Franja de Gaza durante dos semanas. El alto al fuego se estableció a finales de mes.
- 19** La UE abre las fronteras a los turistas vacunados con la pauta completa.
- 20** Cumbre Mundial de la Salud organizada por el G-20 y la UE en la que se apoya una mayor producción y distribución de vacunas a los países pobres.

### AGOSTO 2021

- 1** Se acelera la retirada de Afganistán de EE. UU. y de los aliados europeos y los talibanes recuperan el poder.
- 9** El Informe sobre el Cambio Climático de la ONU habla de la responsabilidad del hombre en el calentamiento global y advierte de los cambios irreversibles durante siglos.
- 17** La Comisión Europea desembolsó los primeros 9.000 millones de euros de los fondos NGEU a España.

### JUNIO 2021

- 11** Cumbre del G7 en la que se acordó un impuesto mínimo global a las multinacionales.
- 15** Primera emisión ligada al Next Generation EU en la que se captaron 20.000 millones de euros. Tregua de cinco años entre la UE y EE. UU. al litigio comercial entre Airbus y Boeing.
- 16** La Comisión Europea avala el Plan de Recuperación y Resiliencia español.

### ABRIL 2021

- 1** La OPEP y sus aliados aprueban un aumento gradual de la producción de petróleo para mayo, junio y julio de 2021.
- 27** El Parlamento europeo da la aprobación definitiva al acuerdo para la nueva relación entre la UE y el Reino Unido, que ya había entrado en vigor el pasado enero.
- 30** España presenta su Plan de Recuperación ante la Comisión Europea para acceder a los fondos del NGEU.

## Agenda

### SEPTIEMBRE 2021

- 2** España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (agosto).
- 3** España: *ratings* Moody's y DBRS.
- 9** Portugal: comercio internacional (julio). Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 10** Portugal: *rating* S&P.
- 16** España: encuesta trimestral de coste laboral (2T).
- 17** España: *rating* S&P. Portugal: *rating* Moody's.
- 21-22** Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 22** España: créditos, depósitos y morosidad (julio y 2T). Portugal: precios de la vivienda (2T).
- 23** España: desglose del PIB (2T). España: balanza de pagos y PIIN (2T). Portugal: desglose del PIB (2T).
- 29** España: avance del IPC (septiembre). Portugal: indicador de confianza de empresas y consumidores (septiembre).
- 30** España: tasa de ahorro de los hogares (2T). Portugal: NPL (2T). Portugal: actividad turística preliminar (agosto).

### OCTUBRE 2021

- 4** España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (septiembre).
- 11** Portugal: cifra de negocios en los servicios (agosto). España: cuentas financieras (2T).
- 14-15** Consejo Europeo.
- 22** España: créditos, depósitos y morosidad (agosto).
- 28** España: encuesta de población activa (3T). España: avance del IPC (octubre). Portugal: indicador de confianza de empresas y consumidores (octubre). Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo. EE. UU.: PIB (3T).
- 29** España: avance del PIB (3T). Portugal: avance del PIB (3T). Portugal: producción industrial (septiembre). Portugal: actividad turística preliminar (septiembre). Eurozona: PIB (3T).

## COVID-19: ¿última temporada?

La primera temporada de la serie COVID-19 nos cogió por sorpresa y totalmente desprevenidos. Fue corta, apenas duró unos meses en los principales países desarrollados, pero la experiencia fue terrible. La segunda temporada no fue tan intensa, pero fue más larga, y ello hizo que también acabara siendo muy dura. El efecto sorpresa se desvaneció y, siendo imaginativos, pudimos recuperar parte de nuestra antigua vida, pero seguíamos sin herramientas para enfrentarnos al virus. En la tercera entrega de la serie, en la que estamos plenamente inmersos, ya disponemos de instrumentos efectivos para luchar contra el virus. Rápidamente estamos recuperando gran parte de la vida que llevábamos a cabo hace un año y medio, y ello tiene su reflejo en la actividad social, y también económica.

Los datos macroeconómicos que hemos conocido durante el verano así lo reflejan. En general, han sido positivos y corroboran que la actividad a nivel global se está recuperando rápidamente. En EE. UU., tal y como se esperaba, el PIB ya se sitúa por encima de los niveles pre-COVID. Este creció un 1,6% intertrimestral en el 2T y los últimos datos muestran que la economía se mantiene dinámica en el 3T a pesar del desgaste que está conllevando el repunte de casos de COVID-19. En este sentido, preocupa que el ritmo de vacunación de la población se ha ralentizado los últimos meses. El porcentaje de población inmunizada se sitúa en el 52%, lejos del 60% de Alemania y Francia, o del 71% de España.

La dinámica de la economía china también es positiva. El PIB creció un 1,3% intertrimestral en el 2T, algo por encima de lo que se esperaba. Los últimos indicadores se han desacelerado ligeramente, pero ello es coherente con una economía que ya se encuentra en una fase más madura de la recuperación y que va reduciendo los estímulos. Podemos descartar lecturas alarmistas que interpretan los últimos datos como un cambio de tendencia.

La sorpresa más destacada del verano se ha situado en el Viejo Continente. El PIB de la eurozona avanzó un extraordinario 2,0% en el 2T, superando las previsiones que se manejaban, y ya «solo» se sitúa un 3,0% por debajo de los niveles prepandemia. La reactivación económica fue generalizada en los principales países gracias a la relajación de las restricciones a la movilidad y a la actividad, y a la rápida vacunación de la población. Además, los datos de más alta frecuencia apuntan a que este dinamismo se mantiene en el 3T.

La economía española ha destacado de forma especialmente positiva. El PIB avanzó un 2,8% intertrimestral en el

2T, y los indicadores más recientes apuntan a que en el 3T el crecimiento se mantendrá alrededor del 3,0%. Para ello está siendo clave la reactivación del turismo que, aunque se mantiene lejos de los niveles previos a la pandemia, está experimentando una rápida recuperación y en el 4T podría alcanzar un nivel de actividad equivalente al 75% del nivel prepandemia (en el 4T 2020 este era de un 25%). Pero el ámbito que mejor refleja que la recuperación está siendo rápida y vigorosa es el mercado laboral: el número de afiliados que no se encuentra en ERTE ya solo es un 1,4% inferior al nivel pre-COVID.

Si no se producen nuevas mutaciones del virus que reduzcan la efectividad de las vacunas, un riesgo que nos acompañará durante tiempo, la reactivación económica global se consolidará los próximos trimestres y probablemente cerraremos el 2021 y el 2022 con tasas de crecimiento elevadas. Que sean más o menos elevadas acabará dependiendo, sobre todo, de dos factores. Por un lado, de la falta de suministros en varios sectores clave. Si ello persiste más de lo contemplado, además de suponer un freno para la recuperación, hará que la inflación se mantenga en cotas elevadas durante más tiempo, y los principales bancos centrales podrían verse obligados a adelantar el proceso de normalización monetaria. De momento, todo apunta a que tanto la Fed como el BCE empezarán a reducir el volumen de compras netas de activos durante el último trimestre de este año, pero seguimos esperando que las condiciones financieras sigan siendo muy acomodaticias durante un largo periodo de tiempo.

El segundo elemento que hay que seguir de cerca los próximos trimestres es la inversión. A diferencia del ciclo expansivo anterior, en el que esta presentó una evolución muy pobre, el escenario macroeconómico con el que trabajamos las principales casas de análisis contempla un ritmo de avance vigoroso de la inversión, que debería verse espoleada por los planes de estímulo fiscal, las exigencias derivadas de la lucha contra el cambio climático y la aceleración de la digitalización tras la pandemia. Si se confirma esta dinámica de la inversión, además de impulsar la recuperación a corto plazo, hará que el crecimiento a medio y largo plazo sea más sostenible. Confiamos en que las hipótesis de trabajo sobre las que se sustenta el escenario macroeconómico se confirmen, y que esta sea la tercera y última temporada de la serie COVID-19.

**Oriol Aspachs**

Promedio del último mes del periodo, excepto cuando se especifica lo contrario

## Mercados financieros

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>TIPOS DE INTERÉS</b>							
<b>Dólar</b>							
Fed funds (límite superior)	3,43	0,55	2,50	1,75	0,25	0,25	0,25
Líbor 3 meses	3,62	0,75	2,79	1,91	0,23	0,20	0,40
Líbor 12 meses	3,86	1,26	3,08	1,97	0,34	0,35	0,70
Deuda pública 2 años	3,70	0,80	2,68	1,63	0,13	0,25	0,50
Deuda pública 10 años	4,70	2,58	2,83	1,86	0,93	2,00	2,10
<b>Euro</b>							
Depo BCE	2,05	0,32	-0,40	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Refi BCE	3,05	0,90	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eonia	3,12	0,55	-0,36	-0,46	-0,47	-0,48	-0,48
Euríbor 1 mes	3,18	0,67	-0,37	-0,45	-0,56	-0,50	-0,47
Euríbor 3 meses	3,24	0,85	-0,31	-0,40	-0,54	-0,52	-0,46
Euríbor 6 meses	3,29	1,00	-0,24	-0,34	-0,52	-0,49	-0,40
Euríbor 12 meses	3,40	1,19	-0,13	-0,26	-0,50	-0,46	-0,34
<b>Alemania</b>							
Deuda pública 2 años	3,41	0,55	-0,60	-0,63	-0,73	-0,65	-0,45
Deuda pública 10 años	4,30	1,82	0,25	-0,27	-0,57	-0,25	0,00
<b>España</b>							
Deuda pública 3 años	3,62	2,06	-0,02	-0,36	-0,57	-0,30	-0,04
Deuda pública 5 años	3,91	2,59	0,36	-0,09	-0,41	-0,16	0,14
Deuda pública 10 años	4,42	3,60	1,42	0,44	0,05	0,35	0,60
Prima de riesgo	11	178	117	71	62	60	60
<b>Portugal</b>							
Deuda pública 3 años	3,68	4,02	-0,18	-0,34	-0,61	-0,45	-0,06
Deuda pública 5 años	3,96	4,67	0,47	-0,12	-0,45	-0,25	0,20
Deuda pública 10 años	4,49	5,35	1,72	0,40	0,02	0,35	0,65
Prima de riesgo	19	353	147	67	60	60	65
<b>TIPO DE CAMBIO</b>							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,29	1,14	1,11	1,22	1,17	1,19
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,83	0,90	0,85	0,90	0,87	0,85
USD/GBP (libras por dólar)	0,59	0,64	0,79	0,76	0,74	0,75	0,71
<b>PETRÓLEO</b>							
Brent (\$/barril)	42,3	82,5	57,7	65,2	50,2	68,0	63,0
Brent (euros/barril)	36,4	63,2	50,7	58,6	41,3	58,1	52,9

Previsiones

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

### Economía internacional

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>CRECIMIENTO DEL PIB</b>							
<b>Mundial</b>	4,5	3,4	3,6	2,8	-3,3	5,9	4,6
<b>Países desarrollados</b>	2,7	1,3	2,3	1,6	-4,7	5,4	4,2
Estados Unidos	2,7	1,5	2,9	2,3	-3,4	6,5	4,3
Eurozona	2,2	0,7	1,9	1,3	-6,7	4,7	4,9
Alemania	1,6	1,3	1,3	0,6	-5,1	3,3	4,5
Francia	2,2	0,8	1,8	1,8	-8,0	5,5	4,3
Italia	1,5	-0,5	0,8	0,3	-8,9	4,6	4,6
Portugal	1,5	0,0	2,9	2,5	-7,6	4,0	5,1
España	3,7	0,3	2,4	2,0	-10,8	6,3	6,0
Japón	1,4	0,5	0,6	0,0	-4,7	2,3	2,2
Reino Unido	2,9	1,1	1,3	1,4	-9,8	7,0	6,0
<b>Países emergentes y en desarrollo</b>	6,5	5,1	4,5	3,6	-2,2	6,3	4,9
China	10,6	8,3	6,7	6,0	2,3	8,3	5,6
India	9,7	6,8	7,3	4,8	-7,0	9,2	7,3
Brasil	3,6	1,6	1,8	1,4	-4,1	4,0	2,5
México	2,4	2,1	2,2	-0,2	-8,3	4,8	2,7
Rusia	7,2	0,9	2,5	1,3	-3,1	3,0	2,2
Turquía	5,4	5,1	2,8	0,9	1,6	4,3	3,4
Polonia	4,2	3,4	5,4	4,8	-2,7	4,5	4,8
<b>INFLACIÓN</b>							
<b>Mundial</b>	4,1	3,7	3,6	3,5	3,2	4,0	3,3
<b>Países desarrollados</b>	2,1	1,5	2,0	1,4	0,7	2,5	1,7
Estados Unidos	2,8	1,7	2,4	1,8	1,2	4,1	2,3
Eurozona	2,1	1,4	1,8	1,2	0,3	2,0	1,5
Alemania	1,7	1,3	1,9	1,4	0,4	2,6	1,7
Francia	1,8	1,2	2,1	1,3	0,5	2,0	1,5
Italia	1,9	1,5	1,2	0,6	-0,1	1,6	1,4
Portugal	3,0	1,2	1,0	0,3	0,0	0,9	1,3
España	3,2	1,4	1,7	0,7	-0,3	2,4	1,7
Japón	-0,3	0,3	1,0	0,5	0,0	0,0	0,6
Reino Unido	1,9	2,4	2,5	1,8	0,9	1,9	1,6
<b>Países emergentes</b>	6,7	5,6	4,9	5,1	5,1	5,1	4,5
China	1,7	2,6	2,1	2,9	2,5	1,1	1,5
India	4,5	8,0	3,9	3,7	6,6	5,1	5,5
Brasil	7,3	6,1	3,7	3,7	3,2	5,5	3,8
México	5,2	4,2	4,9	3,6	3,4	4,2	3,4
Rusia	14,2	8,7	2,9	4,5	4,9	3,5	4,0
Turquía	27,2	8,4	16,2	15,5	14,6	14,2	8,0
Polonia	3,5	2,0	1,2	2,1	3,7	4,1	3,0

Previsiones

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

### Economía española

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Agregados macroeconómicos</b>							
Consumo de los hogares	3,6	-0,6	1,8	0,9	-12,4	9,6	4,6
Consumo de las AA. PP.	5,0	0,9	2,6	2,3	3,8	2,5	1,0
Formación bruta de capital fijo	5,6	-2,8	6,1	2,7	-11,4	4,8	10,4
Bienes de equipo	4,9	-0,5	5,4	4,4	-13,0	11,7	9,0
Construcción	5,7	-5,2	9,3	1,6	-14,0	-0,5	11,3
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,4	-0,7	3,0	1,4	-8,8	6,8	4,9
Exportación de bienes y servicios	4,7	3,1	2,3	2,3	-20,2	8,4	10,0
Importación de bienes y servicios	7,0	-0,3	4,2	0,7	-15,8	10,3	6,7
<b>Producto interior bruto</b>	<b>3,7</b>	<b>0,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,0</b>	<b>-10,8</b>	<b>6,3</b>	<b>6,0</b>
<b>Otras variables</b>							
Empleo	3,2	-1,0	2,6	2,3	-7,5	5,5	3,8
Tasa de paro (% pobl. activa)	10,5	20,5	15,3	14,1	15,5	15,1	14,0
Índice de precios de consumo	3,2	1,4	1,7	0,7	-0,3	2,4	1,7
Costes laborales unitarios	3,0	0,1	1,2	2,4	5,1	-0,5	0,2
Saldo op. corrientes (% PIB)	-5,9	-0,8	1,9	2,1	0,7	1,5	1,6
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-5,2	-0,3	2,4	2,6	0,9	1,7	1,8
Saldo público (% PIB) <sup>1</sup>	0,4	-6,7	-2,5	-2,9	-11,0	-7,9	-5,4

Nota: 1. No incluye pérdidas por ayudas a instituciones financieras.

■ Previsiones

### Economía portuguesa

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Agregados macroeconómicos</b>							
Consumo de los hogares	1,7	0,1	2,6	2,6	-5,8	3,1	4,3
Consumo de las AA. PP.	2,3	-0,6	0,6	0,7	0,4	3,2	0,4
Formación bruta de capital fijo	-0,3	-2,0	6,2	5,4	-1,8	7,4	7,9
Bienes de equipo	6,2	2,0	9,2	4,3	-6,1	17,4	8,4
Construcción	-1,9	-4,4	4,7	7,2	4,7	5,4	5,9
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	-0,5	3,1	2,8	-4,6	4,2	4,5
Exportación de bienes y servicios	5,2	4,0	4,2	4,0	-18,7	9,4	8,0
Importación de bienes y servicios	3,6	2,2	5,0	4,7	-12,0	9,6	5,9
<b>Producto interior bruto</b>	<b>1,5</b>	<b>0,0</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>-7,6</b>	<b>4,0</b>	<b>5,1</b>
<b>Otras variables</b>							
Empleo	0,4	-1,0	2,8	1,2	-1,9	2,0	1,2
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,1	12,3	7,2	6,6	7,0	7,0	6,9
Índice de precios de consumo	3,0	1,2	1,0	0,3	0,0	0,9	1,3
Saldo op. corrientes (% PIB)	-9,2	-3,5	0,6	0,4	-1,2	-0,9	-0,4
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-7,7	-2,2	1,6	1,2	0,1	1,0	1,8
Saldo público (% PIB)	-4,6	-6,1	-0,3	0,1	-5,7	-4,8	-3,0

■ Previsiones



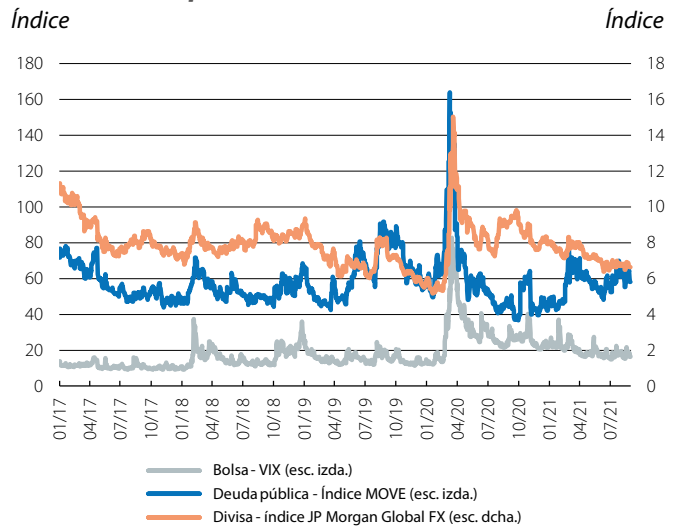
## Los mercados financieros salvan el verano sin sobresaltos

**Los inversores buscan orientación en los bancos centrales.** De la mano de una reactivación económica más generalizada y sostenida, el verano ha transcurrido con razonable placidez en los mercados financieros. El verde se impuso en los parqués bursátiles, los tipos de interés y las primas de riesgo se mantuvieron en niveles acomodaticios y, en general, hubo poca volatilidad. Esta placidez se sustentó en una mejora de los indicadores y las perspectivas económicas, a las que el rápido progreso en la vacunación ha hecho más resilientes frente a la pandemia. A su vez, estas dinámicas positivas han sentado las bases para que la Reserva Federal de EE. UU. (Fed) se prepare para retirar los estímulos monetarios. Y es ahí donde se centran todas las miradas a la vuelta de las vacaciones. Todavía no se conocen los detalles del cómo y el cuándo, pero, ante la perspectiva de que la Fed nueva ficha antes de terminar el año, los mercados financieros internacionales ya empezaron a ajustarse a lo largo del verano. En general, el ajuste fue ordenado, pues la Fed ha prometido que será previsible y retirará el estímulo de manera gradual. Con todo, las divisas emergentes no pudieron evitar sufrir cierta debilidad frente al dólar, mientras que sus mercados bursátiles padecieron mayores turbulencias, especialmente en Asia, donde se vieron lastrados por el endurecimiento regulatorio de China sobre el sector tecnológico.

**Las bolsas, entre la reactivación económica y la retirada de estímulos.** Las ganancias se impusieron en los parqués bursátiles de las principales economías avanzadas entre julio y agosto y, con alguna excepción, los índices de referencia ya cotizan cómodamente por encima de sus niveles prepandemia. Estas ganancias se han respaldado en la reactivación económica y la mejora de los resultados empresariales: más del 80% y 60% de las empresas del S&P 500 y el Stoxx Europe 600, respectivamente, obtuvieron mejores resultados de lo previsto por los analistas en el 2T 2021 y, de cara a los siguientes trimestres, las expectativas de beneficios siguen mejorando. Todo ello todavía se produce en un entorno de condiciones financieras acomodaticias, pero es destacable que, más allá de alguna sesión puntual con mayor volatilidad, las señales de endurecimiento monetario no pesaron sobre las cotizaciones bursátiles en verano, sino que las ganancias fueron generalizadas entre sectores.

