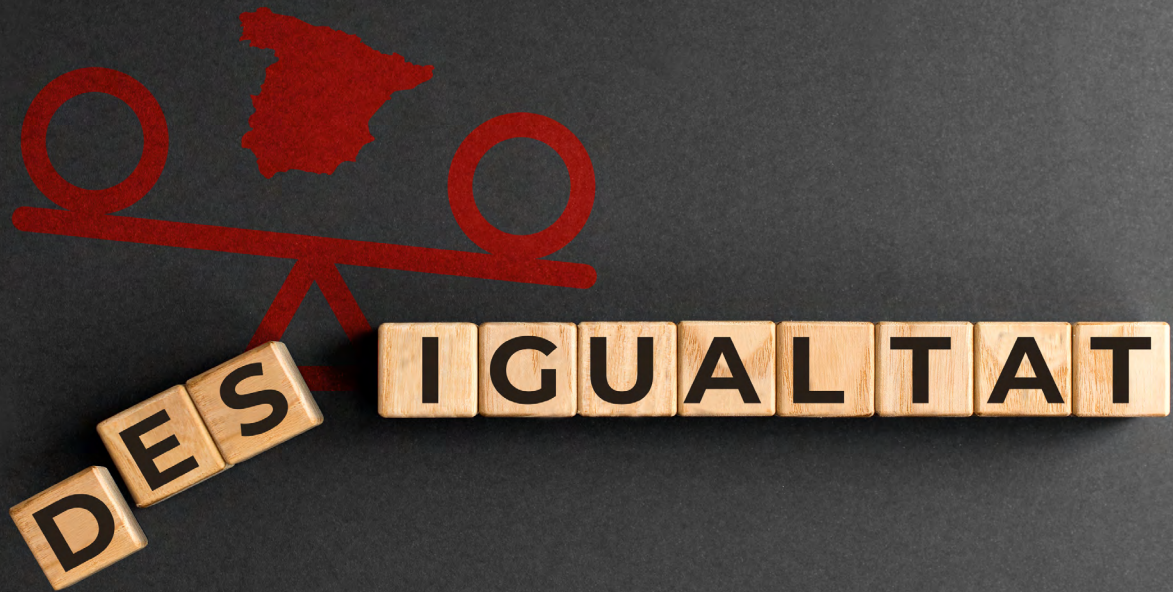


IM10

INFORME MENSUAL

NÚMERO 460 | OCTUBRE 2021



ENTORN ECONÒMIC I FINANCER

MERCATS FINANCERS

Sobre la normalització de la política monetària

ECONOMIA INTERNACIONAL

L'escassetat de xips va per llarg

ECONOMIA ESPANYOLA

El sector exportador a Espanya: una perspectiva de valor afegit

ECONOMIA PORTUGUESA

Comerç electrònic a Portugal al llarg de la pandèmia: un amortidor per a la caiguda del consum?

DOSSIER: PER UNA RECUPERACIÓ MENYS DESIGUAL

La recuperació econòmica està arribant a totes les butxaques?

Factors que expliquen la diferent pressió sobre la desigualtat a nivell regional

L'eficàcia i l'eficiència de l'estat del benestar en la reducció de la desigualtat

L'ocupació, el factor més important per reduir la desigualtat

INFORME MENSUAL

Octubre 2021

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

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com

research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista en cap

José Ramón Díez

Director d'Economies i

Mercats Internacionals

Oriol Aspachs

Director d'Economia Espanyola

Sandra Jódar

Directora de Planificació Estratègica

Adrià Morron Salmeron

Coordinador de l'*Informe Mensual*

Javier García-Arenas

Coordinador del Dossier

BPI Research (UEEF)

www.bancobpi.pt /

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

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

deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista en cap

Data de tancament d'aquesta edició:

30 de setembre de 2021

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

9 *Sobre la normalització de la política monetària*

Antonio Montilla i Ricard Murillo Gili

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

15 *L'escassetat de xips va per llarg*

Jordi Singla

19 ECONOMIA ESPANYOLA

21 *El sector exportador a Espanya: una perspectiva de valor afegit*

Luís Pinheiro de Matos

24 ECONOMIA PORTUGUESA

26 *Comerç electrònic a Portugal al llarg de la pandèmia: un amortidor per a la caiguda del consum?*

Tiago Belejo Correia

29 DOSSIER: PER UNA RECUPERACIÓ MENYS DESIGUAL

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

29 *La recuperació econòmica està arribant a totes les butxaques?*

31 *Factors que expliquen la diferent pressió sobre la desigualtat a nivell regional*