**La inflación, un riesgo que no perturbó a los inversores en verano.** Cuando la inflación estadounidense empezó a rebotar en primavera, los tipos de interés se tensionaron de manera significativa (entre febrero y abril la rentabilidad del *treasury* a 10 años repuntó en más de 60 p. b.), reflejando el riesgo que supone para la placidez de los mercados. Sin embargo, desde entonces los ánimos se apaciguaron y, según las últimas cotizaciones, los inversores parecen compartir la visión de bancos centrales y analistas según la cual las presiones de precios serán transitorias. Por ejemplo, a cierre de agosto los *swaps* de inflación apuntaban a mayores presiones a corto plazo (cerca del 3% a uno y dos años vista), mientras que a largo plazo las expectativas se han ido suavizando hacia el 2%. La historia es diferente en Europa, donde las expectativas de inflación no recogen riesgos de sobrecalentamiento, sino que hace años que se mantienen por debajo del objetivo del BCE. Sin embargo, en los últimos meses se han recuperado algo de la

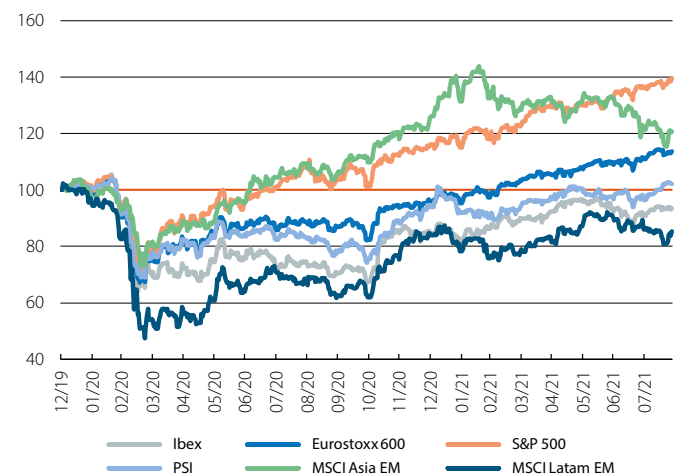
### Volatilidad implícita en los mercados



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

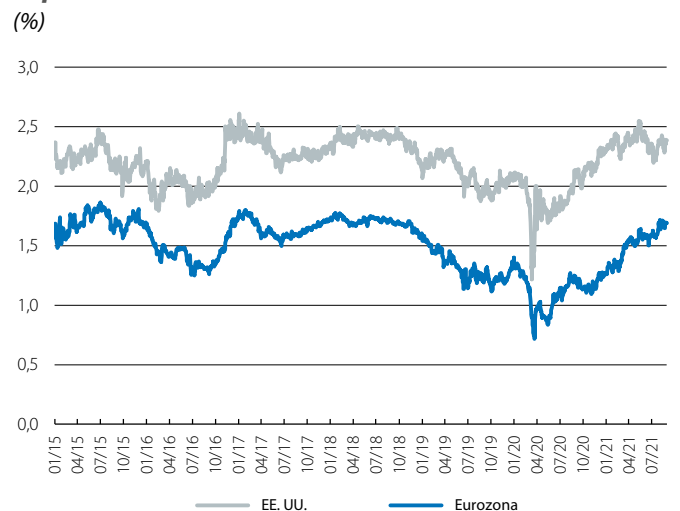
### Bolsas internacionales

Índice (100 = diciembre 2019)



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

### Expectativas de inflación a 5 años en 5 años \*



Nota: \* Según swaps de inflación.

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

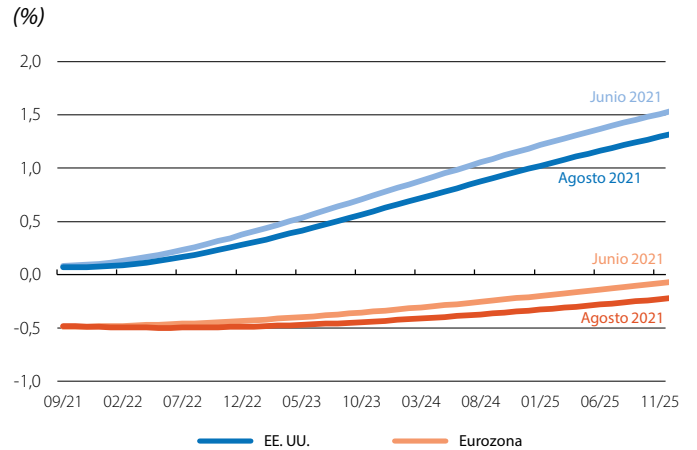
mano de la reactivación económica y los mensajes del BCE en los que el banco central se mostraba más tolerante con la inflación.

**El BCE revisa su estrategia y aleja las subidas de tipos.** El pasado julio culminó la revisión estratégica iniciada en enero de 2020, y aunque las novedades fueron más sustanciales que en la anterior revisión de 2003, suponen más una evolución que una revolución en la estrategia del BCE. En primer lugar, el BCE fijó su objetivo de inflación en un simple 2%, una fórmula más sencilla y simétrica que el anterior «por debajo pero cerca del 2%». En segundo lugar, el BCE confirmó que las medidas no convencionales (como las compras de activos) continuarán formando parte de su caja de herramientas y señaló que, si un día se encuentra en una coyuntura que exige medidas de estímulo agresivas, está dispuesto a tomarlas y tolerar que provoquen repuntes de inflación por encima del 2%, siempre que sean moderados y temporales. Además, el BCE anunció el deseo de incorporar consideraciones climáticas en la toma de decisiones (como los test de estrés, la evaluación del colateral o las compras de activos). Para ello, ha preparado una hoja de ruta hasta el año 2024. Sin embargo, la revisión estratégica ya tuvo consecuencias materiales en julio. Y es que, con la nueva estrategia, el BCE endureció las condiciones para realizar un aumento de tipos: (i) las previsiones de inflación deben emplazarse en el 2% a medio y largo plazo y (ii) la recuperación de la inflación hacia el 2% debe verse corroborada en los propios datos e indicadores de inflación subyacente. Este cambio refuerza la expectativa de un largo periodo de bajos tipos de interés en Europa, y así lo recogieron los tipos de mercado, muy contenidos a lo largo del verano.

**La Fed prepara la reducción de las compras de activos.** Tras comprar elevados volúmenes de bonos soberanos y MBS desde el estallido de la pandemia, la mejora de las perspectivas económicas y los fuertes datos de inflación y mercado laboral en EE. UU. han hecho que, en los últimos meses, se empiece a preparar la retirada de los estímulos. En julio, el banco central debatió por primera vez la estrategia para reducir las compras netas de activos (el llamado *tapering*) y, aunque no se tomó ninguna decisión, la mayoría de los miembros de la Fed consideraron adecuado empezarlo en 2021. Además, a lo largo del verano distintos presidentes regionales, como Robert Kaplan (Fed de Dallas) o James Bullard (St. Louis), declararon públicamente su deseo de anunciar pronto la reducción de las compras de activos. En este contexto, a finales de agosto la atención se centró en las palabras del presidente de la Fed en el habitual simposio de Jackson Hole. En él, Jerome Powell reforzó la intención de anunciar el *tapering* antes de terminar el año, pero enfrió las expectativas de que la decisión sea inminente (es decir, en la reunión de septiembre), encontrando un equilibrio entre la solidez de los datos económicos y la sombra con la que la pandemia amenaza a la economía.

**Las divisas emergentes ceden terreno al dólar.** La retirada del estímulo monetario en EE. UU. acostumbra a desviar algunas miradas hacia las economías emergentes y, en el transcurso del verano, sus divisas no pudieron evitar cierta depreciación ante el dólar. Con todo, muchos emergentes entraron en la crisis de la COVID-19 con cuadros macroeconómicos más equilibrados que en el pasado y, además, distintos bancos centrales han empezado a construir un colchón subiendo tipos de interés (principalmente en Europa emergente, con Hungría, República Checa y Rusia; y América Latina, con Brasil y México).

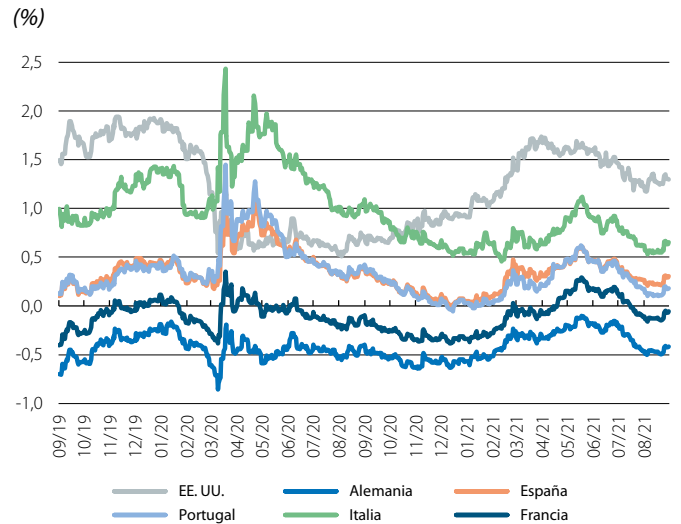
**Expectativas sobre los tipos de interés de referencia de la Fed y el BCE \***



*Nota:* \* Forwards sobre el EFR y el tipo OIS de la eurozona derivados con el modelo de NSS a partir de curvas de interés de mercado.

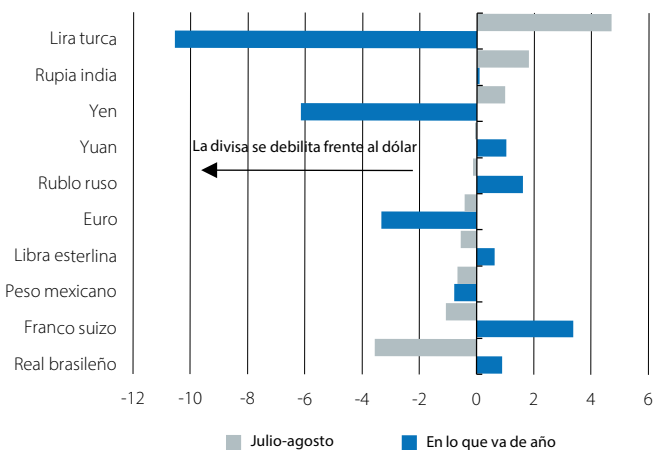
*Fuente:* CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

**Tipos de interés de la deuda soberana a 10 años**



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

**Principales divisas frente al dólar estadounidense Variación (%)**



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

## ¿Provocará la inflación nuevas turbulencias en los mercados financieros?

Uno de los principales temas de discusión en esta fase de recuperación económica está siendo, sin duda, la inflación. En 2021, ha alcanzado cotas no registradas desde 2008 en EE. UU. y en la eurozona es probable que se sitúe en niveles no vistos desde 2012, lo que ha alimentado los riesgos de presiones inflacionistas. De hecho, los datos más recientes de inflación han sorprendido notablemente al alza, especialmente en EE. UU. En este contexto, nos preguntamos hasta qué punto estas sorpresas han tenido un impacto significativo en los mercados financieros.

### La relación histórica entre las sorpresas de inflación y los mercados financieros

Históricamente, las sorpresas de inflación están relacionadas con movimientos significativos en los mercados financieros. El principal canal a través del cual esto ocurre son las expectativas de inflación. Una forma de ilustrar esta relación es observando qué ocurre con los *swaps* de inflación los días en que se publica el dato de inflación en EE. UU. y Alemania.<sup>1</sup> En el segundo gráfico podemos observar la sensibilidad de este producto financiero a la diferencia entre el dato publicado y lo que esperaba el consenso, en este caso de Bloomberg, y vemos que la relación es positiva a lo largo del periodo analizado. En el caso del *swap* estadounidense, por ejemplo, un coeficiente de 20 indica que una sorpresa en la tasa de inflación de 1 p. p. tiende a incrementar el *swap* de inflación a 2 años (que puede entenderse como la inflación esperada en promedio durante los próximos dos años) en 20 p. b.

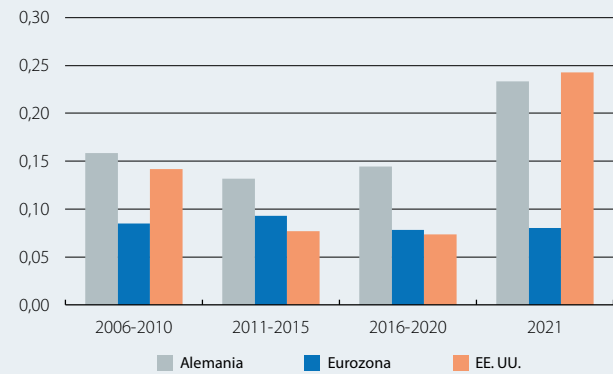
Otros activos financieros sensibles a las sorpresas de inflación son los bonos soberanos, pues esperaríamos que sus rentabilidades aumentaran con sorpresas al alza de la inflación, anticipando una respuesta más agresiva de la política monetaria o porque pasan a reflejar una mayor inflación esperada. Sin embargo, si realizamos un ejercicio similar al anterior, pero esta vez utilizando los tipos de interés de la deuda soberana a 10 años de Alemania y de EE. UU., observamos cómo a lo largo del periodo analizado la relación no es tan sólida como en el caso de los *swaps*. Aun así, la sensibilidad en los últimos años ha sido positiva.

Por último, nuestro ejercicio no encuentra una relación significativa entre las sorpresas de la inflación y los índices bursátiles DAX alemán y S&P 500 (al menos en el día de su publicación). Este resultado podría deberse a que

1. Utilizaremos los *swaps* ligados a la inflación a 2 años. Para los *swaps* de la inflación de 5 años en 5 años los resultados son muy similares. El dato preliminar de la inflación de Alemania se publica algún día antes que el de la eurozona y anticipa los movimientos que se observan en los mercados financieros europeos.

### Sorpresas de inflación

(p. p.)



**Nota:** Valor absoluto de la diferencia entre el dato publicado (flash para el caso de la eurozona y Alemania) y lo que espera el consenso de Bloomberg.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### EE. UU. y eurozona: sensibilidad de las expectativas de inflación a las sorpresas de la inflación

Coefficiente de sensibilidad



**Nota:** Estimamos la ecuación  $\Delta Swap2Y_t = \beta (\pi_t^e - \pi_t) + \epsilon_t$ , donde  $\Delta Swap2Y_t$  es la variación diaria del *swap* de inflación a dos años de EE. UU. y la eurozona el día en que se publica el dato de inflación de EE. UU. y Alemania, respectivamente,  $\pi_t$  la inflación observada de EE. UU. y Alemania,  $\pi_t^e$  la expectativa del consenso para el dato de inflación en cuestión y  $\epsilon_t$  es un término de error. Estimamos la regresión con los datos de los 30 meses anteriores a  $t$  y mostramos el valor de  $\beta$  (coeficiente de sensibilidad) a lo largo del tiempo.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

las sorpresas al alza o a la baja de la inflación pueden afectar positiva o negativamente a la bolsa según la situación económica del momento.<sup>2</sup> Por ejemplo, una sorpresa al alza de la inflación en un contexto de recuperación económica podría ser interpretada por los mercados como positiva al representar un mayor dinamismo de la actividad económica que repercuta en mayores dividendos de las empresas. Sin embargo, en un momento del ciclo más boyante, podría generar temores de sobrecarga.

2. Véase Knif, J. et al. (2008). «Stock market reaction to good and bad inflation news». *Journal of Financial Research*, 31(2), 141-166.

lentamiento, lo que haría menos atractiva la inversión en renta variable.<sup>3</sup>

**¿Cómo ha sido esta relación en 2021?**

Este año, si observamos las fluctuaciones financieras que se han producido en los días de publicación de datos de inflación de Europa y de EE. UU., con notables sorpresas al alza, vemos que han sido relativamente moderadas. A ello ha contribuido la comunicación de los principales bancos centrales, el BCE y la Reserva Federal de EE. UU.

En el caso de la eurozona, quedó claro ya desde el mes de enero que la inflación se situaría en cotas elevadas por motivos temporales (efectos de base, especialmente del componente energético, y los cuellos de botella en la oferta), y el BCE ya advirtió que no alteraría por ello el rumbo de la política monetaria.

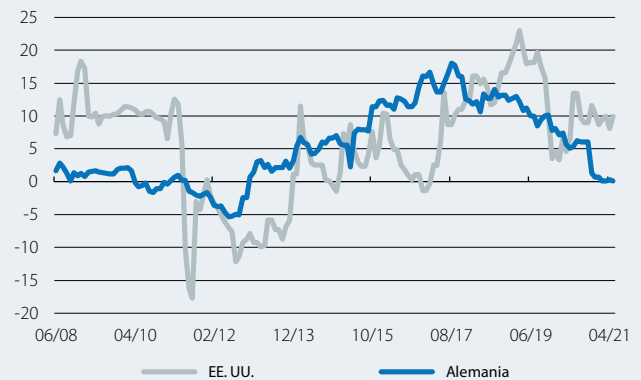
En EE. UU., por su parte, la historia tiene algunos matices. Aunque se esperaba que la inflación en 2021 fuera más elevada que en la eurozona, los niveles que está alcanzando tanto la inflación general como la subyacente (por encima del 5% y el 4%, respectivamente) han avivado los temores a un sobrecalentamiento de la economía, especialmente dado que el nivel de actividad allí ya ha superado el previo a la pandemia. En algunos tramos del año los activos financieros empezaron a recoger este escenario (por ejemplo, entre enero y marzo el tipo de interés de la deuda soberana a 10 años repuntó en más de 80 p. b. y alcanzó el 1,75%). Sin embargo, esta sensibilidad de los mercados al riesgo de sobrecalentamiento se fue moderando a lo largo del 2T, y en la actualidad las cotizaciones apuntan a un escenario en el que el repunte de la inflación acaba siendo transitorio. Así, los inversores han ido cambiando su respuesta a las sorpresas de inflación a lo largo del año. Mientras que los mercados se mostraron sensibles ante los primeros datos que reflejaban un rebote de la inflación, en los siguientes meses esta sensibilidad se fue moderando y los inversores convergieron a la visión de la Fed que entiende el repunte de los precios como transitorio. En el último gráfico se ilustra este cambio, pues vemos la variación diaria del tipo de interés del *treasury* a 10 años durante las tres publicaciones del dato de inflación del 2T, en las que la sorpresa al alza de la inflación fue de 0,6, 0,3 y 0,5 p. p., respectivamente. Como se puede observar, a la hora de la publicación del dato de inflación, el tipo de interés flexionó al alza, tal y como cabría esperar. Sin embargo, mientras que en mayo la sorpresa dio lugar a un repunte de los tipos de interés que ganó intensidad a lo largo de la sesión, en los meses de junio y julio el movimiento inicial se deshizo rápidamente.

En lo que llevamos de 2021, la inflación en EE. UU. y la eurozona se ha situado en niveles inusualmente elevados.

3. Véase «¿La posible subida de las rentabilidades a largo plazo es un riesgo para la renta variable?» en el IM07/2021.

**EE. UU. y Alemania: sensibilidad del tipo de interés de la deuda soberana a 10 años a las sorpresas de la inflación**

Coefficiente de sensibilidad

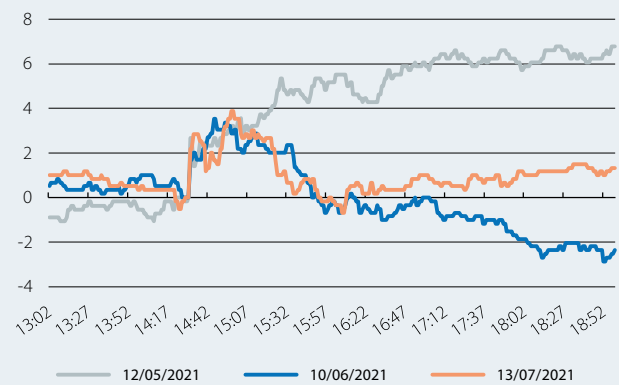


**Nota:** Estimamos la ecuación  $\Delta i_t = \beta (\pi_t - \pi_t^e) + \epsilon_t$ , donde  $\Delta i_t$  es la variación diaria del tipo de interés de la deuda soberana a 10 años de EE. UU. y Alemania el día en que se publican sus respectivas inflaciones,  $\pi_t$  la inflación observada en EE. UU. y Alemania,  $\pi_t^e$  la expectativa del consenso para el dato de inflación en cuestión y  $\epsilon_t$  es un término de error. Estimamos la regresión con los datos de los 30 meses anteriores a  $t$  y mostramos el valor de  $\beta$  (coeficiente de sensibilidad) a lo largo del tiempo.

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

**Tipo de interés del treasury a 10 años en los días de publicación del dato de inflación**

(0 = nivel a las 14:30 h. en p. b.)



**Nota:** El dato de inflación se publica a las 14:30, hora española.

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

Sin embargo, hemos visto que la sensibilidad de los activos financieros a estas sorpresas de la inflación no ha sido excepcional, especialmente cuando caló entre los inversores la idea de que el repunte de precios se debe, en gran parte, a elementos transitorios. En los próximos trimestres veremos si efectivamente estamos en lo cierto y la inflación vuelve a niveles más contenidos o si, por el contrario, las presiones inflacionistas acaban siendo persistentes y se despierta con más intensidad la sensibilidad de los mercados financieros.

Ricard Murillo Gili

**Tipos de interés (%)**

	31-agosto	30-junio	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2021 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
<b>Eurozona</b>					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euríbor 3 meses	-0,55	-0,54	-1	-0,3	-7,0
Euríbor 12 meses	-0,50	-0,48	-2	-0,2	-12,8
Deuda pública a 1 año (Alemania)	-0,66	-0,62	-4	4,8	-10,6
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,71	-0,66	-5	-1,3	-3,6
Deuda pública a 10 años (Alemania)	-0,38	-0,21	-18	18,6	3,7
Deuda pública a 10 años (España)	0,34	0,41	-7	29,1	-6,0
Deuda pública a 10 años (Portugal)	0,21	0,39	-18	18,1	-20,3
<b>EE. UU.</b>					
Fed funds (límite superior)	0,25	0,25	0	0,0	0,0
Líbor 3 meses	0,12	0,15	-3	-11,9	-13,1
Líbor 12 meses	0,24	0,25	-1	-10,7	-19,8
Deuda pública a 1 año	0,06	0,07	0	-4,1	-5,3
Deuda pública a 2 años	0,21	0,25	-4	8,8	7,8
Deuda pública a 10 años	1,31	1,47	-16	39,6	64,0

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

	31-agosto	30-junio	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2021 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	45	47	-2	-2,8	-7,0
Itraxx Financiero Sénior	52	55	-2	-7,0	-6,3
Itraxx Financiero Subordinado	100	103	-3	-10,7	-24,7

**Tipos de cambio**

	31-agosto	30-junio	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2021 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,181	1,186	-0,4	-3,3	-0,9
EUR/JPY (yenes por euro)	129,920	131,750	-1,4	3,0	2,9
EUR/GBP (libras por euro)	0,859	0,857	0,2	-3,9	-3,5
USD/JPY (yenes por dólar)	110,020	111,110	-1,0	6,6	3,8

**Materias primas**

	31-agosto	30-junio	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2021 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	559,6	556,0	0,7	26,1	42,0
Brent (\$/barril)	73,0	75,1	-2,8	40,9	60,1
Oro (\$/onza)	1.813,6	1.770,1	2,5	-4,5	-7,9

**Renta variable**

	31-agosto	30-junio	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2021 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	4.522,7	4.297,5	5,2	20,4	28,2
Eurostoxx 50 (eurozona)	4.196,4	4.064,3	3,3	18,1	28,0
Ibex 35 (España)	8.846,6	8.821,2	0,3	9,6	27,2
PSI 20 (Portugal)	5.417,1	5.035,0	7,6	10,6	25,8
Nikkei 225 (Japón)	28.089,5	28.791,5	-2,4	2,4	21,4
MSCI emergentes	1.308,7	1.374,6	-4,8	1,3	16,8

## Economía internacional: la «normalización» va por barrios

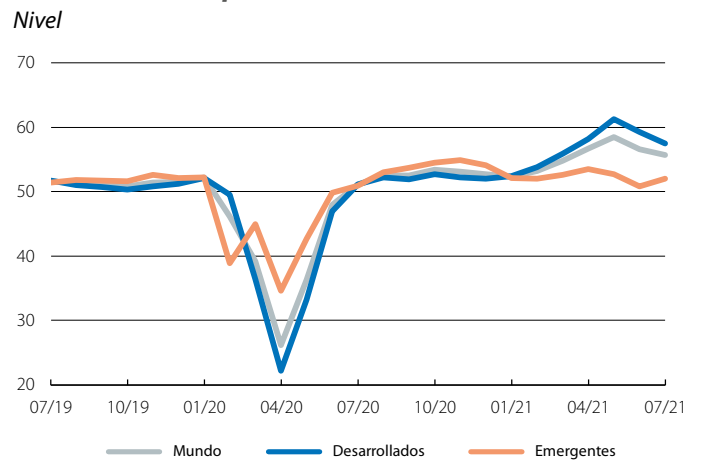
**Una recuperación desigual en marcha.** A la vuelta del verano la visión sobre las perspectivas macroeconómicas globales se ha clarificado, al disponer tanto de los datos de crecimiento del 2T como de indicadores de actividad que alcanzan ya hasta agosto. Si se tuviese que resumir en un concepto lo que está sucediendo, el sustantivo a utilizar es «normalización». Es decir, a lo que estamos asistiendo es a un progresivo movimiento hacia zonas del ciclo económico paulatinamente menos afectadas por la COVID-19 en muchas economías. Menos afectadas no significa en absoluto sin impacto (los coletazos de la variante Delta todavía están entre nosotros). Como tampoco implica que la posición hacia la ansiada «normalización» sea la misma para todos los países. En términos generales, China y, a distancia, EE. UU. están avanzados en este recorrido, y por ello los datos de menor ritmo de actividad ultimísimos hay que entenderlos en esta clave (aunque ciertamente también afectados en parte por los mencionados coletazos de la variante Delta y las correspondientes restricciones). Por su parte, en otras economías, en particular en Europa, se está en fases más retardadas de la recuperación y, por tanto, más iniciales de esta «normalización».

**Hacia un 2022 menos atípico.** Las tendencias anteriores tienen visos de continuidad y, con la progresión de la vacunación mediante y en ausencia de nuevas variantes de la pandemia que escapen al efecto de las vacunas, lo que se espera es ir basculando hacia un 2022 con un ritmo de actividad mundial aún históricamente elevado, pero ya no con las oscilaciones de 2020 y 2021. En ese sentido, las previsiones más recientes del FMI, similares a las que manejan el conjunto de los analistas, apuntan a un crecimiento mundial algo inferior al 5% en 2022 (6,0% previsto para 2021), con los avanzados cercanos al 4,5% y los emergentes por encima del 5%. También se espera que las disrupciones de oferta, en particular las disrupciones en las cadenas globales de aprovisionamiento, que están presionando con intensidad a la inflación en prácticamente todas las economías, vayan remitiendo y se confirme que el *shock* de precios tiene el carácter temporal previsto por los bancos centrales y los analistas macroeconómicos.

### ESTADOS UNIDOS

**La actividad de EE. UU. ya se sitúa por encima de los niveles pre-COVID.** La forma quizás más sintética de valorar el tránsito hacia la «normalización» de la actividad es la distancia respecto al nivel de PIB prepandémico. En ese sentido, y tras crecer un 1,6% intertrimestral en el 2T, la primera gran economía avanzada que ha alcanzado este hito es la estadounidense. Aunque la tasa de avance fue algo menor de lo previsto, es robusta y refleja con claridad los efectos del paquete fiscal aprobado a mediados de marzo (1,9 billones de dólares) y la reapertura de la eco-

### Mundo: PMI compuesto



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

### Previsiones de crecimiento del FMI

Julio de 2021

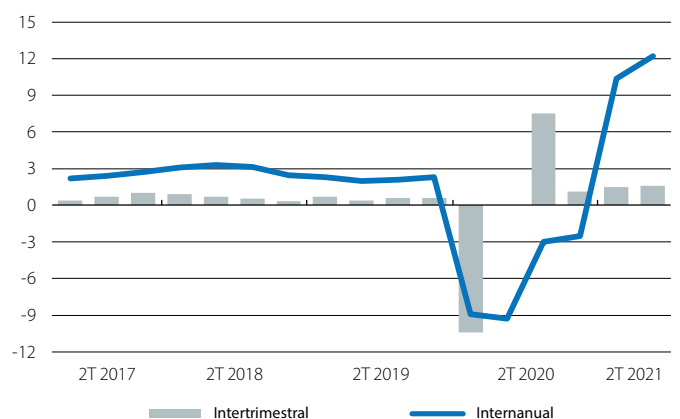
	2020	2021	2022	Acumulado 2020-2022
<b>Economía mundial</b>	-3,3	6,0 =	4,9 ↑	7,6
<b>Economías avanzadas</b>	-4,7	5,6 ↑	4,4 ↑	5,1
EE. UU.	-3,5	7,0 ↑	4,9 ↑	8,3
Eurozona	-6,7	4,6 ↑	4,3 ↑	1,8
Alemania	-5,1	3,6 =	4,1 ↑	2,3
Francia	-8,2	5,8 =	4,2 =	1,2
Italia	-8,9	4,9 ↑	4,2 ↑	-0,5
Japón	-4,7	2,8 ↓	3,0 ↑	0,9
Reino Unido	-9,8	7,0 ↑	4,8 ↓	1,1
<b>Economías emergentes y en desarrollo</b>	-2,2	6,3 ↓	5,2 ↑	9,4
China	2,3	8,1 ↓	5,7 ↑	16,9
India	-7,3	9,5 ↓	8,5 ↑	10,1
Brasil	-4,1	5,3 ↑	1,9 ↓	2,9
México	-8,3	6,3 ↑	4,2 ↑	1,6
Rusia	-3	4,4 ↑	3,1 ↓	4,4

**Notas:** Las flechas (ascendentes o descendentes) indican si se ha revisado (al alza o a la baja) respecto a las anteriores previsiones del FMI. El crecimiento de la India es el del año fiscal, y no el natural como en el resto de países.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de las previsiones de julio de 2021 del FMI.

### EE. UU.: PIB

Variación (%)



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

nomía. A corto plazo, el segundo elemento va a seguir siendo crucial, mientras cabe esperar poco impulso adicional desde la política económica (siempre teniendo en cuenta que lo que está activo en las dimensiones fiscales y monetarias sigue siendo excepcionalmente alto).

**Mientras los planes fiscales se van materializando, se va hacia una nueva etapa de la política monetaria.** Por lo que se refiere a la política fiscal, como se ha dicho, no se esperan cambios a corto plazo, aunque en una perspectiva temporal más amplia, el activismo fiscal no decae. En septiembre, el Congreso aprobará un nuevo paquete de medidas destinadas a mejorar las infraestructuras clásicas del país. Aunque la cantidad que se baraja es pequeña (equivale anualmente a un 0,26% del PIB de 2020), se trata del primer acuerdo sobre las propuestas presentadas por la Administración Biden en primavera (el *American Jobs Plan*, que versa sobre infraestructuras, y el *American Family Plan*, que tiene un enfoque social). En el ámbito de la política monetaria, los fuertes datos del mercado laboral (creación de 943.000 empleos en julio) y de inflación (5,4%) abren la puerta a que la Fed anuncie que comienza a reducir las compras netas de deuda (el *tapering*) antes de que finalice el año ([véase la sección de Mercados Financieros](#)).

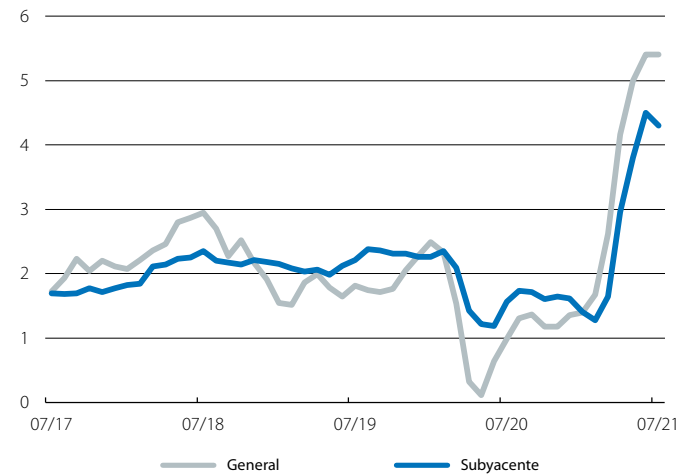
**EUROZONA**

**La progresiva reapertura y el dinamismo en la vacunación impulsan el crecimiento de la eurozona.** El PIB del conjunto de la región aumentó un extraordinario 2,0% intertrimestral y un 13,7% interanual en el 2T 2021 (superando las previsiones que se manejaban). Ello situó el PIB de la región en torno a un 3,0% por debajo de su nivel prepandemia. Todos los grandes países se reactivaron con fuerza, sobre todo los del sur: Alemania (1,6% intertrimestral vs. -2,0% en el 1T), Francia (1,1% vs. 0%), Italia (2,7% vs. 0,2%) y España (2,8% vs. -0,4%). Además, las encuestas confirman que este dinamismo de la eurozona se mantiene en el inicio del 3T: el índice de sentimiento de la Comisión Europea alcanzó nuevos máximos históricos (119,0 vs. 117,9) en julio y el indicador PMI de Markit también ratificó el buen pulso de la actividad hasta agosto.

**No obstante, la incertidumbre sigue siendo elevada.** La expansión de la variante Delta ya ha provocado pasos atrás en la reapertura (como atestigua, por ejemplo, el retroceso del indicador IFO de Alemania de agosto). Con todo, sus efectos en la actividad deberían ser mucho menores que en anteriores oleadas (por la adaptación de los agentes y por la fuerte penetración de las vacunas, con cerca del 65% de la población ya vacunada). En balance, es probable que el crecimiento en la región esté cerca de tocar techo y cabe esperar una cierta «normalización» en los meses finales del año hacia ritmos de avance más moderados pero aún elevados. En concreto, estimamos un crecimiento del 4,7% en el cómputo anual de 2021 y del 4,9% en 2022. Son cifras, además, que se van a ver apoyadas por los primeros reembolsos del NGEU (los llamados desembolsos pre-

**EE. UU.: IPC**

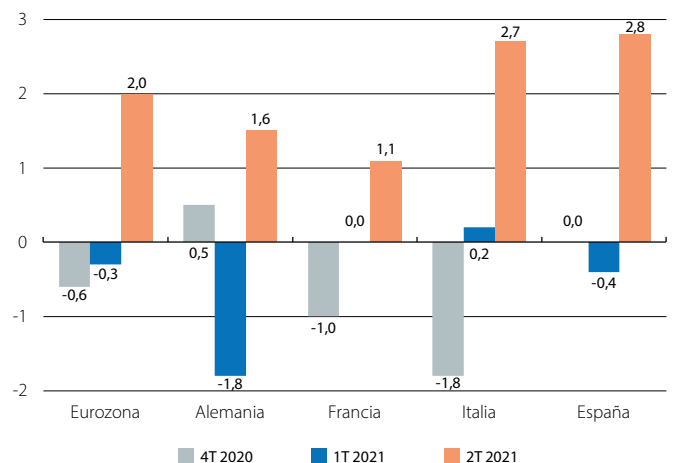
Variación interanual (%)



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

**Eurozona: evolución del PIB**

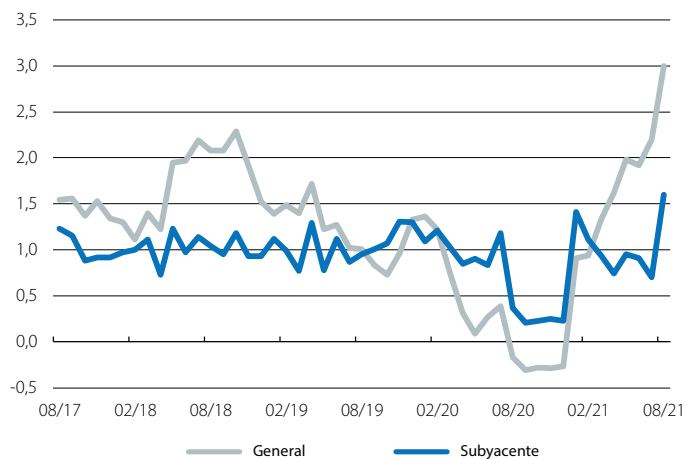
Variación intertrimestral (%)



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

**Eurozona: IPC \***

Variación interanual (%)



Nota: \* Los datos se corresponden al IPCA. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

financieros, que se cifran en el 13% del NGEU y que ya han llegado a Francia, Italia, España y Portugal, entre otros países). En este contexto, la inflación en la eurozona ha rebotado (3,0% en agosto vs. 0,9% en enero). La inflación seguirá volátil en lo que queda de año. Con todo, el rebote refleja factores transitorios (efectos de calendario, reajustes del IVA, petróleo) que se desvanecerán en 2022.

## EMERGENTES

**China, en la zona madura de la «normalización».** En el 2T el PIB creció un notable 7,9% interanual (en términos intertrimestrales, el avance fue del +1,3%). Son cifras algo mejores de lo previsto y que atestiguan que la tendencia de fondo de la economía es de crecimiento sólido. En este contexto, quizás haya sorprendido que los indicadores más recientes de actividad industrial, sentimiento económico y exportaciones sugieren una cierta ralentización en este 3T. Sin embargo, y en línea con lo comentado al inicio, cabe entenderlo más como un movimiento coherente con la transición hacia tasas de crecimiento más comedidas (aderezado, eso sí, con pequeños *shocks* episódicos de la pandemia en algunas zonas), que como un cambio de tendencia. Esta evolución globalmente positiva deja un amplio margen de maniobra para relajar los estímulos públicos, continuar con la «limpieza» de las deudas de baja calidad que, tras el paréntesis acontecido durante la pandemia, se reemprendió en el 4T 2020, y avanzar en la modernización del marco regulatorio de las *big tech* (giro que hay que reconocer que ha sido recibido con dudas en los mercados).

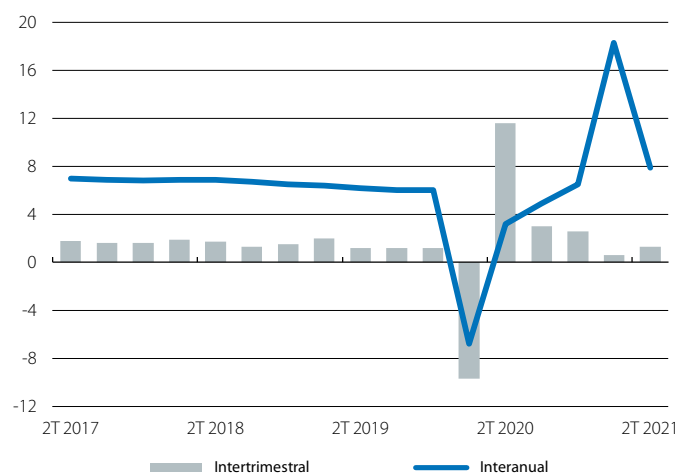
**El resto de emergentes, a la cola de la «normalización».** A diferencia de China, otras economías emergentes de referencia, aunque progresan adecuadamente, todavía están distantes de cubrir el agujero de PIB que la pandemia abrió. Con todo, cabe reconocer que las cifras del 2T han sido buenas. Concretamente, en la India el PIB pasó de crecer un mínimo 1,6% interanual en el 1T 2021 al 20,1% en el 2T 2021, una cifra que, aunque está afectada por el efecto de base, también refleja un impacto final de la variante Delta menor de lo temido. Turquía, por su parte, cuyo PIB había crecido un 7,2% interanual en el 1T, registró un avance del 21,7% en el 2T. Como en el caso del país asiático, la recuperación turca fue suficientemente intensa para paliar las restricciones que se impusieron en parte del trimestre (confinamiento de tres semanas). Finalmente, el PIB de Brasil creció en dicho 2T un 12,4% interanual, en clara mejoría con el -1,0% del trimestre precedente. Las perspectivas para los próximos trimestres son razonablemente positivas para los tres países, pero en el caso de Brasil preocupa el aumento de confrontación institucional y en el de Turquía, la inflación excesiva (18,9% en julio).

### Alemania: indicador IFO de actividad empresarial Índice (100 = 2015)



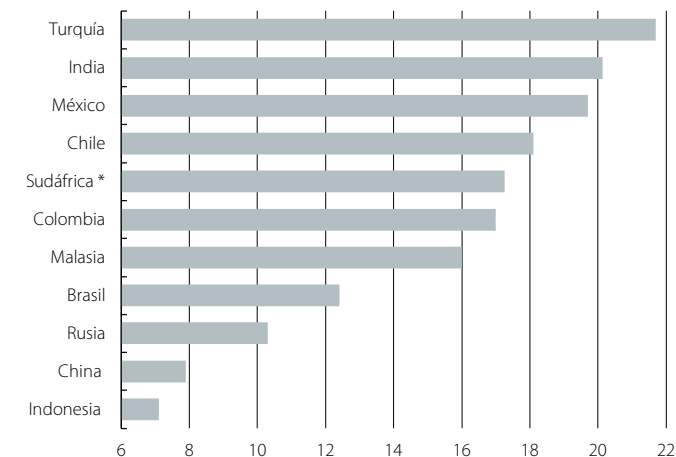
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ifo Institute for Economic Research.

### China: PIB Variación (%)



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

### Emergentes: PIB del 2T 2021 Variación interanual (%)



Nota: \* Previsiones.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de institutos nacionales de estadística y previsiones propias.



## El repunte de los precios de las materias primas y su impacto en la inflación

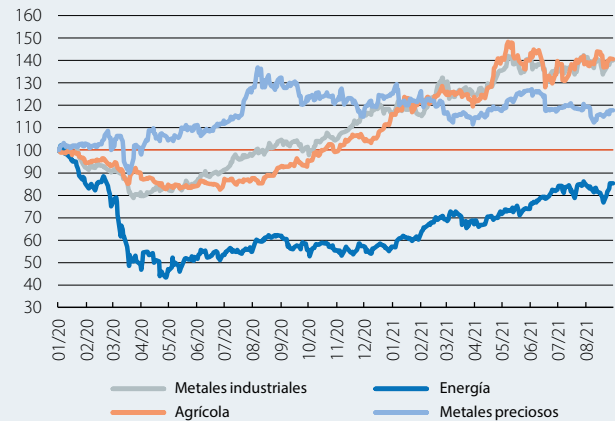
La recuperación de la economía mundial tras el *shock* de la pandemia, en un contexto de abundancia de liquidez financiera y una política fiscal muy expansiva en los principales países desarrollados, ha favorecido el ascenso de los precios de las materias primas. En los dos primeros trimestres del año, la revalorización del índice general de precios de *commodities* de Bloomberg ha superado el 20%, en gran medida gracias al avance de los precios de la energía (44,5%), seguidos por la menor, aunque no por ello menos importante, escalada de los bienes agrícolas (20,5%) y de los metales industriales (17,6%).

Hace unos meses ya analizamos las fuerzas detrás del rebote de los precios de las materias primas.<sup>1</sup> Los principales mensajes siguen vigentes: el *rally* se debe a una combinación de factores de demanda (reapertura económica, con la reactivación especialmente fuerte de la industria), de oferta (disminución de los inventarios) y de elementos financieros (incremento del apetito por el riesgo y depreciación del dólar). En el contexto actual, donde la reactivación económica coexiste con el aumento de las presiones inflacionistas, nos preguntamos: ¿cómo se ven afectados los precios de los bienes finales de consumo por el encarecimiento de las materias primas? y ¿cómo impacta en los países desarrollados y en los emergentes?

En las economías avanzadas, los alimentos y la energía habitualmente tienen un peso relativamente contenido en las cestas de consumo.<sup>2</sup> Sin embargo, los movimientos de los precios energéticos y alimentarios son más erráticos que en el resto de las partidas y, debido a esta volatilidad, se acostumbran a excluir cuando se quieren medir las tendencias de fondo en los precios de estas economías. Por la misma razón, estas fluctuaciones no acostumbran a influir decisivamente sobre las expectativas de inflación a medio plazo y esto es lo que ha sucedido en los últimos meses, en los que el repunte de dichas expectativas ha sido modesto (véase el segundo gráfico).<sup>3</sup> A ello también ha contribuido la credibilidad y la política de comunicación de las autoridades monetarias de ambas regiones, que favorecen el anclaje de las expectativas de inflación a medio plazo.