33 *L'eficàcia i l'eficiència de l'estat del benestar en la reducció de la desigualtat*

35 *L'ocupació, el factor més important per reduir la desigualtat*

Per una recuperació menys desigual

Ja disposem de prou informació per valorar com està evolucionant la desigualtat d'ençà que l'activitat econòmica s'ha començat a recuperar. I les notícies són esperançadores. En el passat, havíem d'esperar uns quants anys per obtenir dades fiables sobre l'evolució de la desigualtat. A tots els països desenvolupats, continua sent així. Espanya és l'excepció. [El projecte desenvolupat per CaixaBank Research](#), en col·laboració amb un equip d'investigadors de la Universitat Pompeu Fabra, ha permès que Espanya sigui el primer país que disposa d'informació sobre l'evolució de la desigualtat en temps real, i amb un nivell de detall elevadíssim. La clau ha estat la utilització de les dades internes de CaixaBank, en concret les nòmines i les transferències que s'han ingressat per prestacions d'atur o per ERTO. Mitjançant la utilització de tècniques de *big data*, ja que s'analitzen milions de dades cada mes, s'ha aconseguit replicar els principals indicadors de desigualtat per al conjunt d'Espanya i per a diferents regions i col·lectius. Atesa la gran diversitat de clients de CaixaBank, tant a nivell geogràfic com entre els diferents grups de població, s'ha constatat que els indicadors generats són representatius del conjunt de la població.

La posada en marxa d'aquest projecte des de l'inici de la pandèmia ens va permetre comprovar que, el 2020, l'impacte de la crisi sobre la desigualtat va ser fortíssim. Els principals indicadors van augmentar de manera sobtada, pronunciada i generalitzada, fins a assolir nivells mai vistos. Vam denunciar que hi havia diversos col·lectius, com els joves o les persones nascudes fora d'Espanya, que estaven patint molt més que el conjunt de la població. I també vam constatar que l'impacte era més elevat en algunes regions, en especial les més dependents del turisme. Davant d'aquesta situació, es van disparar totes les alarmes. En les últimes crisis, l'augment de la desigualtat havia estat molt persistent i li havia costat molt més que al conjunt de l'economia recuperar-se. Afortunadament, aquest cop és diferent. Com a mínim fins avui. La desigualtat està disminuint ràpidament, gràcies a la millora de l'activitat i, sobretot, del mercat laboral, i ja s'està acostant als nivells previs a la crisi.

La desigualtat a Espanya ha estat sempre molt vinculada a l'evolució del mercat de treball. Històricament, l'augment de l'atur o la generació d'ocupació han determinat la desigualtat dels ingressos de la població. Molt més que els canvis en la distribució dels ingressos salarials. No ens ha de sorprendre. Quan una persona perd la feina, el canvi en els ingressos percebuts és molt gran. Aquest aspecte és especialment rellevant a Espanya, ja que, històricament, el nombre d'aturats ha fluctuat molt més que a la resta de països desenvolupats.

Però el comportament del mercat laboral ha estat molt diferent en aquesta crisi: s'ha destruït molt menys ocupació que en crisis anteriors, en especial quan ho comparem amb el fort xoc que ha experimentat l'activitat econòmica. Per exemple, entre el 2008 i el 2013, l'ocupació va recular un 16,3%, mentre que el PIB va retrocedir un 8,6%. L'ocupació va caure molt més que el PIB i, amb posterioritat, a l'ocupació li va costar molt més que al PIB recuperar els nivells previs a la crisi. En aquesta ocasió està sent molt diferent. D'entrada, l'ocupació va caure menys que el PIB: un 19,0% entre el 4T 2019 i el 2T 2020, mentre que el PIB va retrocedir un 22,1%. A més a més, des que s'han començat a relaxar les restriccions a l'activitat i a la mobilitat, la recuperació de l'ocupació ha estat molt més vigorosa, i el nombre de persones afiliades a la Seguretat Social que no estan en ERTO ja només es troba un 0,9% per sota del nivell previ a la crisi i, al novembre, previsiblement, ja superarà aquesta fita. En canvi, en el 3T 2021, segons les nostres estimacions, el PIB se situa encara un 5,7% per sota del nivell previ a la crisi, i no està previst que assoleixi nivells pre-pandèmia fins a la segona meitat de l'any vinent.