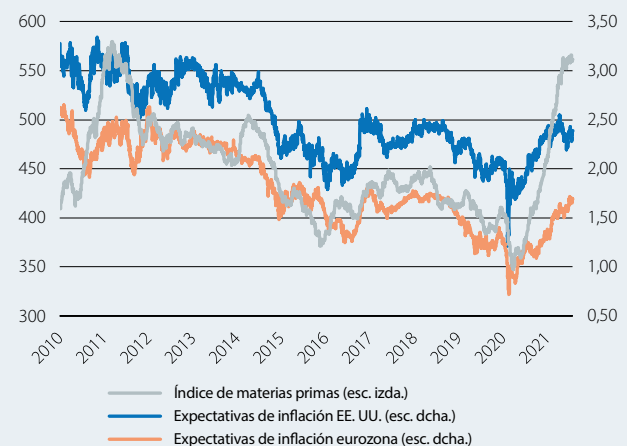
Más allá del impacto directo de las materias primas en las cestas de precios al consumo, también es importante eva-

**Índice de precios de las materias primas**  
(100= enero 2020)



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

**Expectativas de inflación y materias primas**  
Índice (%)



Nota: Las expectativas de inflación están representadas por el forward de inflación a 5 años en 5 años.

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

luar los posibles efectos indirectos. Por ejemplo, el petróleo no solo encarece el precio de la gasolina que pagan directamente los consumidores, sino que también eleva los costes de producción de las empresas, algo que termina repercutiendo sobre los precios finales de los bienes y servicios producidos. Así, es necesario tener en cuenta la contribución del coste de las materias primas sobre el valor añadido de los bienes y servicios de consumo final. En las economías desarrolladas, esta aportación es reducida, y se sitúa entre el 4% y el 8% (véase el tercer gráfico), en parte por la prevalencia del sector servicios en sus estructuras económicas. Por el contrario, en el caso de los países emergentes, donde sus modelos productivos y de consumo son más intensivos en el uso de productos básicos, la situación es bien distinta y encontramos que, por

1. Véase el Focus «[Materias primas: el resurgir de un mercado en medio de la recesión global](#)» en el IM02/2021.

2. Por ejemplo, en el IPC de EE. UU., la energía representa un 7% de la cesta y la alimentación casi un 15%. En la eurozona, los pesos son algo más elevados (10% energía y 20% alimentación).

3. Además, buena parte del comovimiento que se observa en el gráfico se debe a otros factores. Por ejemplo, desde mediados de 2020 la reapertura económica favoreció tanto un rebote en los precios de las materias primas como una recuperación de las expectativas de inflación.

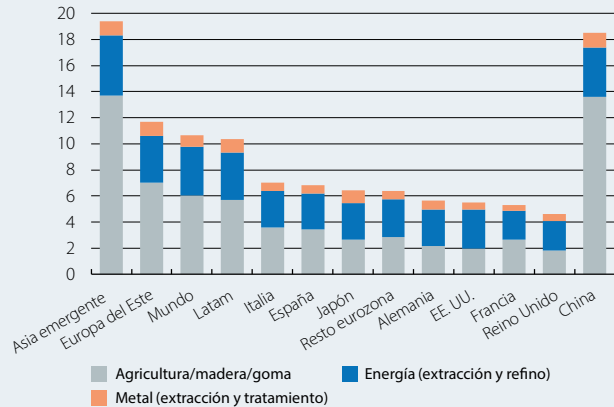
ejemplo, Asia emergente está más expuesta a los precios de las *commodities* que la eurozona o EE. UU.

Además, también se da la particularidad de que en los países emergentes la energía y la alimentación tienen una ponderación más elevada en las cestas de precios al consumo que en las economías desarrolladas. En concreto, los alimentos representan más del 25% en Brasil y Turquía, en Rusia llegan a suponer el 36% del total de la cesta y en la India rozan el 40%. Es decir, los países emergentes suelen ser más vulnerables a los repuntes de los precios de los alimentos y, consecuentemente, el encarecimiento de estos bienes afecta de manera más directa a la inflación general que a las economías desarrolladas.

La subida de los precios de los bienes agrícolas (principalmente de maíz, trigo, soja y ganado), que se produjo durante el 2T de este año, estuvo vinculada a obstáculos de la oferta de carácter transitorio (como sequías, plagas de insectos y enfermedades del ganado), pero puso de manifiesto la sensibilidad de muchos de los países emergentes a la inflación de los alimentos y a los riesgos que podrían aflorar ante un incremento sostenido de los precios. De una parte, el alza de la inflación, y en concreto de los precios de los bienes de primera necesidad, supone un duro varapalo a la renta disponible de los consumidores de muchos de estos países (ya de por sí bajas), e incluso en algunos casos alimenta el riesgo de descontento social, como ocurrió en la Primavera Árabe (2010-2012). De otra, las autoridades monetarias de estas economías no gozan de la misma credibilidad que la Fed o el BCE entre los inversores, por lo que se pueden ver más fácilmente forzadas a actuar.

La naturaleza de los desequilibrios observados en la oferta de varias de estas materias primas responde a condiciones transitorias, por lo que su efecto debería desvanecerse y, por sí solo, no debería ser un argumento suficiente para el giro en las condiciones monetarias de muchos países emergentes. Sin embargo, desde comienzos de año un tercio de los emergentes presenta tasas de inflación superiores a las previstas por sus bancos centrales (como

**Contribución de las materias primas en el valor añadido de bienes y servicios de consumo final (%)**



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE y Capital Economics.

es el caso de Turquía, Rusia, Brasil, México, Nigeria, Hungría y Polonia), y en muchos casos están adicionalmente abultadas por la debilidad del tipo de cambio de sus divisas. Es en estas circunstancias cuando nuevos episodios de fuertes repuntes en los precios de las materias primas, sobre todo en las agrícolas, pueden desencadenar, además del encarecimiento de los precios al consumo, una dinámica de endurecimiento de las condiciones financieras de manera precipitada que entorpezca la recuperación económica.

Beatriz Villafranca

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

## ESTADOS UNIDOS

	2019	2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	06/21	07/21	08/21
<b>Actividad</b>									
PIB real	2,3	-3,4	-2,9	-2,3	0,5	12,2	-	-	-
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	4,0	2,1	5,4	4,7	11,9	26,1	16,6	13,8	...
Confianza del consumidor (valor)	128,3	101,0	93,1	93,8	99,1	122,1	128,9	125,1	113,8
Producción industrial	-0,8	-7,2	-6,7	-4,3	-1,6	14,6	9,9	6,6	...
Índice de actividad manufacturera (ISM) (valor)	51,2	52,5	55,0	59,0	61,4	60,8	60,6	59,5	59,9
Viviendas iniciadas (miles)	1.295	1.396	1.440	1.575	1.599	1.586	1.650	1.534	...
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano (valor)	217	228	229	239	249	262	267	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	3,7	8,1	8,8	6,8	6,2	5,9	5,9	5,4	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	60,8	56,8	56,1	57,4	57,6	58,0	58,0	58,4	...
Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)	-2,7	-3,2	-2,9	-3,2	-3,6	-3,7	-3,7	...	...
<b>Precios</b>									
Inflación general	1,8	1,2	1,2	1,2	1,9	4,8	5,4	5,4	...
Inflación subyacente	2,2	1,7	1,7	1,6	1,4	3,7	4,5	4,3	...

## JAPÓN

	2019	2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	06/21	07/21	08/21
<b>Actividad</b>									
PIB real	0,0	-4,7	-5,5	-0,9	-1,3	7,6	-	-	-
Confianza del consumidor (valor)	38,9	31,1	30,5	33,0	33,3	35,4	37,4	37,5	36,7
Producción industrial	-2,7	-10,6	-12,7	-4,2	-1,5	19,9	23,0	13,3	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	6,0	-19,8	-27,0	-10,0	5,0	14,0	-	-	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	2,4	2,8	3,0	3,0	2,8	2,9	2,9	2,8	...
Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)	-0,3	0,1	-0,3	0,1	0,3	...	0,7	0,9	...
<b>Precios</b>									
Inflación general	0,5	0,0	0,0	-0,9	-0,5	-0,7	-0,4	-0,3	...
Inflación subyacente	0,6	0,2	0,1	-0,4	0,0	-0,9	-0,8	-0,6	...

## CHINA

	2019	2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	06/21	07/21	08/21
<b>Actividad</b>									
PIB real	6,0	2,3	4,9	6,5	18,3	7,9	-	-	-
Ventas al por menor	8,1	-2,9	0,9	4,6	34,0	14,1	12,1	8,5	...
Producción industrial	5,8	3,4	5,8	7,1	24,6	9,0	8,3	6,4	...
PMI manufacturas (oficial)	49,7	49,9	51,2	51,8	51,3	51,0	50,9	50,4	50,1
<b>Sector exterior</b>									
Balanza comercial <sup>1,2</sup>	421	527	444	525	623	611	611	607	...
Exportaciones	0,5	3,6	8,4	16,6	48,9	30,7	32,2	19,3	...
Importaciones	-2,7	-0,7	3,7	5,6	29,0	43,4	36,7	28,1	...
<b>Precios</b>									
Inflación general	2,9	2,5	2,3	0,1	0,0	1,1	1,1	1,0	...
Tipo de interés de referencia <sup>3</sup>	4,2	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Renminbi por dólar	6,9	6,9	6,9	6,6	6,5	6,5	6,4	6,5	6,5

Notas: 1. Saldo acumulado durante los últimos 12 meses. 2. Miles de millones de dólares. 3. Final del periodo.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Reserva Federal, Standard &amp; Poor's, ISM, Departamento de Comunicaciones de Japón, Banco de Japón, Oficina Nacional de Estadística china y Refinitiv.

## EUROZONA

## Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2019	2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	06/21	07/21	08/21
Ventas al por menor (variación interanual)	2,4	-0,9	2,5	1,6	2,5	12,3	5,0	...	...
Producción industrial (variación interanual)	-1,3	-8,6	-6,9	-1,4	3,5	23,3	9,7	...	...
Confianza del consumidor	-7,0	-14,3	-14,4	-15,6	-13,7	-5,5	-3,3	-4,4	-5,3
Sentimiento económico	103,7	88,2	88,5	91,4	95,3	114,3	117,9	119,0	117,5
PMI manufacturas	47,4	48,6	52,4	54,6	58,4	63,1	63,4	62,8	...
PMI servicios	52,7	42,5	51,1	45,0	46,9	54,7	58,3	59,8	...
<b>Mercado de trabajo</b>									
Empleo (personas) (variación interanual)	1,2	-1,6	-2,1	-1,8	-1,9	...	-	-	...
<b>Tasa de paro (% pobl. activa)</b>	7,6	7,9	8,5	8,2	8,1	8,0	7,8	7,6	...
Alemania (% pobl. activa)	3,2	3,9	4,1	4,1	3,9	3,7	3,7	3,6	...
Francia (% pobl. activa)	8,4	8,0	8,9	8,0	8,0	8,2	8,0	7,9	...
Italia (% pobl. activa)	10,0	9,3	10,0	9,8	10,1	9,8	9,4	9,3	...
<b>PIB real (variación interanual)</b>	1,4	-6,5	-4,0	-4,6	-1,3	13,6	-	-	-
Alemania (variación interanual)	1,1	-4,9	-3,7	-2,9	-3,1	9,4	-	-	-
Francia (variación interanual)	1,8	-8,0	-3,6	-4,3	1,5	18,7	-	-	-
Italia (variación interanual)	0,3	-8,9	-5,2	-6,5	-0,7	17,3	-	-	-

## Precios

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

	2019	2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	06/21	07/21	08/21
General	1,2	0,3	0,0	-0,3	1,1	1,8	1,9	2,2	3,0
Subyacente	1,0	0,7	0,6	0,2	1,2	0,9	0,9	0,7	1,6

## Sector exterior

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

	2019	2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	06/21	07/21	08/21
<b>Saldo corriente</b>	2,5	2,3	2,2	2,3	2,7	2,8	2,9	...	...
Alemania	7,4	7,0	6,8	7,0	7,1	7,3	7,5	...	...
Francia	-0,3	-1,9	-1,5	-1,9	-1,7	-1,6	-1,4	...	...
Italia	3,2	3,5	3,4	3,5	3,5	3,9	3,9	...	...
<b>Tipo de cambio efectivo nominal<sup>1</sup> (valor)</b>	92,3	93,8	95,4	95,5	95,3	94,9	94,5	94,2	93,9

## Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2019	2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	06/21	07/21	08/21
<b>Financiación del sector privado</b>									
Crédito a sociedades no financieras <sup>2</sup>	3,8	6,3	7,1	7,0	6,4	2,3	1,8	1,7	...
Crédito a hogares <sup>2,3</sup>	3,4	3,2	3,1	3,2	3,1	3,9	4,0	4,2	...
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras <sup>4</sup> (%)	1,2	1,2	1,3	1,3	1,1	1,2	1,2	1,3	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda <sup>5</sup> (%)	1,5	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,4	...
<b>Depósitos</b>									
Depósitos a la vista	8,0	12,9	14,1	15,2	16,1	12,3	12,2	11,3	...
Otros depósitos a corto plazo	0,3	0,6	1,0	1,4	1,0	-0,6	-1,4	-1,8	...
Instrumentos negociables	-1,9	9,6	10,2	17,5	12,6	9,9	8,6	7,7	...
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	...

**Notas:** 1. Ponderado por el flujo de comercio exterior. Valores mayores significan apreciación de la moneda. 2. Datos ajustados de ventas y titulaciones. 3. Incluyen las ISFLSH. 4. Créditos de más de un millón de euros a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial. 5. Préstamos a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, Banco Central Europeo, Comisión Europea, organismos nacionales de estadística y Markit.

## Las vacunas limitan el impacto de la variante Delta en España

**La actividad mantiene la senda de recuperación en el primer tramo del segundo semestre a pesar del auge de los contagios.**

Apenas terminaba el primer semestre y cerrábamos estas mismas líneas del informe de julio, se confirmaron las malas noticias en el ámbito epidemiológico: el potencial contagioso de la variante Delta del coronavirus, junto con la relajación de restricciones a la actividad y medidas de precaución individuales, se trasladó a un repunte de contagios vertiginoso. En un mes, la incidencia acumulada de 14 días se multiplicó por 7, de 100 a 700. Sin embargo, el rápido avance de la vacunación ha evitado males mayores y ha logrado contener la presión hospitalaria y la mortalidad muy por debajo de las primeras olas de la pandemia, sin necesidad de implementar nuevas restricciones de calado. Los notables avances en el proceso de vacunación, con un ritmo medio semanal por encima de las 6.000 inoculaciones por 100.000 habitantes a lo largo de la temporada estival, han permitido llegar a finales de agosto con cerca del 70% de la población inmunizada.

**La recuperación se consolida en verano tras el fuerte repunte de actividad del 2T.**

Tras un estancamiento de la recuperación en los dos trimestres anteriores, a raíz de la segunda y tercera olas de la pandemia, el PIB avanzó un robusto 2,8% intertrimestral en el 2T, lo que situó a la economía un 6,8% por debajo de su nivel precrisis. A medida que se levantaron las restricciones a la actividad y se avanzó en la vacunación, el consumo privado comenzó a recuperarse intensamente, con un crecimiento del 6,6% intertrimestral en el 2T, reduciendo su distancia respecto al nivel del 4T 2019 al 4,0%. Por otro lado, el crecimiento más moderado de la inversión (un 1,5% intertrimestral) y la recuperación de las importaciones ralentizaron el ritmo de recuperación. Los indicadores de actividad disponibles señalan que esta recuperación se ha reforzado en el 3T: en julio y agosto, los índices de sentimiento PMI de manufacturas y de servicios se mantienen marcadamente por encima de los 50 puntos que delimitan la contracción de la expansión, señalando la robustez de la recuperación económica en curso. El indicador de consumo de CaixaBank registró una subida del 6% en julio y del 13% en agosto, apoyado en una evolución sobresaliente del gasto con tarjetas extranjeras (-34% y -19% en julio y agosto, respectivamente, frente a un -57% en el 2T, con respecto al mismo periodo de 2019). Tras el buen dato del PIB del 2T y la fortaleza que presentan los indicadores del 3T, revisamos al alza el crecimiento del PIB de 2021 hasta el 6,3%.

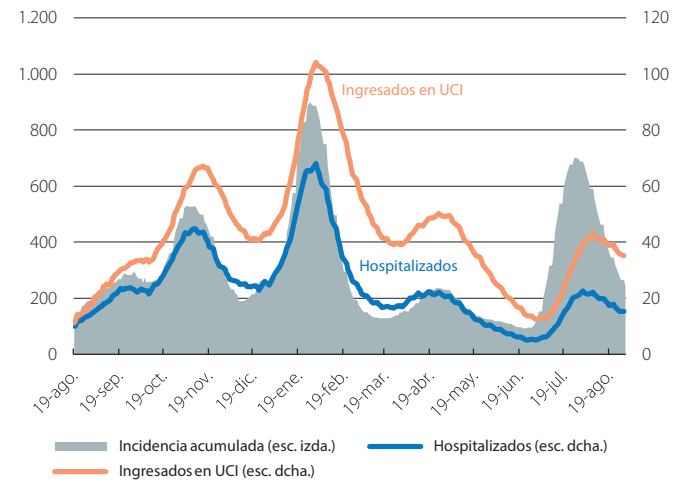
**La recuperación del mercado laboral prosigue y se va acercando a niveles prepandemia.**

La afiliación cayó en agosto en 118.004 personas, pero hay que tener en cuenta que se trata de un mes en el que suele haber destrucción del empleo que se contrata en los meses anteriores para la temporada estival. Corrigiendo la estacionalidad, se produce un aumento de la afiliación de 76.541 personas, tratándose del cuarto mes consecutivo con avances del empleo. La cifra de afiliados desestacionalizada se eleva así a 19.477.505, prácticamente el nivel de febrero de 2020. A ello hay que añadir la reducción de los trabajadores afectados por ERTE que se viene produciendo desde marzo, y que al finalizar agosto habían descendido hasta 272.190 personas. De esta forma, la cifra de afiliados desestacionalizada neta de ERTE ape-

### España: incidencia y presión hospitalaria

(Incidencia acumulada de 14 días)

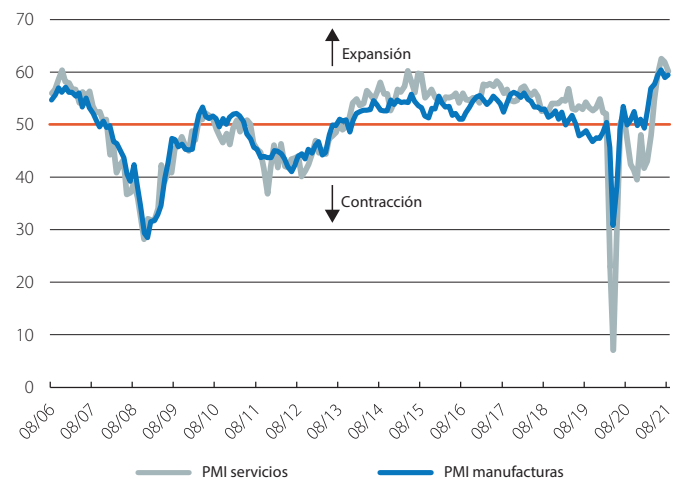
Por 100.000 hab.  
Por millón de hab.



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Sanidad.

### España: indicadores de actividad

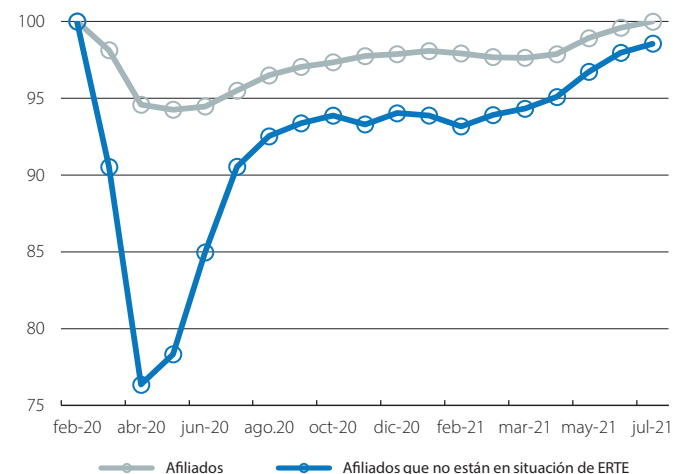
Nivel



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

### España: afiliados

Media mensual (100 = febrero 2020)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de MITRAMISS.

nas se encuentra en 280.000 personas por debajo de los niveles previos a la pandemia (febrero de 2020) y en lo que va de 3T anota un crecimiento del 3% respecto al trimestre precedente, lo que apuntaría a una intensificación de la recuperación del PIB.

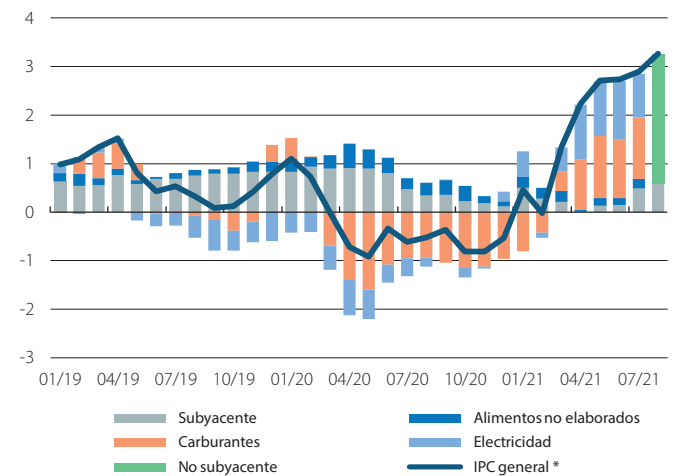
**La inflación, impactada por factores temporales.** El IPC registró una variación interanual del 2,9% en julio y del 3,3% en agosto. En un entorno inflacionista en máximos desde 2012, la inflación subyacente empieza también a despertarse, escalando unos 0,5 p. p. entre junio y agosto hasta el 0,7%, de la mano del repunte de precios de los servicios, en particular en la hostelería. El repunte del índice de precios en los primeros ocho meses del año ha procedido especialmente del aumento de los precios de la energía, en particular de la electricidad. El precio promedio diario de la electricidad en el mercado mayorista llegó a 58,6 euros en el primer semestre (frente a un promedio de 47,7 euros en 2019) y 99,2 euros en julio y agosto, por lo que no se pueden descartar nuevas sorpresas al alza en el componente energético. Ante el aumento más persistente de lo esperado de los precios de la electricidad, revisamos la previsión de la inflación en 2021 al alza hasta el 2,4%. De cara a los próximos meses, la clave reside en el comportamiento de la inflación subyacente a medida que la economía sube de marcha.

**El saldo exterior, afectado por el hundimiento del turismo, pero con buenas perspectivas.** El saldo por cuenta corriente se situó en los 6.817 millones de euros en junio de 2021, un 0,6% del PIB, frente a los 17.610 millones de euros en junio de 2020 (o 1,5% del PIB). Aunque el saldo de bienes se ha ubicado en terreno ampliamente positivo con respecto a 2020, así como el saldo de rentas, estas contribuciones no han podido compensar el deterioro del saldo de servicios, con particular énfasis para el desplome del turismo, que restó unos 23.900 millones de euros al saldo corriente a lo largo del último año. Sin embargo, tras una primera mitad de año todavía muy débil para el sector turístico, con una caída del gasto turístico internacional del 86% entre enero y junio con respecto al mismo periodo de 2019, las perspectivas para los meses de verano mejoran significativamente. Algunos datos más recientes que disponemos para julio indican que las pernoctaciones hoteleras se sitúan un 39% por debajo de las de julio de 2019 (-62% en junio), sostenidas por una robusta recuperación tanto de los viajeros residentes a niveles de julio de 2019 (-23% en junio) como de los turistas procedentes de la UE (-45% frente al -68% de junio). Los datos internos de CaixaBank de pagos con tarjeta muestran también fuertes avances del gasto turístico tanto en julio como en agosto.

**Las finanzas públicas, contagiadas por la pandemia mientras el déficit comienza a corregirse.** La intervención sin precedentes del Estado para proteger a las familias y empresas de los más devastadores efectos económicos de la pandemia sigue teniendo su reflejo en la situación de las finanzas públicas, de forma que la deuda de las Administraciones públicas alcanzó en junio los 1.426 millones de euros (+10,4% interanual), el 122,1%. No obstante, comienza a apreciarse una corrección del déficit público, y en el primer semestre el Estado registró un déficit del 3,0% del PIB, lo que representa una mejora de 1,3 p. p. con respecto a 2020. Este resultado se debe esencialmente a un robusto crecimiento del 15% de los ingresos tributarios, con respecto al año anterior, frente al comportamiento de los gastos, que decrecen un 0,1%. Aunque la pandemia siga afectando la dinámica de la deuda pública, se prevé que el coste de la deuda se conserve en niveles bajos, favorecido por la política monetaria acomodaticia del BCE.

**España: evolución del IPC**

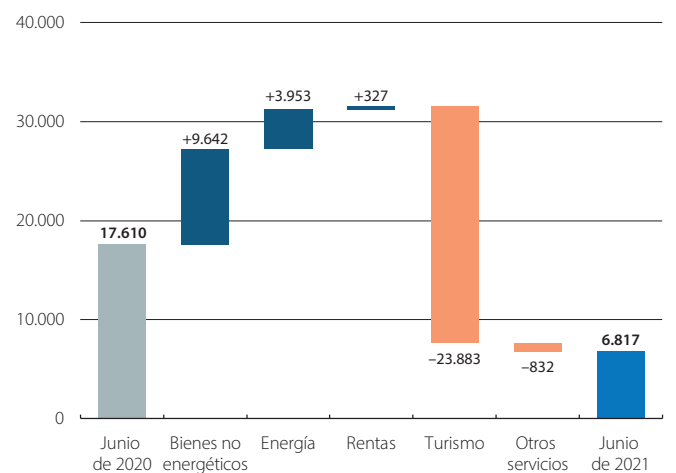
Contribución a la variación interanual (p. p.)



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

**España: evolución de la cuenta corriente**

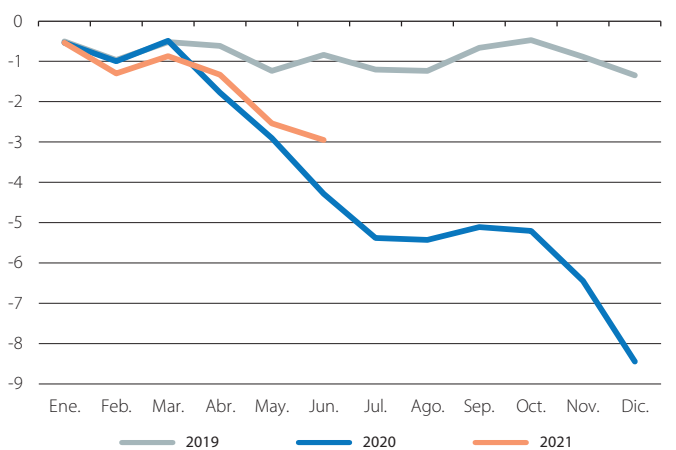
Acumulados de 12 meses (millones de euros)



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

**España: capacidad/necesidad de financiación del Estado**

(% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la IGAE.

## Demanda embalsada: una de las principales palancas de la recuperación económica

Las familias españolas acumularon un elevado ahorro en 2020 en el contexto de la pandemia de la COVID-19. Dicho ahorro irá aflorando ya en 2021, de modo que la demanda embalsada será una de las palancas de la recuperación económica en la pospandemia.

¿Cómo se generó tal ahorro? Pues de la mano de una caída del consumo muy superior a la de la renta bruta disponible (RBD). En 2020, el primero se desplomó un 12%, principalmente por la imposibilidad de consumir debido al confinamiento y cierres de comercios, mientras que la RBD solamente cayó un 3,3%. La notable resiliencia de la RBD en 2020 (el PIB cayó un 10,8% en comparación) fue en buena parte por el efecto amortiguador de las prestaciones sociales (véase el primer gráfico). En lo que llevamos de año, estas tendencias se mantienen, pero la caída de ambas variables se ha moderado gracias a la reactivación de la actividad.

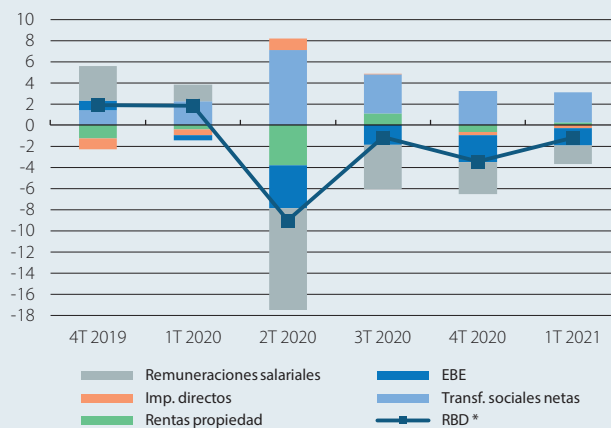
¿De qué cifras estamos hablando? El ahorro bruto total de los hogares pasó de 48.000 millones de euros en 2019 a casi 109.000 millones de euros en 2020 y estimamos que el exceso de ahorro se situó en unos 45.000 millones de euros (un 4,0% del PIB).<sup>1</sup> En el 1T 2021, los hogares españoles ahorraron el 10,6% de su renta bruta disponible,<sup>2</sup> una cifra que es superior a la que se registraba antes de la pandemia, alrededor del 6,0%, pero que se sitúa lejos del 25,7% que se alcanzó en el 2T 2020.

A medida que se han relajado las restricciones a la movilidad y a la actividad, los hogares han reactivado el consumo y han reducido el ahorro por motivos de precaución. De hecho, los últimos datos macroeconómicos muestran que el consumo está repuntando con fuerza. Así, el crecimiento del PIB en el 2T 2021 se explicó, en casi su totalidad, por la fuerte recuperación del consumo privado, que creció un 6,6% intertrimestral, un avance muy fuerte y superior a lo que la sensibilidad histórica con el PIB hubiera sugerido. Este repunte apunta a una reducción fuerte de la tasa de ahorro en el 2T. De cara al futuro, hay que tener en cuenta que el consumo privado todavía está un 4,0% por debajo del nivel del 4T 2019, con lo que hay margen para que se produzcan tasas de crecimiento significativas en los próximos trimestres.

Hay dos factores que apuntan a que el apoyo del ahorro embalsado a la economía se reforzará; (i) España podría ser uno de los países desarrollados donde dicho apoyo sea

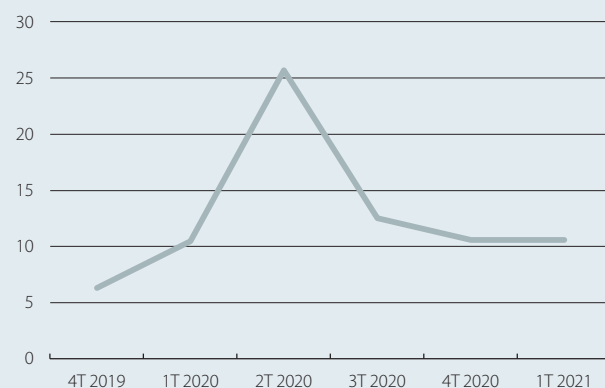
1. Definimos el «exceso de ahorro» como el diferencial entre el ahorro que se produjo en 2020 y el que se hubiera producido si, con la renta bruta disponible observada en 2020, los hogares hubieran mantenido la tasa de ahorro que teníamos prevista antes de la pandemia para 2020.  
2. Dato estanco trimestral corregido por efectos de estacionalidad y de calendario.

### España: renta disponible de las familias Contribución a la variación interanual (p. p.)



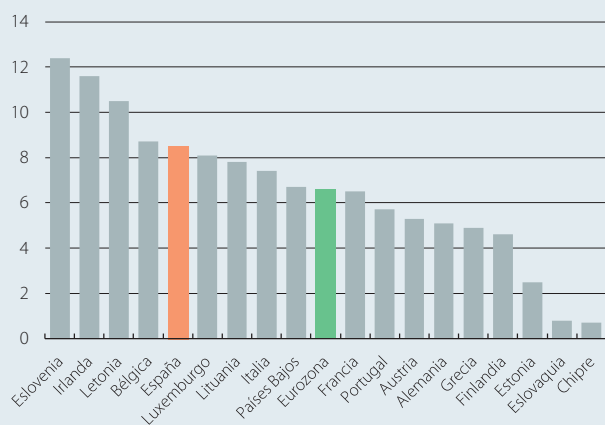
Nota: \* Variación interanual.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

### España: tasa de ahorro (% de la renta bruta disponible)



Nota: Datos trimestrales con serie corregida por efectos de estacionalidad y calendario.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

### Eurozona: aumento de la tasa de ahorro Incremento en 2020 respecto a 2019 (p. p.)



Fuente: CaixaBank Research, elaboración propia a partir de datos de Eurostat.

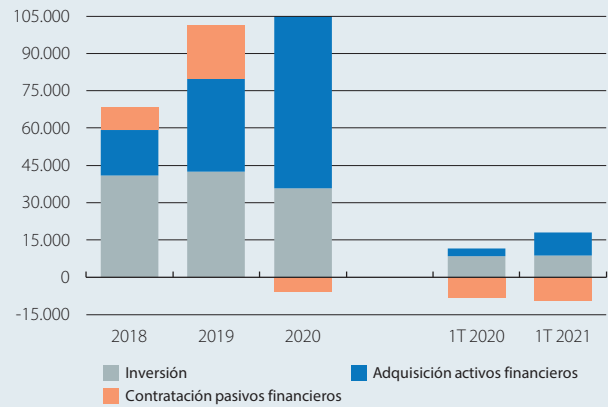
mayor: tal y como se observa en el tercer gráfico, es una de las economías europeas donde el aumento de la tasa de ahorro en la pandemia ha sido más elevado y (ii) gran parte del ahorro se ha concentrado en depósitos (no se ha utilizado para reducir deuda). En concreto, en 2020 la mayor parte del ahorro se dirigió a la compra de activos financieros (65%, con un peso muy elevado de los depósitos), mientras que las proporciones destinadas a inversión (30%), principalmente vivienda, y reducción de deuda (5%) fueron relativamente menores. Con todo, el efecto de la demanda embalsada podría verse mitigado por el hecho de que parte del exceso de ahorro se conservará por motivos de precaución y, sobre todo, si dicho ahorro se ha concentrado en las rentas altas, ya que los colectivos con ingresos elevados tienen una menor propensión al consumo que los de ingresos bajos.

Con estos ingredientes en la coctelera, las perspectivas son que la tasa de ahorro continúe reduciéndose a lo largo del año –podría pasar del 14,7% del 2020 a niveles claramente por debajo del 10% en 2021– y que el rebote del consumo, impulsado por esta demanda embalsada y el levantamiento de restricciones a medida que se completa la campaña de vacunación, sea uno de los pilares de la recuperación. No en vano, esperamos que el repunte del consumo privado real en 2021 sea cercano al 10% interanual (tras caer un 12,4% en 2020) y supere el 4,5% en 2022.

Javier Garcia-Arenas

**Destino del ahorro de las familias**

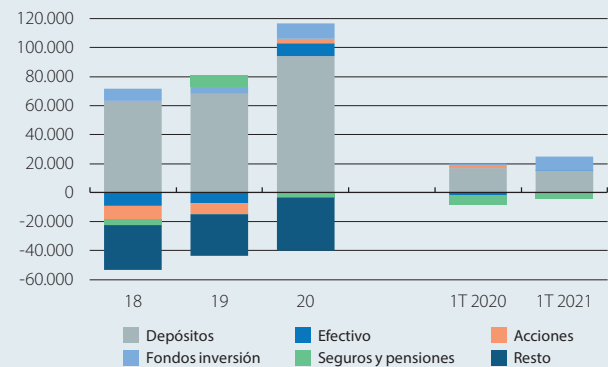
(Millones de euros)



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

**España: distribución de la adquisición neta de activos financieros**

(Millones de euros. Flujos)



Nota: El resto incluye depósitos no transferibles, otras participaciones y créditos comerciales.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.



**Indicadores de actividad y empleo**

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

	2019	2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	06/21	07/21	08/21
<b>Industria</b>									
Índice de producción industrial	0,7	-9,5	-5,4	-2,3	3,1	28,2	11,1	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-3,9	-14,0	-11,9	-11,0	-7,3	2,5	0,2	2,1	1,4
PMI de manufacturas (valor)	49,1	47,5	51,4	51,1	53,0	59,2	60,4	59,0	59,5
<b>Construcción</b>									
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	17,2	-12,8	-19,1	-19,9	-19,1	...	...	...	...
Compraventa de viviendas (acum. 12 meses)	3,6	-12,6	-17,6	-17,4	-17,6	0,3	9,0	...	...
Precio de la vivienda	5,1	2,1	1,7	1,5	0,9	...	-	-	-
<b>Servicios</b>									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	1,4	-36,9	-50,9	-72,7	-85,5	-81,3	-75,8	-68,2	...
PMI de servicios (valor)	53,9	40,3	47,3	43,0	44,3	58,8	62,5	61,9	60,1
<b>Consumo</b>									
Ventas comercio minorista	2,3	-7,1	-3,5	-3,0	-0,4	20,5	1,2	0,1	...
Matriculaciones de automóviles	-3,6	-29,2	-7,5	-13,2	12,7	661,0	17,1	-28,9	-28,9
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-6,3	-22,8	-26,9	-26,3	-22,1	-11,1	-11,7	-10,2	-8,5
<b>Mercado de trabajo</b>									
Población ocupada <sup>1</sup>	2,3	-2,9	-3,5	-3,1	-2,4	5,7	-	-	-
Tasa de paro (% de la población activa)	14,1	15,5	16,3	16,1	16,0	15,3	-	-	-
Afiliados a la Seguridad Social <sup>2</sup>	2,6	-2,0	-3,0	-2,0	-1,4	3,9	4,7	4,3	3,6
<b>PIB</b>	<b>2,0</b>	<b>-10,8</b>	<b>-8,6</b>	<b>-8,9</b>	<b>-4,2</b>	<b>19,8</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

**Precios**

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

	2019	2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	06/21	07/21	08/21
General	0,7	-0,3	-0,5	-0,7	0,6	2,6	2,7	2,9	3,3
Subyacente	0,9	0,7	0,5	0,2	0,4	0,1	0,2	0,6	...

**Sector exterior**

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

	2019	2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	06/21	07/21	08/21
<b>Comercio de bienes</b>									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	1,8	-10,0	-8,9	-10,0	-8,1	8,7	8,7	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	1,0	-14,7	-13,3	-14,7	-14,0	3,3	3,3	...	...
<b>Saldo corriente</b>	<b>26,6</b>	<b>7,7</b>	<b>11,5</b>	<b>7,7</b>	<b>6,1</b>	<b>6,0</b>	<b>6,0</b>	<b>...</b>	<b>...</b>
Bienes y servicios	37,5	16,8	20,3	16,8	15,2	15,0	15,0	...	...
Rentas primarias y secundarias	-10,9	-9,0	-8,8	-9,0	-9,1	-9,0	-9,0	...	...
<b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b>	<b>30,8</b>	<b>12,7</b>	<b>16,3</b>	<b>12,7</b>	<b>11,0</b>	<b>11,8</b>	<b>11,8</b>	<b>...</b>	<b>...</b>

**Crédito y depósitos de los sectores no financieros<sup>3</sup>**

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

	2019	2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	06/21	07/21	08/21
<b>Depósitos</b>									
Depósitos de hogares y empresas	5,4	7,5	9,0	8,7	8,9	4,9	4,7	4,7	...
A la vista y ahorro	10,7	12,3	13,8	13,7	14,1	9,2	8,9	9,0	...
A plazo y preaviso	-13,4	-16,5	-16,5	-17,1	-20,4	-23,5	-24,0	-24,7	...
Depósitos de AA. PP.	8,8	1,0	5,2	11,8	11,2	16,3	18,1	11,6	...
<b>TOTAL</b>	<b>5,6</b>	<b>7,1</b>	<b>8,7</b>	<b>8,9</b>	<b>9,1</b>	<b>5,6</b>	<b>5,4</b>	<b>5,2</b>	<b>...</b>
<b>Saldo vivo de crédito</b>									
Sector privado	-1,5	1,2	2,0	2,4	2,3	-0,4	-0,6	-0,5	...
Empresas no financieras	-3,4	4,9	7,1	7,9	7,8	-0,7	-1,5	-1,4	...
Hogares - viviendas	-1,3	-1,8	-1,8	-1,5	-1,0	0,0	0,4	0,7	...
Hogares - otras finalidades	3,2	0,8	0,3	-0,1	-1,8	-0,7	-0,9	-1,4	...
Administraciones públicas	-6,0	3,0	1,1	8,8	9,5	17,4	19,2	22,6	...
<b>TOTAL</b>	<b>-1,7</b>	<b>1,3</b>	<b>1,9</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>...</b>
<b>Tasa de morosidad (%)<sup>4</sup></b>	<b>4,8</b>	<b>4,5</b>	<b>4,7</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,4</b>	<b>...</b>	<b>...</b>

Notas: 1. Estimación EPA. 2. Datos medios mensuales. 3. Datos agregados del sector bancario español y residentes en España. 4. Dato fin del periodo.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Economía, el Ministerio de Fomento, el Ministerio de Empleo y Seguridad Social, el Instituto Nacional de Estadística, el Servicio Público de Empleo Estatal, Markit, la Comisión Europea, el Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales y el Banco de España.

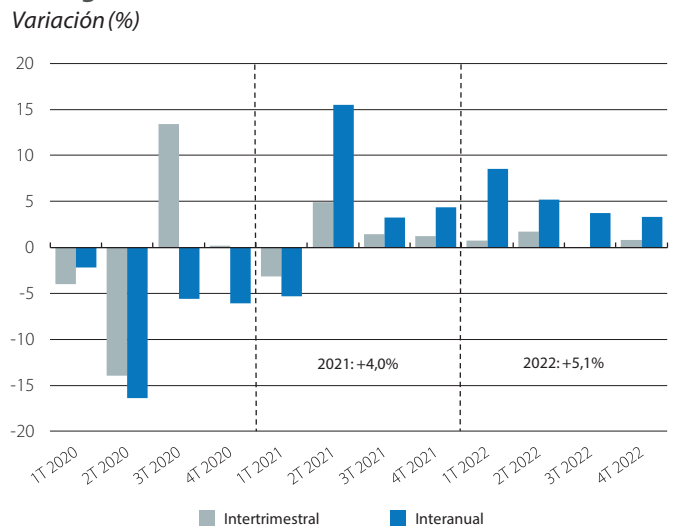
## La economía portuguesa reacciona al desconfinamiento y se acerca a los niveles previos a la pandemia

El regreso gradual a la normalidad estimula la economía en el 2T. A pesar de la predominancia de la variante Delta, más contagiosa, el número de nuevos contagios se mantuvo controlado en el 2T, lo que, junto con los progresos en el proceso de vacunación, permitió proseguir con la apertura progresiva de la economía sin nuevos sobresaltos. En este contexto, el PIB creció un 4,9% intertrimestral en dicho 2T (15,5% interanual), lo que redujo la brecha frente a los niveles previos a la pandemia (4,6% por debajo del nivel de PIB de finales de 2019). La recuperación se vio impulsada por la demanda interna, especialmente el consumo privado y público, que, en su conjunto, ya han superado ligeramente los niveles prepandémicos. La inversión, en cambio, cayó un 2,1% intertrimestral, un comportamiento que, no obstante, no empaña los registros de este apartado en contexto pandémico ya que, de hecho, la inversión supera ya los niveles de 2019 en un 2,3%. Finalmente, también la aportación menos negativa de la demanda externa contribuyó al crecimiento en el 2T, aunque las exportaciones y las importaciones continúen muy por debajo de lo registrado a finales de 2019 (18,3% y 6,8%, respectivamente).

Los indicadores disponibles confirman que el comportamiento positivo de la economía continúa en el 3T. Así, el indicador diario de actividad del Banco de Portugal sugiere que la actividad económica creció en torno al 4,0% interanual hasta mediados de agosto, mientras que el indicador coincidente para la actividad económica aceleró en julio hasta el 2,8%. En el mismo mes, los pagos electrónicos y las retiradas de efectivo en los cajeros automáticos aumentaron hasta los 86.000 millones de euros, un 3,6% más que en julio de 2019, lo que iguala el valor de diciembre de 2019. A su vez, se registraron 9.961 salidas de aviones de los aeropuertos portugueses, lo cual supera en mucho la media de 6.100 realizadas en julio y agosto de 2020. Esperamos que la economía continúe creciendo en los próximos meses, aunque de forma más contenida que en el 2T, hasta colocar el crecimiento en el conjunto del año en un 4,0%, una revisión al alza de 3 décimas con respecto a nuestra anterior previsión.

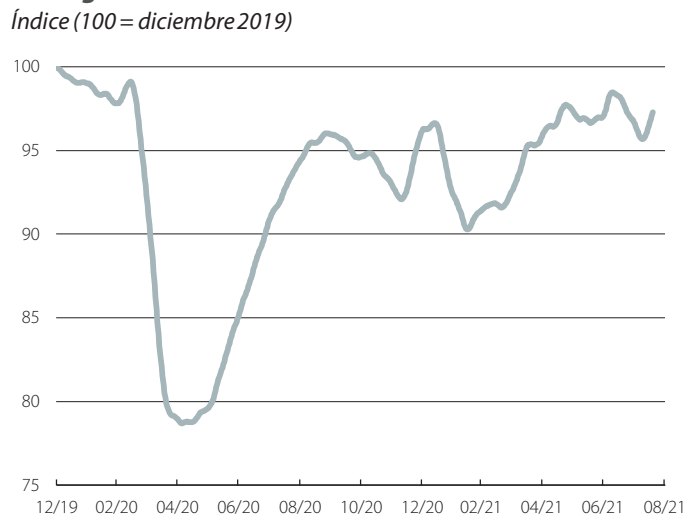
De la mano del empleo público, la ocupación rebasa en el 2T los niveles prepandémicos. El empleo aumentó un 2,8% intertrimestral en el 2T, hasta rebasar los niveles registrados a finales de 2019. No obstante, la recuperación del empleo fue dispar entre sectores: por ejemplo, en educación, Administración pública y TIC superó el nivel del 4T 2019 (+147.400 empleos), mientras que en el sector de alojamiento y restauración continuó sustancialmente por debajo de lo registrado antes de la pandemia (-83.800 empleos). El impacto del empleo público es especialmente relevante: si no computamos los más de 731.000 funcionarios públicos, el empleo aún se encuentra un

### Portugal: evolución del PIB



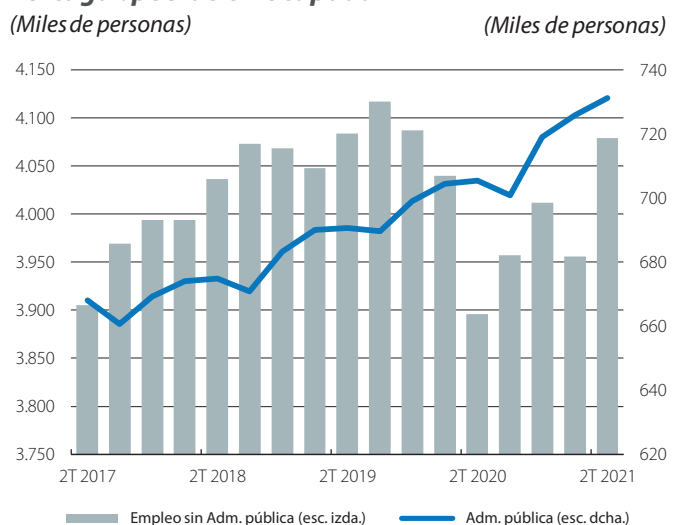
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal y previsiones propias.

### Portugal: indicador diario de actividad



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

### Portugal: población ocupada



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del DGAEP y del INE de Portugal.

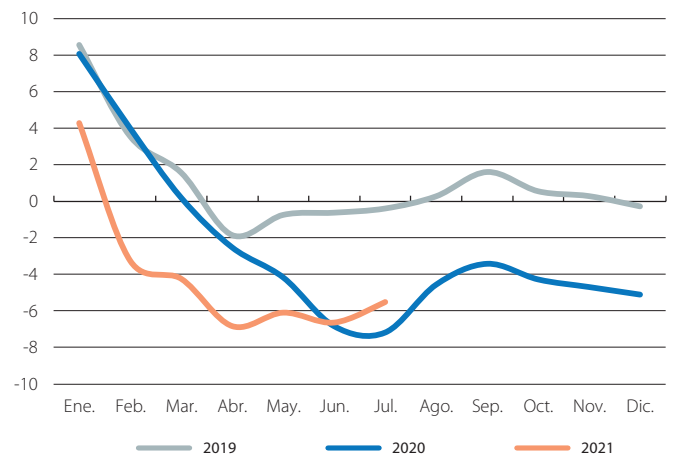
0,2% por debajo de finales de 2019. A pesar de ello, los indicios no dejan de ser positivos: en julio, la tasa de paro alcanzó el 6,6% y el empleo superó los niveles de julio de 2019. No obstante, la incertidumbre persistirá en la segunda mitad del año, en función del éxito de la actividad turística en verano y del reinicio de la actividad en los diversos sectores en un contexto aún de pandemia, de escasez de algunas materias primas y de encarecimiento de los insumos.

**Las cuentas públicas mejoran gracias a la normalización de la actividad económica y los efectos de base.** En el cómputo acumulado del año hasta julio, el déficit de las Administraciones públicas ha reculado hasta el 5,5% del PIB, frente al 7,2% en el mismo mes del ejercicio anterior. El desempeño más favorable de este año se debe a la normalización de la actividad económica y al menor impacto del aplazamiento del pago de impuestos. En este contexto, los ingresos aumentaron un 8,0% interanual, mientras que el gasto creció un 3,7%. Las transferencias corrientes continuaron justificando gran parte del aumento del gasto, debido a los apoyos a las empresas y al empleo. En total, las medidas contra la COVID representaron un 2,9% del PIB hasta julio, entre las que destacan las relativas al apoyo a la reanudación de la actividad económica, empleo y salud.

**Las cuentas externas empeoraron marginalmente en junio.** El déficit de la balanza por cuenta corriente empeoró hasta el -0,7% del PIB (-0,6% en mayo). Este comportamiento se debió al aumento del déficit de la balanza de bienes, que se explica por el componente no energético. A su vez, la balanza turística mantuvo la trayectoria de recuperación, a pesar de hallarse lejos de los registros anteriores a la pandemia (-67,7% en comparación con junio de 2019). Para 2021 estimamos un crecimiento anual del 25% del turismo y solamente en 2022 se espera que se recuperen los niveles de turismo previos a la pandemia para turistas no residentes procedentes de Europa.

**La cartera de crédito del sector privado no financiero continúa evolucionando positivamente, en gran medida debido a las moratorias.** La cartera de crédito de los particulares creció un 3,0% en julio, lo que se explica por el dinamismo del crédito a la vivienda, ya que la recuperación del crédito al consumo es más gradual. El crédito a las empresas creció un 6,9% interanual. En este segmento son clave las moratorias existentes. Concretamente, en julio había 36.801 millones de euros de préstamos en moratoria, más del 18% de la cartera de crédito al sector privado no financiero. Las moratorias son especialmente relevantes en el caso de las empresas no financieras, donde representaban el 28,8% de su cartera de crédito. Entre sectores, destaca especialmente el alojamiento y la restauración, la industria transformadora y construcción y actividades inmobiliarias. Para atenuar el eventual impacto negativo del fin de las moratorias, el Estado va a garantizar un 25% de los créditos en moratoria y que hayan sido inicialmente renegociados con los bancos. Su fin, el 30 de septiembre, en un contexto aún de incertidumbre y reanudación incompleta de la actividad, podría aumentar el riesgo de los impagos de crédito.

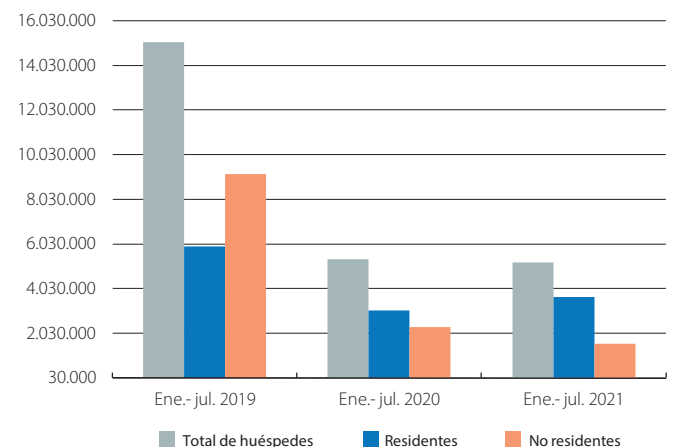
**Portugal: saldo de las Administraciones públicas \***  
(% del PIB)



Nota: \* Datos de contabilidad pública.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la DGO.

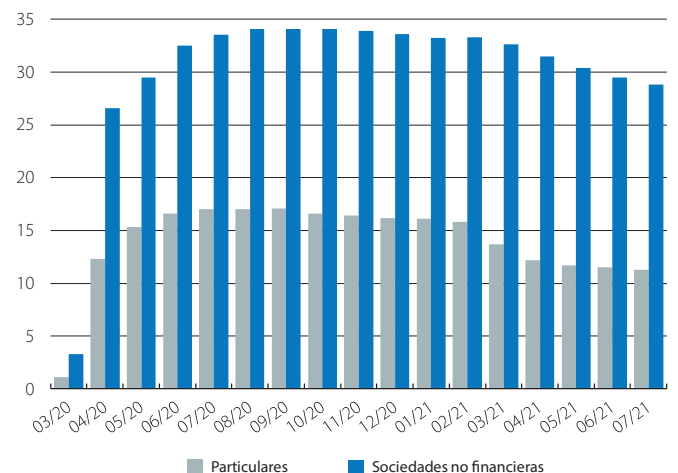
**Portugal: número de huéspedes respecto a la prepandemia**

(Número de huéspedes, acumulado del año)



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

**Portugal: préstamos bajo moratoria**  
(% del total de préstamos de cada segmento)



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

## La inversión portuguesa brilla en año de pandemia

La inversión es una variable fundamental que determina la capacidad productiva, contribuye al avance de la productividad y el crecimiento económico y sustenta el aumento de la riqueza a medio plazo. Así, hay que destacar positivamente el desempeño reciente de la inversión portuguesa, que venía exhibiendo una dinámica favorable desde 2016 y se ha mostrado resiliente durante la pandemia. Concretamente, mientras que en 2020 el PIB se contrajo un 7,6%, la inversión apenas cayó un 1,8%, y en el 1T 2021 el PIB descendió un 5,3% interanual (-3,2% intertrimestral), pero la inversión subió un 4,1% (+3,4% intertrimestral), hasta colocarse un 4,5% por encima del nivel anterior a la pandemia. De este modo, a principios de 2021 la inversión (formación bruta de capital físico, FBCF) representaba alrededor de un 20% del PIB, el nivel más alto desde 2010, pero todavía lejos de los máximos de principios de los 2000.

### La composición de la inversión durante la pandemia

La inversión en el sector de la construcción contribuyó con fuerza a la resiliencia de la FBCF (la residencial y, especialmente, los otros tipos de construcción). También la inversión en maquinaria y equipos, después de una caída en los primeros tres trimestres de 2020, presentó una fuerte recuperación y en el 1T 2021 ya se situaba más de un 8% por encima del nivel previo a la pandemia.

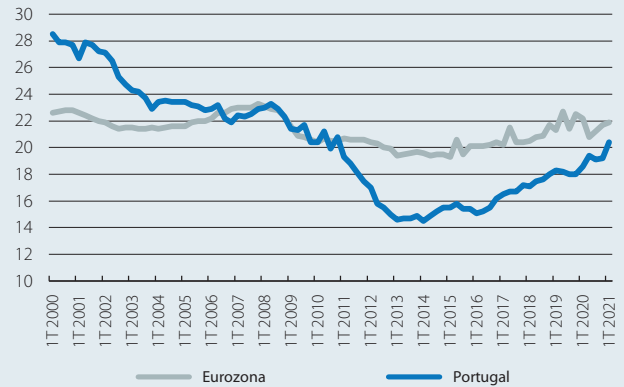
Por sectores institucionales, los datos muestran que el buen comportamiento de la inversión durante la pandemia se explica, en gran parte, por la inversión pública. En concreto, el Estado llevó a cabo una serie de inversiones necesarias para la lucha contra la pandemia, como la adquisición de material sanitario o las compras de productos informáticos en el ámbito de los programas de ampliación de la alfabetización digital. Además, la inversión en obras públicas, que en los años pasados se había mostrado más débil por la necesidad de consolidación presupuestaria, exhibió un mejor tono y se vio impulsada por la proximidad de las elecciones municipales (octubre de 2021). Asimismo, otras inversiones públicas, como las compras de material relacionadas con el metro de Lisboa, también han ayudado a contrarrestar la debilidad de la FBCF por parte del sector privado. Por su parte, la inversión de los hogares se mostró resiliente, posiblemente favorecida por el hecho de que las familias están aprovechando unas condiciones financieras favorables para proceder a la compra de vivienda.<sup>1</sup>

Por otro lado, también es importante analizar la evolución de la inversión extranjera directa (IED), pues es indicativa del grado de atractivo y competitividad de una economía.

1. Con datos hasta mayo, las nuevas operaciones de crédito de los residentes para la adquisición de vivienda presentan ritmos de crecimiento superiores al 30%.

### Portugal: formación bruta de capital físico (FBCF)

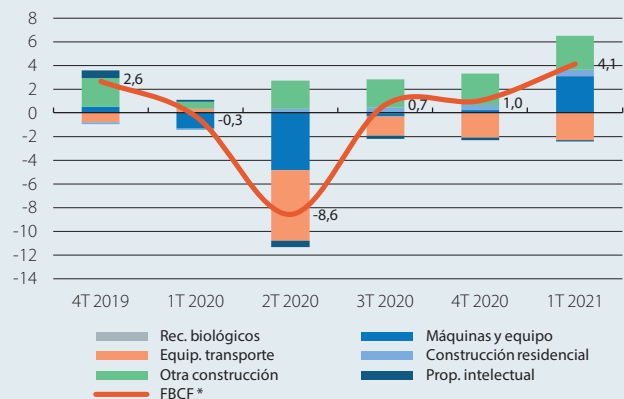
(% del PIB)



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

### Portugal: FBCF y contribuciones por actividad

Contribución a la variación interanual (p. p.)



Nota: \* Variación interanual (%).

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

Sin embargo, la IED no siempre se traduce en un incremento real de la formación bruta de capital fijo. De hecho, en Portugal, entre finales de 2019 y el 1T 2021, el volumen de IED<sup>2</sup> aumentó en 4.000 millones de euros, una subida del 2,7%, aunque gran parte de este importe corresponde a fusiones y adquisiciones que reflejan solamente transferencias de propiedad,<sup>3</sup> lo que no se traduce en un aumento de la inversión medida según la contabilidad nacional.

2. Además de Luxemburgo (18%) y los Países Bajos (21%), los principales orígenes de la IED que recibe Portugal son España (21%), Francia (8%) y Alemania (4%). Y los principales sectores son: actividades financieras (22%), consultoría (18%), inmobiliario (15%), comercio y real estate (8%, respectivamente) e industria (7%).

3. De los negocios realizados en Portugal entre finales de 2020 y el 1T 2021, destaca en 2020 la venta de Brisa (concesionaria de autopistas) al fondo Arcus, consorcio formado por inversores holandeses, surcoreanos y suizos por cerca de 3.000 millones de euros; ya en 2021, la de Aquapor, compañía gestora de sistemas de agua y residuos, a la empresa francesa Saur por 200 millones de euros.

**¿Qué se puede esperar en los próximos trimestres?**

Los indicadores más recientes sugieren que la inversión mantendrá un buen tono en los próximos trimestres. Por ejemplo, la última encuesta (2T 2021) que el INE de Portugal realizó al sector empresarial sobre sus intenciones de inversión indica que las empresas pretenden aumentar en un 4,9% la inversión en 2021, es decir, 6 décimas más de lo que apuntaban en la encuesta anterior realizada en octubre de 2020. La contención de la pandemia y la consiguiente flexibilización de las restricciones a la movilidad ofrecen unas mejores perspectivas para la evolución de la demanda y, tras un periodo de gran incertidumbre, en los próximos trimestres deberíamos ver cómo se concretan inversiones que fueron aplazadas en el periodo más grave de la pandemia. Más allá de que 8 de los 13 sectores incluidos en la encuesta reconocen un mayor apetito para realizar inversiones en 2021, es también significativo que el 36% de la inversión prevista se destine a aumentar la capacidad instalada.

La misma encuesta sugiere que puede haber un cierto cambio de composición en las actividades económicas que más impulsen la inversión. De hecho, las empresas del sector de la construcción se encuentran entre las que esperan reducir la inversión frente al 2020, fruto del fin de algunos proyectos de obras públicas más relacionados con el periodo electoral. Con todo, a medio plazo puede esperarse que la inversión en el área de la construcción residencial aumente, habida cuenta de que el Plan de Recuperación y Resiliencia recoge una inversión del orden de 1.500 millones de euros en el área de la vivienda social.

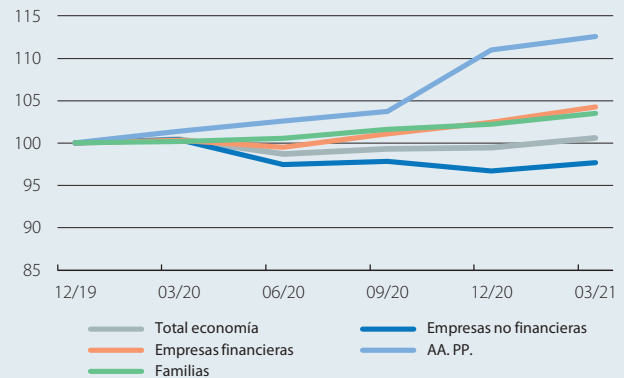
Por su parte, la inversión en equipos de transporte podría exhibir un impulso renovado, dado que las empresas del sector del transporte esperan aumentar la inversión en 2021 en un 43%. A su vez, se espera que la inversión en maquinaria y equipos mantenga la tendencia positiva registrada desde el 3T 2020, pues la encuesta señala que una de las prioridades de las empresas es la inversión en renovación de componentes productivos.

En resumen, gracias a las inversiones pública y, en menor medida, residencial, la inversión portuguesa dio continuidad a su tendencia de recuperación gradual a pesar de la pandemia. De cara al futuro, la recepción de importes elevados de los fondos comunitarios en los próximos años debería ayudar a sostener este dinamismo. Además, si se utilizan con criterio y eficacia, su impacto sobre la productividad y el crecimiento potencial puede ser sustancial.

*Teresa Gil Pinheiro*

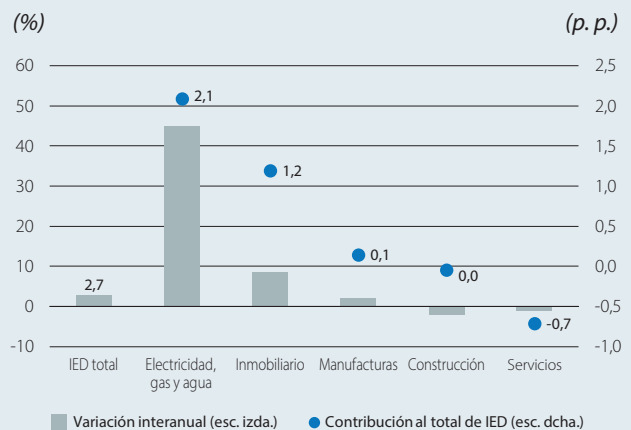
**Portugal: volumen de inversión por sector institucional**

Índice (100 = diciembre 2019)



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

**Portugal: inversión extranjera directa (IED) en el 1T 2021 vs. 2019**



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

**Portugal: encuesta empresarial sobre intenciones de inversión en 2021**

Sectores que esperan mayor incremento inversor	Expectativa de inversión (crecimiento anual, %)	Peso en el VAB (%)
<b>Aumento de la inversión nominal esperada</b>	<b>4,9</b>	
Transporte y almacenamiento	42,9	4,9
Act. financieras y seguros	38,4	4,9
Captación, tratamiento y distribución de agua; saneamiento, gestión de residuos y descontaminación	31,5	0,9
Industria manufacturera	4,3	17,2

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

**Indicadores de actividad y empleo**

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

	2019	2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	06/21	07/21	08/21
Índice coincidente de actividad	0,9	-6,6	-8,0	-4,9	-2,8	1,0	2,1	2,8	...
<b>Industria</b>									
Índice de producción industrial	-2,2	-6,9	-0,5	-2,1	-0,8	24,9	10,9	0,5	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-3,2	-15,8	-19,4	-14,7	-13,6	-5,0	-0,7	0,4	-1,5
<b>Construcción</b>									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	15,4	0,7	-10,8	12,8	43,8	-32,2	-1,9	...	...
Compraventa de viviendas	1,7	-5,7	-1,5	1,0	0,5	...	...	...	...
Precio de la vivienda (euro / m <sup>2</sup> - tasación)	10,4	8,3	6,9	6,0	6,2	8,5	8,6	8,3	...
<b>Servicios</b>									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	7,8	-76,2	-58,0	-76,2	-86,7	-74,2	-74,2	-66,8	...
Indicador de confianza en los servicios (valor)	12,9	-21,6	-37,8	-19,5	-19,1	-9,9	-2,6	2,6	6,9
<b>Consumo</b>									
Ventas comercio minorista	4,4	-3,0	-1,1	-1,9	-7,5	16,1	7,0	2,9	...
Indicador coincidente del consumo privado	2,2	-6,8	-9,1	-4,7	-0,6	4,6	6,0	6,9	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-8,0	-22,4	-26,9	-26,2	-24,4	-17,3	-14,2	-14,1	-13,8
<b>Mercado de trabajo</b>									
Población ocupada	1,2	-1,9	-3,1	-1,2	-1,3	4,5	4,7	5,2	...
Tasa de paro (% de la población activa)	6,6	7,0	8,0	7,3	7,1	6,7	6,8	6,6	...
<b>PIB</b>	2,5	-7,6	-5,6	-6,1	-5,3	15,5	...	...	...

**Precios**

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

	2019	2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	06/21	07/21	08/21
General	0,3	0,0	0,0	-0,2	0,4	0,8	0,5	1,5	1,5
Subyacente	0,5	0,0	-0,1	-0,1	0,5	0,2	-0,3	0,8	0,9

**Sector exterior**

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

	2019	2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	06/21	07/21	08/21
<b>Comercio de bienes</b>									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	3,6	-10,2	-7,8	-10,2	-8,1	9,4	9,4	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	6,0	-15,1	-12,0	-15,1	-15,6	1,3	1,3	...	...
<b>Saldo corriente</b>	0,9	-2,2	-2,1	-2,2	-2,1	-1,5	-1,5	...	...
Bienes y servicios	1,7	-3,6	-2,9	-3,6	-3,5	-3,8	-3,8	...	...
Rentas primarias y secundarias	-0,7	1,3	0,8	1,3	1,4	2,3	2,3	...	...
<b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b>	2,8	0,0	0,3	0,0	0,1	0,5	0,5	...	...

**Crédito y depósitos de los sectores no financieros**

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

	2019	2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	06/21	07/21	08/21
<b>Depósitos <sup>1</sup></b>									
Depósitos de hogares y empresas	5,2	10,1	9,2	10,1	10,6	8,7	8,7	8,4	...
A la vista y ahorro	14,8	18,8	18,4	18,8	18,5	15,3	15,3	15,2	...
A plazo y preaviso	-2,9	1,4	0,4	1,4	2,4	1,3	1,3	0,9	...
Depósitos de AA. PP.	5,6	-21,0	-13,8	-21,0	-23,6	-15,0	-15,0	-18,8	...
<b>TOTAL</b>	5,2	9,0	8,2	9,0	9,4	7,8	7,8	7,4	...
<b>Saldo vivo de crédito <sup>1</sup></b>									
Sector privado	-0,1	4,6	2,1	4,6	5,1	4,4	4,4	4,4	...
Empresas no financieras	-3,7	10,5	4,4	10,5	11,0	7,2	7,2	6,9	...
Hogares - viviendas	-1,3	2,1	0,7	2,1	2,6	1,0	1,0	1,2	...
Hogares - otras finalidades	16,5	-1,2	1,3	-1,2	-1,0	9,4	9,4	9,7	...
Administraciones públicas	-4,7	-4,2	-5,6	-4,2	-5,1	4,5	4,5	3,6	...
<b>TOTAL</b>	-0,3	4,2	1,8	4,2	4,7	4,4	4,4	4,4	...
<b>Tasa de morosidad (%)<sup>2</sup></b>	6,2	4,9	5,3	4,9	4,6	...	...	...	...

Notas: 1. Residentes en Portugal. Las variables de crédito no incluyen titulaciones. 2. Dato fin del periodo.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de INE de Portugal, Banco de Portugal y Datastream.

## Las políticas públicas al servicio de la difusión tecnológica

Las políticas públicas juegan un papel fundamental para que los avances tecnológicos afloren y se difundan al conjunto de la economía. De la difusión de la tecnología y del papel de las políticas públicas en esta propagación trata este artículo.

### De las dificultades para difundir la tecnología

Si fuera sencillo copiar la tecnología de nuestros vecinos o de nuestros competidores, apenas existirían diferencias tecnológicas entre países, ni entre regiones dentro de un mismo país. ¡Y qué decir de entre empresas de un mismo país y región! Pero, en realidad, solo unos pocos países y empresas desarrollan nuevas tecnologías. Además de estas diferencias en la creación, la capacidad de adoptar nuevas tecnologías por parte de terceros países es también muy dispar (véase el primer gráfico).

La difusión de la tecnología no es algo sencillo, ni entre países ni dentro de los propios países. Según Ricardo Hausmann, director del Center for International Development de la Universidad de Harvard, la tecnología está compuesta por tres formas de conocimiento: el constituido por las herramientas y materiales; los códigos, manuales e instrucciones, y el *know-how* o conocimiento tácito (o práctico) que poseen los profesionales que han desarrollado o que usan la propia tecnología. Este último elemento, justamente, es el principal escollo en la propagación tecnológica.

Como Hausmann explica, las herramientas y los materiales que conforman una tecnología pueden adquirirse; los códigos se pueden entender con una base educativa suficiente (mediante lo que se define como conocimiento explícito); en cambio, el *know-how* solo se puede obtener mediante la interacción presencial repetida con la propia tecnología (lo que se conoce como *learning by doing*), lo cual, irremediamente, significa que requiere de tiempo.

Además, en las sociedades modernas, este conocimiento tácito es de tal dimensión que no puede ser abarcado por un solo individuo, ni por unos pocos, y, por lo tanto, se encuentra disperso entre amplios colectivos, organizado modularmente e interconectado. De este modo, la adquisición de una nueva tecnología también necesita de un entramado organizativo particular (una dificultad añadida a la difusión).

### De las facilidades que pueden ofrecer las políticas públicas... y de lo que encontramos en el Plan de Recuperación y Resiliencia (PRR) español

En el desarrollo y difusión de las tecnologías del futuro es necesario, en primer lugar, poseer unas infraestructuras digitales adecuadas (serían las «herramientas» o «materiales» anteriormente comentados). En este ámbito, España se sitúa en una posición relativamente sólida en relación con el promedio de la UE: es uno de los países con un despliegue más amplio de redes de muy alta capacidad, con cobertura para un 89% de los hogares en 2019 frente al 44% del promedio en la UE y el 45% del año 2015 en España.<sup>1</sup>

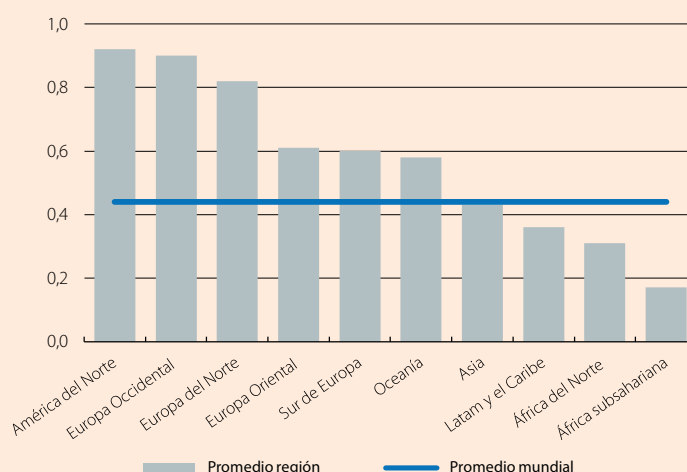
A pesar de este buen punto de partida, el PRR enfatiza el uso de dichas herramientas digitales por parte de las pymes, cuyo reducido tamaño a menudo les dificulta la adopción de tecnologías de carácter digital. Y es que una cosa es tener las herramientas a disposición y otra muy distinta es aprovecharlas. Para ello será fundamental el papel tractor del Plan de Impulso a la Pyme (Componente 13 del PRR), con una inversión prevista muy elevada (4.894 millones de euros). Este componente pretende favorecer el uso de soluciones digitales en estas empresas más pequeñas a través de subvenciones, creación de *hubs* digitales innovadores y formación.

Este último elemento (el de la formación) es necesario para mejorar el conocimiento explícito de las nuevas tecnologías (el segundo componente definitorio de la tecnología según Hausmann). De hecho, además de esta formación digital centrada en las pymes, el Plan español también invertirá en la capacitación digital del conjunto de la sociedad española, mediante el Plan Nacional de Competencias Digitales (Componente 19 del PRR). En otras palabras, son inversiones que nos educarán para leer y entender los «manuales» asociados a las nuevas tecnologías.

1. Véase el artículo «España en la carrera digital» en el Dossier del IM03/2021 para más detalles y también el artículo «NGEU: comparativa internacional de las inversiones en nuevas tecnologías de los planes de recuperación» en este mismo Dossier.

### Índice de capacidad de adopción de las tecnologías frontera

(Puntos) \*



Nota: \* Índice de 0 (mínimo) a 1 (máximo).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de UNCTAD.

Por el momento, sin embargo, solo hemos hablado de políticas e inversiones que inciden en los dos primeros componentes definitorios de las tecnologías (herramientas y conocimiento explícito), pero no en el tercero (el conocimiento tácito), que es, justamente, el que más dificulta la difusión tecnológica.

La atracción del talento y la movilidad de este talento dentro de las sociedades son vías importantísimas para fomentar el fluir del conocimiento tácito y, con ello, el fluir de las nuevas tecnologías. Como remarca a menudo Ricardo Hausmann, es más fácil y rápido mover cerebros con *know-how* que llenarlos con este *know-how*.

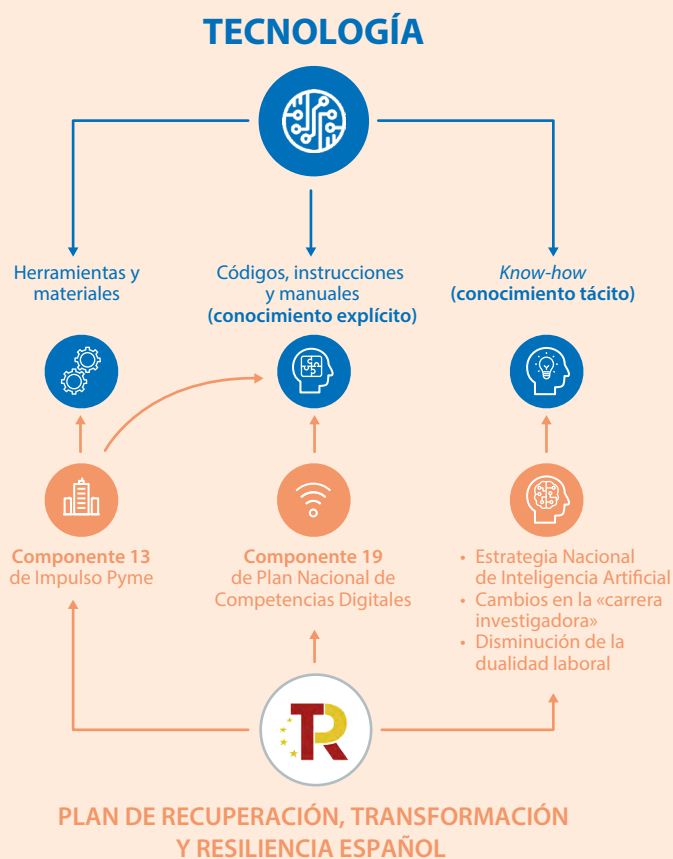
Sin duda, la promoción de proyectos innovadores es una manera de atraer talento de todo el mundo. En este sentido, la Estrategia Nacional de Inteligencia Artificial, que constituye el Componente 16 del Plan, es una vía clara de atracción. Sin embargo, tal y como argumentan desde EsadeEcPol,<sup>2</sup> sería importante complementar estos esfuerzos para conseguir el establecimiento en territorio nacional de distintas sedes europeas de investigación como el Centro Europeo de Competencia Industrial o el de Ciberseguridad o profundizar en los cambios propuestos en la «carrera investigadora» para que las contrataciones con evaluaciones externas (*tenure track*) cuenten con una mayor estabilidad y recorrido.

De forma más general, la atracción de talento se ve favorecida por ciertas políticas e instituciones del mercado de trabajo. El avance económico de los países depende notablemente de la evolución de un pequeño grupo de empresas que crecen a ritmos muy superiores al promedio (referidas como gacelas). Las políticas laborales, entre otros, pueden dificultar la reasignación de *know-how* entre empresas. Así, por ejemplo, la dualidad que existe en nuestro mercado laboral, como consecuencia de diversas de estas políticas, comporta que los trabajadores más séniores con un alto *know-how* sean más propensos a mantenerse en puestos de trabajo en empresas de bajo crecimiento en lugar de dar el salto a empresas con un potencial de crecimiento enorme, pero que justo despegan. De forma parecida, muchos de estos trabajadores son emprendedores en potencia de empresas que bien podrían devenir las gacelas del país, pero, nuevamente, no dan el paso para fundarlas. Por otro lado, las empresas más emprendedoras también sufren esta dualidad, ya que preferirían un mercado laboral más flexible ante el riesgo de que su proyecto no alcance las expectativas marcadas. En este sentido, reformas que favorezcan la disminución de la dualidad, tal y como se plantean en el PRR, son claramente positivas. Asimismo, el desarrollo de fondos individuales de los trabajadores que puedan usarse en caso de despido o de cambio de empresa (como la mochila austríaca) facilitaría que el talento (ligado al conocimiento tácito) no quedara retenido en empresas de bajo crecimiento por miedo a perder los derechos adquiridos tras una larga relación laboral.

Por último, la difusión tecnológica es más sencilla cuando existen tecnologías parecidas o relacionadas en el país que quiere adoptar la nueva tecnología. Ello es especialmente cierto cuando hablamos de tecnologías complejas, puesto que estas suelen precisar de elevadas dosis de *know-how* y de estructuras organizativas particulares (la idea de colectividad del conocimiento es clave en estos casos). La presencia de tecnologías relacionadas comportará que existan numerosos trabajadores con un conocimiento tácito de elementos parecidos a la nueva tecnología y, además, seguramente, la organización de la tecnología relacionada sea fácilmente reconvertible a las nuevas necesidades tecnológicas. En este sentido, es importante que las instituciones públicas, en su tarea de repartición y coordinación de los fondos NGEU, realicen un buen diagnóstico de la estructura productiva y el estatus tecnológico sectorial de nuestro país por tal de ayudar a impulsar los saltos tecnológicos más razonables.

Clàudia Canals y Oriol Carreras

## La tecnología y políticas para su difusión



Fuente: CaixaBank Research, a partir de artículos de Ricardo Hausmann y del Plan de Recuperación y Resiliencia español.

2. Para un análisis crítico de algunos de los elementos del Plan, véase EsadeEcPol Brief #9 (abril 2021) «Reformas, gobernanza y capital humano: las grandes debilidades del plan de recuperación».



## NGEU: comparativa internacional de las inversiones en nuevas tecnologías de los planes de recuperación

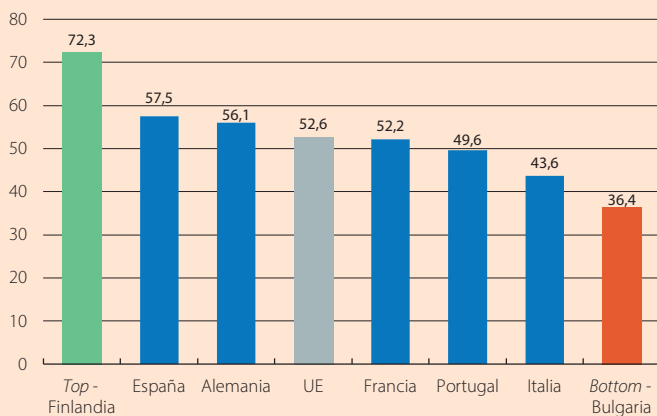
De camino hacia la Industria 4.0 (caracterizada por la transformación digital en la producción) y tras los primeros desembolsos de los fondos del Next Generation EU, una de cuyas prioridades es la transformación digital, valoramos las propuestas digitales presentadas por los principales países de la UE en sus planes de recuperación.

### Punto de partida digital

Antes de valorar los proyectos digitales de los Planes de Recuperación y Resiliencia Nacionales (PRRN), es útil conocer el punto de partida de los distintos países analizados en el ámbito digital. Para ello usamos el indicador sintético DESI (Índice de la Economía y la Sociedad Digitales) publicado por la Comisión Europea y que cuenta con cinco pilares: conectividad, capital humano, uso de servicios de internet, integración de la tecnología digital en las empresas y servicios públicos digitales.

### Índice de la Economía y la Sociedad Digitales (DESI 2020)

(Mín. 0 - Máx. 100)



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

digital de Alemania es una clara baza a su favor, puesto que se trata de un componente que suele necesitar tiempo para desarrollarse (véase el segundo gráfico).

Por el contrario, Italia se sitúa claramente por debajo del promedio de la UE y cerca de las últimas posiciones a nivel europeo. Con un claro retraso en todos los pilares del DESI, destaca de forma especialmente negativa en capital humano, donde está a la cola de los 28 países estudiados. Por su parte, Francia y Portugal se sitúan en posiciones rezagadas, pero menos que el caso italiano.

### De las fortalezas y las debilidades digitales de los planes nacionales

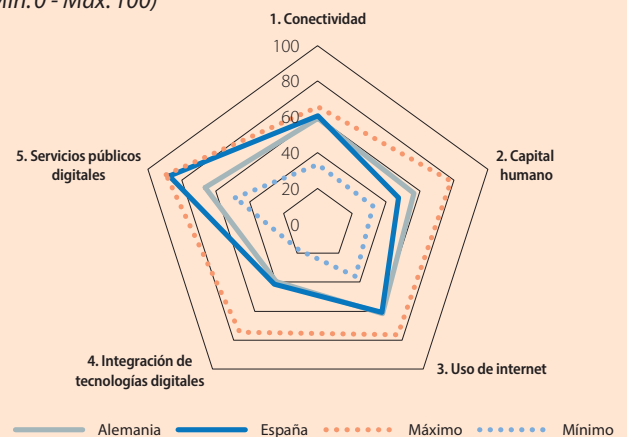
Del anterior análisis se desprende que todos los países necesitan importantes inversiones digitales en la mayoría de las palancas definidas en los objetivos digitales 2030 marcados por la Comisión Europea: infraestructuras, conocimiento o habilidades, empresas y sector público. Lógicamente, estas tienen una evidente traslación en los componentes del DESI. Así, infraestructuras está estrechamente ligado al pilar de conectividad del DESI; conocimiento o habilidades, al de capital humano o formación; empresas, al pilar de integración de la tecnología digital, y sector público, al pilar DESI de servicios públicos digitales.

Ninguno de los países que analizamos (Alemania, Francia, Italia, España y Portugal) se sitúa en los primeros puestos del ranking digital de la UE según el DESI (nivel promedio de los cinco pilares), que lo ocupan los países nórdicos, con Finlandia a la cabeza (véase el primer gráfico). Se trata de un rasgo que puede sorprender, toda vez que Alemania y Francia constituyen el motor económico de la Europa continental.

De entre los países que analizamos, España y Alemania son los países con un mayor índice DESI, ligeramente por encima del promedio de la UE, y en un rango intermedio de entre el total de los 28 países de la UE. Ambos países tienen un desarrollo digital parecido en 3 de los 5 componentes del DESI, y difieren en servicios públicos digitales, donde España despunta de forma clara, y en capital humano, donde es Alemania la adelantada del grupo. De hecho, la ventaja educativa en materia

### Componentes DESI

(Mín. 0 - Máx. 100)



Nota: El valor máximo (mínimo) corresponde al país de la UE con la puntuación máxima (mínima) en ese pilar.

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

Empezando por el más rezagado, Italia invertirá, según su PRRN, de forma sustancial en todas las esferas digitales. En concreto, cada una de las cuatro palancas recibirá entre un 18% y un 34% de los cerca de 50.000 millones de euros asignados a digitalización (prioridad a la que dedica el 25% del total de fondos NGEU).<sup>1</sup> Se trata de una estrategia necesaria para mejorar sustancialmente en el ámbito digital. No obstante, puede resultar algo escaso el gasto previsto en formación (algo por debajo del 20%), puesto que en este flanco se sitúa en último lugar según el índice DESI (véase el tercer gráfico para una comparativa para cada país entre la distancia del DESI con respecto al país *top* y las inversiones planeadas).

En la misma línea, España también invertirá entre un 21% y un 32% en cada palanca digital (esta prioridad absorbe el 28% del total de fondos NGEU).<sup>2</sup> Y, como en el caso de Italia, también puede parecer insuficiente el gasto asignado a formación o capital humano. En cambio, el porcentaje destinado al sector público es relativamente elevado. Con todo, los PRRN español e italiano prevén una inversión de gran calado en la mejora del uso de tecnologías digitales por parte de las empresas (es donde destinan un mayor porcentaje del gasto en ambos casos). Este es un perímetro que abarca mejoras en el conocimiento tecnológico de los empleados y, en consecuencia, en las habilidades digitales. En realidad, los ámbitos de inversión digital no son estancos, sino que están altamente conectados. Clasificar el gasto de los distintos proyectos presentados en los PRRN es útil para realizar una primera valoración, pero es importante percatarse de que tiene un punto de arbitrariedad, por lo que ahondar en los detalles resulta imprescindible.

Por su parte, Portugal sí planea invertir sustancialmente y de forma directa en la mejora de las habilidades digitales de su población, con cerca del 40% del total de gasto digital en esta palanca (la digitalización en su conjunto absorbe el 22% de los fondos NGEU). De hecho, de los cinco componentes del DESI portugués, el del capital humano es el que ranquea peor en la comparativa europea, por lo que se trata de una buena estrategia en la mejora digital del país. Tal vez, de este primer examen se desprende que Portugal podría aumentar algo la inversión en la mejora digital de sus empresas, y lo podría hacer a expensas de invertir algo menos en la digitalización del sector público, puesto que este se emplaza en una más cómoda situación de partida en términos tanto comparativos como absolutos.

Por último, tenemos Alemania y Francia, con actuaciones muy diferenciadas. Así, sorprende que Alemania haya decidido dedicar un porcentaje muy elevado de los fondos NGEU a la digitalización (un 52%, más del doble de lo exigido por Bruselas), frente a un exiguo 21% por parte de Francia, a pesar de situarse, este último, en una posición claramente desaventajada. Asimismo, según nuestro análisis, Alemania parece alinear adecuadamente las inversiones digitales en aquellos frentes que más lo necesitan: digitalización de las empresas y del sector público. En este último pilar, aunque su distancia con el país líder no parece muy significativa (en puntos), Alemania se encuentra claramente rezagada en relación con el resto de los países de nuestro análisis. Por su parte, el reparto de Francia es más discutible, en especial en el flanco de la conectividad, donde apenas invierte, y en el del sector público, donde parece algo excesivo.

En definitiva, y a grandes rasgos, tanto Italia como España y Portugal plantean proyectos de inversión digitales adecuados a sus necesidades: mayor uso de las herramientas digitales en sus empresas y mejora formativa de la población. Alemania también apuesta por inversiones en sus puntos más débiles (sector público y empresas). Las prioridades de Francia, sin embargo, no parecen tan alineadas con las carencias que reflejan los indicadores de la Comisión.

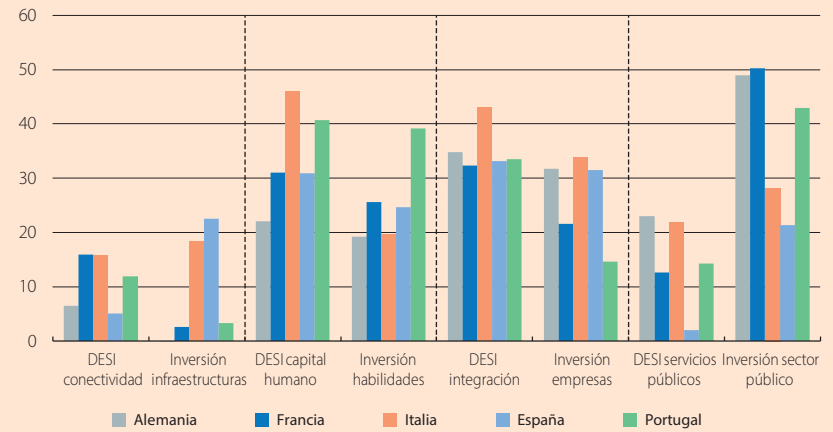
*Clàudia Canals y Oriol Carreras*

1. Todas las cifras están basadas en los informes que la Comisión Europea ha elaborado para valorar los distintos PRRN enviados. Asimismo, hemos asumido que las inversiones digitales en salud entran en la palanca de servicios públicos.

2. España invertirá cerca de 20.000 millones de euros en digitalización (el 28% del total de fondos NGEU). Para más detalles de las cantidades planeadas en los principales países, véase el siguiente artículo de este mismo Dossier.

### Distancia digital con país top vs. inversión digital \*

(Puntos respecto al país top y % del gasto digital en el ámbito respecto al gasto digital total)



**Nota:** \* La distancia digital es la diferencia del pilar DESI del país con respecto al mejor país en ese ámbito (en puntos). Cabe recordar que el índice DESI va de 0 a 100. Cuanto más pequeña la barra, más cerca del país top. La inversión es el % gastado en ese ámbito respecto a la inversión digital total según el PRRN. Cuanto más pequeña la barra, menos inversión en ese ámbito.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea (DESI) y análisis de los PRRN.

## NGEU digital: ¿salto importante o no?

Como la electricidad lo fue en su momento, las tecnologías digitales se erigen como las nuevas tecnologías de utilidad general (GPT, por sus siglas en inglés). Esto es, tecnologías con una enorme capacidad de cambio sobre las sociedades.<sup>1</sup> Dado su potencial transformador y la magnitud sin parangón que los países europeos destinarán a la digitalización de la mano de los fondos Next Generation EU (NGEU), es importante analizar el potencial impacto en las principales economías europeas del nuevo gasto digital.

Antes de empezar, hay que señalar que no todos los países se beneficiarán por igual del impulso del NGEU. Los fondos europeos están diseñados para apoyar en mayor cuantía a aquellas economías que más hayan sufrido los efectos de la pandemia. Así, Italia, Portugal y España serán de las más beneficiadas en el reparto, con desembolsos previstos en la esfera digital de entre el 2% y el 3% de su PIB (véase la primera tabla), mientras que Francia y Alemania, países que se benefician en menor medida, recibirán menos del 0,5% de su PIB.

### Next Generation EU: desembolsos

	NGEU mM €	Digitalización		
		mM €	% total NGEU	% del PIB 2020
Alemania	25,6	13,5	52,6	0,4
Francia	39,4	8,4	21,3	0,4
Italia	191,5	48,1	25,1	2,9
<b>España</b>	<b>69,5</b>	<b>19,6</b>	<b>28,2</b>	<b>1,7</b>
Portugal	16,6	3,7	22,1	1,8

**Notas:** Italia considera tanto las subvenciones como los préstamos con cargo al Mecanismo de Recuperación y Resiliencia. Sin los préstamos la cantidad sería de cerca de 70.000 millones de euros, en línea con lo que espera recibir España. Se consideran solamente los fondos que provienen del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia, sin incluir otros programas como, por ejemplo, el REACT-EU.

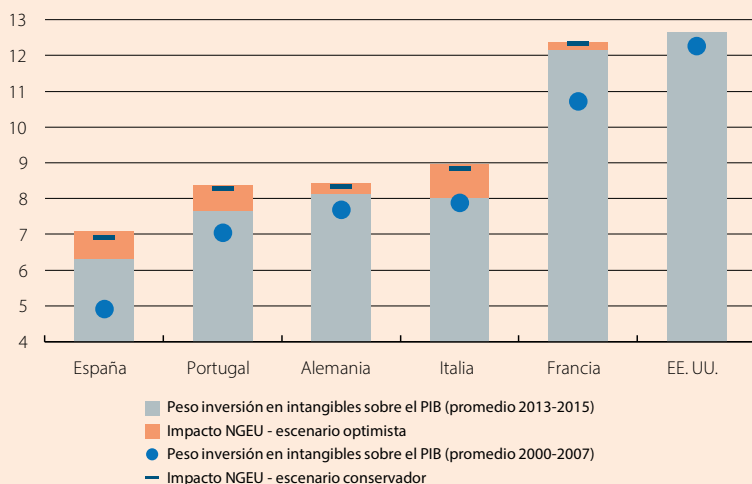
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de los informes de la Comisión Europea de los PRRN.

### Impulso a la inversión en intangibles

El impulso a la digitalización está íntimamente ligado a la inversión en los llamados activos intangibles. En contraposición a los activos de inversión más tradicionales, los activos intangibles carecen de un componente físico. Estamos hablando de inversión en *software*, bases de datos, formación y, siguiendo la terminología empleada en el primer artículo de este mismo Dossier, *know-how*. Entre uno y dos tercios de la inversión digital suele ser inversión en intangibles.<sup>2</sup> Dada la importancia de este tipo de inversión en el impulso de la economía digital, nos preguntamos, en un primer acercamiento analítico, acerca del impacto del NGEU sobre tal inversión.

### Inversión en intangibles: situación de partida e impacto NGEU (promedio 2021-2023)

(% sobre el PIB)



**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Intan, de Spintan, de Eurostat y del Banco Mundial.

NGEU que ha realizado la Comisión Europea. Asimismo, también computamos el impacto bajo el supuesto de un efecto arrastre mucho menor (la mitad de lo inicialmente estimado).

Los mayores avances se producen en los países que reciben más fondos del NGEU con relación a su tamaño. Italia se emplaza a la cabeza con un incremento del peso de la inversión en intangibles sobre el PIB de entre 0,8 y 0,9 p. p. anuales en 2021-2023,

1. General Purpose Technologies. Para más detalles, véase el artículo «NGEU: un impulso a la digitalización muy oportuno» en el Dossier del IM03/2021.

2. Véase Anderton, R., Jarvis, V., Labhard, V., Petroulakis, F. y Vivian, L. (2020). «Virtually everywhere? Digitalisation and the euro area and EU economies». ECB Occasional Paper (2020244).

mientras que España y Portugal le siguen de cerca con un incremento en el rango del 0,6 y 0,8.<sup>3</sup> Se trata de cifras notables (véase el gráfico): para España, este incremento es casi la mitad del aumento que experimentó en 2013-2015 respecto al periodo 2000-2007; para Portugal, es un incremento muy parecido al que se produjo entre ambos periodos; para Italia, es un aumento muy superior.

### Impulso a la actividad

En un segundo análisis, construimos un escenario de impacto sobre el PIB a corto y largo plazo del gasto digital previsto por los planes de recuperación y resiliencia nacionales de los principales países europeos. Para ello, partimos de las inversiones intangibles digitales contempladas anteriormente, clasificamos dicho gasto según el tipo de inversión digital que detallan los distintos planes y hacemos uso de los multiplicadores fiscales relacionados con la digitalización estimados por el Instituto Alemán para la investigación económica (DIW, por sus siglas en alemán).<sup>4</sup> En concreto, el DIW proporciona multiplicadores fiscales a corto y largo plazo para el desarrollo de bases de datos y servicios en la nube para favorecer el uso de la inteligencia artificial, para la digitalización de la industria, para formación del capital humano y para la digitalización del sector sanitario y de las Administraciones públicas. Según este instituto, los impactos más elevados son los asociados a los programas de formación de capital humano en habilidades digitales y, los menores, los asociados a la digitalización del sector público. La última tabla muestra el impacto de los fondos sobre el PIB.

Las estimaciones muestran que las inversiones en digitalización pueden tener un impacto sustancial a corto plazo, con incrementos anuales del PIB que oscilan entre el 0,3%-0,6% para Italia, España y Portugal, los países con una mayor recepción de fondos. Asimismo, también se puede observar que, en todos los casos, las inversiones resultan en un impacto positivo a largo plazo sobre el nivel del PIB. Si entramos en las comparativas por país, destaca el caso de Portugal que, pese a destinar una cantidad sustancialmente menor a inversiones en digitalización que Italia (1,8% de su PIB, frente al 2,9% de Italia), obtiene un rendimiento parecido. Ello se debe al mayor peso que dedica Portugal a las inversiones relacionadas con la formación de capital humano.<sup>5</sup>

### Impacto de las inversiones en digitalización NGEU (p. p. de diferencia en el PIB respecto a un escenario sin fondos NGEU, promedio anual)

	2021-2022	2023-2025	2026-2041
Alemania	0,10	0,07	0,02
Francia	0,10	0,07	0,02
Italia	0,58	0,51	0,13
<b>España</b>	<b>0,33</b>	<b>0,30</b>	<b>0,07</b>
Portugal	0,46	0,41	0,11

Fuente: CaixaBank Research.

En definitiva, los fondos NGEU tienen el potencial de jugar un papel crucial para acelerar el despliegue e implementación de las nuevas tecnologías digitales en la UE e impulsar la recuperación económica. El éxito del NGEU radicará en la efectividad de las propias inversiones, algo que no podremos evaluar hasta pasados unos años.

Clàudia Canals y Oriol Carreras

3. Este cálculo difiere respecto al que se mostró en el artículo «NGEU: un impulso a la digitalización muy oportuno» en el Dossier del IM03/2021. Las diferencias se deben a que, en el presente artículo, el efecto arrastre se calcula en base a estimaciones de la Comisión Europea, mientras que en el anterior artículo se computaron en base a las previsiones del Gobierno.

4. Las estimaciones incluyen solo el efecto directo de los fondos NGEU y no contemplan los fondos derivados del efecto arrastre. Esto se debe a la dificultad de clasificar estos fondos según los distintos tipos de gasto digital.

5. Véase el artículo «NGEU: comparativa internacional de las inversiones en nuevas tecnologías de los planes de recuperación», de este mismo Dossier.

## NGEU: los planes de actuación en el ámbito digital en algunos de los principales sectores de la economía española

En el presente artículo, repasamos las principales actuaciones que prevé el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia en el ámbito de la digitalización en tres sectores de interés de la economía española: el sector turístico, el industrial y el agroalimentario.<sup>1</sup>

### 1. Sector turístico

El Plan contempla inversiones en el ámbito de la digitalización para atraer a un turista cada vez más digitalizado, mejorar la gestión de los flujos turísticos e impulsar la competitividad de las empresas del sector.

El Plan moviliza fondos del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR) por valor de 3.400 millones de euros en el sector, de los cuales planea destinar un 15,4% a inversiones en materia de digitalización. Es decir, unos 540 millones de euros en el periodo entre 2021 y 2023. Para dilucidar si es una magnitud elevada, hay que compararla con la inversión que realiza de manera habitual el sector en digitalización. Para ello, realizamos una aproximación mediante el uso de la base de datos de EUKLEMS, que proporciona información por sectores acerca de inversiones en distintos ámbitos, entre ellos algunos relacionados con la apuesta digital.<sup>2</sup>

Pues bien, obtenemos que el monto total considerado en el Plan supone alrededor de un 25% de la inversión anual del sector en el promedio de los años 2014 y 2015. Si repartimos de manera uniforme el esfuerzo entre tres años, se trata de un aumento del 8,3% por año. Este aumento es notable si consideramos que entre 1996 y 2015 el incremento anual promedio en inversiones de este tipo en el sector fue del 7,2%.

Si entramos en el detalle del tipo de inversiones contempladas, estas se pueden desgranar en tres líneas:

- 1) **Plan de Sostenibilidad Turística en destino:** el objetivo es mejorar la experiencia turística del cliente mediante aplicaciones digitales (*webs, apps*), desarrollar y gestionar infraestructuras en materia de conectividad (fibra óptica, redes wifi municipales, 5G), desarrollar instrumentos de inteligencia artificial (IA) y *big data* (gestión de reputación *online*, gestión de flujos, etc.) y actuar sobre las empresas proveedoras de servicios turísticos en destino (mejorar formación y ofrecer asesoramiento en materia digital).
- 2) **Plan de Transformación Digital de destinos turísticos:** se plantea crear una plataforma que dote de interoperabilidad a la oferta de servicios turísticos públicos y privados, y crear el Sistema de Integración Turística (SIT), un entorno de acceso a la información de oferta y demanda que ofrezca herramientas de análisis y de interacción con el turista.
- 3) **Plan de Transformación Digital de Empresas de la cadena de valor turística a través de la inteligencia artificial y otras tecnologías habilitadoras:** este último capítulo prevé la creación de una base de datos sectorial, para potenciar el uso del *big data* y de la IA en el sector, así como generar un entorno colaborativo público-privado para generar una especie de *app-store* dirigido a las empresas del sector. Finalmente, se ofrecerá financiamiento para procesos de innovación, especialmente en pymes.

Si bien las actuaciones consideradas van en la buena línea, el Plan no ofrece demasiados detalles acerca de los mecanismos con tal de facilitar el proceso de modernización y digitalización de las pymes.

### 2. Sector industrial

El objetivo es impulsar la modernización y la productividad del ecosistema industrial mediante la digitalización de la cadena de valor. Se prevé movilizar fondos del MRR por valor de 3.781,5 millones de euros, de los cuales se planea destinar un 25% a inversiones en materia de digitalización (unos 950 millones de euros) entre 2021 y 2023. Cuando aproximamos las inversiones en digitalización del sector mediante la base de datos EUKLEMS, la inversión considerada supone un 16% de la inversión anual del sector en el promedio de los años 2014 y 2015. Repartida de manera uniforme entre tres años, se trata de un aumento del 5,4% por año, una tasa significativa dado que el crecimiento promedio de este tipo de inversiones en el sector fue del 4,0% entre 1996 y 2015.

1. En el 2019, el conjunto de estos tres sectores representaron cerca del 29% del PIB.

2. Para aproximar la inversión en digitalización, agregaremos las categorías de *Software* y bases de datos, Investigación y desarrollo, Ordenadores y Equipos de telecomunicación. Asimismo, aproximamos el sector turístico mediante el uso de los sectores CNAE I y R (Hostelería y Actividades artísticas, recreativas y espectáculos).

Las inversiones consideradas se pueden distinguir en dos ejes:

- 1) **Promoción de espacios de datos sectoriales:** impulsar la creación de grandes espacios de datos sectoriales que sirvan de base para la digitalización o ser explotados mediante herramientas de análisis. Se prevé financiar proyectos piloto para explorar las posibilidades de intercambio de datos.
- 2) **Inversiones en el ámbito de la economía circular:** financiar la adopción de tecnologías digitales orientadas a la gestión medioambiental.

Hay un tercer eje, muy importante, que se desarrolla en torno a la nueva figura de colaboración público-privada, los PERTE, pensados para impulsar proyectos con una elevada capacidad de arrastre, que también contiene elementos de inversión en digitalización. Con todo, las actuaciones que se realizarán en este tercer eje todavía se tienen que concretar.

### 3. Sector agroalimentario y pesquero

El foco del Plan es responder a los retos que están erosionando la competitividad del sector. Entre otros, se menciona el retraso en la incorporación de tecnologías digitales. Para hacer frente a este retraso, se destina un 7% de los fondos del MRR dirigidos al sector (1.051 millones de euros) a inversiones en digitalización, lo que representa unos 74 millones de euros a distribuir entre 2021 y 2023.

Si bien la cantidad en valor absoluto puede parecer pequeña, la cantidad contemplada en el Plan supone un 90% de la inversión anual del sector en el promedio de los años 2014 y 2015. Se trata de una cantidad muy relevante que puede suponer un paso importante en la digitalización del sector y que se sitúa a la cola de los sectores económicos en este ámbito según el Índice CaixaBank de Digitalización Sectorial 2020.<sup>3</sup>

Entrando en algo de detalle de las inversiones, podemos distinguir entre actuaciones dirigidas al sector agroalimentario y otras más específicas del pesquero:

- 1) Por el lado del **sector de la agroalimentación**, se abre una línea de préstamos participativos a través de la Empresa Nacional de Innovación S. A. (ENISA) para pymes agroalimentarias y del sector rural que presenten proyectos innovadores y digitales. Asimismo, se plantea crear un *hub* de innovación digital para facilitar a las empresas la adopción de las nuevas tecnologías y crear un observatorio para realizar un seguimiento de todo el proceso de digitalización del sector.
- 2) Por el lado del **sector pesquero**, se contempla una batería de medidas entre las que destacan las ayudas para la digitalización de la flota pesquera y de los servicios de vigilancia pesquera e inversiones para modernizar la Red de Reservas Marinas de Interés Pesquero.

En definitiva, el Plan contempla inversiones digitales notables en los tres sectores considerados. Si bien los ámbitos de acción parecen adecuados, su impacto dependerá de la calidad de las inversiones que se realicen. En este sentido, la coordinación entre el sector público y el privado y contar con evaluaciones independientes de las distintas inversiones serán importantes.

*Clàudia Canals y Oriol Carreras*

3. Véase <https://www.caixabankresearch.com/es/indice-caixabank-digitalizacion-sectorial>.

A través de nuestros estudios, contribuimos a estimular el debate y el intercambio de opiniones entre todos los sectores de la sociedad, y favorecer la divulgación de los temas clave del entorno socioeconómico de nuestro tiempo. Tanto el *Informe Mensual* como el resto de publicaciones de CaixaBank Research están disponibles en: [www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)

## Te recomendamos:

### Fondos europeos NGEU: una oportunidad histórica para reformar bien



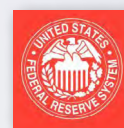
En el Dossier se analiza cómo los Fondos Europeos Next Generation EU pueden y deben representar una oportunidad histórica para llevar a cabo reformas de calado.

### La competitividad del sector exterior español: mapa actual y hoja de ruta en 3D



La pandemia se ha dejado sentir en todos los sectores de la economía, en particular en los servicios turísticos, un sector clave para la economía española. Sin embargo, el sector exterior resistió notablemente a un *shock* sin precedentes.

### Notas Breves de Actualidad Económica y Financiera



Valoración de los principales indicadores macroeconómicos de España, Portugal, la eurozona, EE. UU. y China, y de las reuniones del Banco Central Europeo y de la Reserva Federal.

### Monitor de consumo



Análisis semanal de la evolución del consumo en España mediante técnicas *big data*, a partir del gasto con tarjetas emitidas por CaixaBank, del gasto de no clientes en TPV CaixaBank y de los reintegros en cajeros CaixaBank.

### Informe Sectorial Comercio Minorista



Nuevo *Informe Sectorial* sobre el comercio minorista en España, con énfasis en las perspectivas del consumo, el avance del *e-commerce* y la inversión inmobiliaria minorista.

### Informe Sectorial Industria Manufacturera



Nuevo *Informe Sectorial* dedicado a la industria manufacturera española que analiza su situación y perspectivas, haciendo hincapié en el sector del automóvil.



Síguenos en:



[www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)



@CABK\_Research



Newsletter



CaixaBank

El *Informe Mensual* es una publicación elaborada de manera conjunta por CaixaBank Research y BPI Research (UEEF) que contiene informaciones y opiniones procedentes de fuentes que consideramos fiables. Este documento tiene un propósito meramente informativo, por lo cual CaixaBank y BPI no se responsabilizan en ningún caso del uso que se pueda hacer del mismo. Las opiniones y las estimaciones son propias de CaixaBank y BPI y pueden estar sujetas a cambios sin notificación previa. Se permite la reproducción parcial del *Informe Mensual* siempre que se cite la fuente de forma adecuada y sea remitida una copia al editor.

© CaixaBank, S.A., 2021

© Banco BPI, 2021

Diseño y producción: [www.cegeglobal.com](http://www.cegeglobal.com)

Depósito Legal: B. 10511-1980 ISSN: 1134-1947