Malgrat que l'evolució de la desigualtat estigui sent favorable, encara no es pot cantar victòria. En els propers mesos, hauré de seguir amb atenció si la tendència observada es consolida, en especial als segments de població més vulnerables, i anar ajustant de forma adequada els esquemes de suport. A més a més, ara que hem corroborat que els ERTO són un mecanisme que ajuda a preservar l'ocupació en moments de crisi, és molt important que els convertim en una eina amb què sempre puguin comptar tots els treballadors i totes les empreses. En la pròxima reforma del mercat laboral, que serà clau perquè la desigualtat es continuï reduint, aquesta hauria de ser una de les principals fites. Està a l'abast de les nostres mans que aquesta sigui una recuperació menys desigual.

Oriol Aspachs
Octubre 2021

Cronologia

SETEMBRE 2021

- 1 S'intensifica la crisi de la immobiliària China Evergrande.
- 17 Moody's revisa a l'alça la qualificació del deute de Portugal (de Baa3 a Baa2).
- 26 Eleccions a Alemanya, que posen fi als 16 anys de l'era Merkel.

JULIOL 2021

- 6 L'Iran va informar l'Agència de l'Energia Atòmica de la decisió d'enriquir urani, i diferents països no van trigar a condemnar-la.
- 15 La variant Delta de la COVID-19 s'expandeix ràpidament per tot el món.
- 23 Se celebren els Jocs Olímpics de Tòquio 2020 sense públic a les grades.
- 30 Primera condemna a Hong Kong sota la controvertida llei de seguretat nacional.

MAIG 2021

- 10 Nova crisi entre Israel i Hamàs amb atacs a Israel i a la Franja de Gaza durant dues setmanes. L'alto el foc es va establir al final del mes.
- 19 La UE obre les fronteres als turistes vacunats amb la pauta completa.
- 20 Cimera Mundial de la Salut organitzada pel G-20 i per la UE en què es dona suport a una major producció i a la distribució de vacunes als països pobres.

AGOST 2021

- 1 S'accelera la retirada de l'Afganistan dels EUA i dels aliats europeus, i els talibans recuperen el poder.
- 9 L'Informe sobre el Canvi Climàtic de l'ONU parla de la responsabilitat de l'home en l'escalfament global i adverteix dels canvis irreversibles durant segles.
- 17 La Comissió Europea va desemborsar els primers 9.000 milions d'euros dels fons NGEU a Espanya.

JUNY 2021

- 11 Cimera del G7 en què es va acordar un impost mínim global a les multinacionals.
- 15 Primera emissió lligada al Next Generation EU, en què es van captar 20.000 milions d'euros. Treva de cinc anys entre la UE i els EUA en el litigi comercial entre Airbus i Boeing.
- 16 La Comissió Europea avala el Pla de Recuperació i Resiliència espanyol.

ABRIL 2021

- 1 L'OPEP i els seus aliats aproven un augment gradual de la producció de petroli per al maig, juny i juliol del 2021.
- 27 El Parlament europeu dona l'aprovació definitiva a l'acord per a la nova relació entre la UE i el Regne Unit, que ja havia entrat en vigor al gener.
- 30 Espanya presenta el Pla de Recuperació davant la Comissió Europea per accedir als fons de l'NGEU.

Agenda

OCTUBRE 2021

- 4 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (setembre).
- 11 Espanya: comptes financers (2T).
Portugal: xifra de negocis als serveis (agost).
- 14-15 Consell Europeu.
- 22 Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (agost).
- 28 Espanya: enquesta de població activa (3T).
Espanya: avanç de l'IPC (octubre).
Portugal: indicador de confiança d'empreses i consumidors (octubre).
Consell de Govern del Banc Central Europeu.
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (octubre).
EUA: PIB (3T).
- 29 Espanya: avanç del PIB (3T).
Portugal: avanç del PIB (3T).
Portugal: producció industrial (setembre).
Portugal: activitat turística preliminar (setembre).
Zona de l'euro: PIB (3T).

NOVEMBRE 2021

- 2-3 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- 3 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (octubre).
- 5 Espanya: producció industrial (setembre).
- 9 Portugal: comerç internacional (setembre).
Portugal: xifra de negocis a la indústria (setembre).
- 10 Portugal: ocupació (3T).
- 12 Portugal: ràting Fitch.
- 15 Japó: PIB (3T).
- 19 Portugal: indicadors coincidents d'activitat (octubre).
- 25 Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (setembre).
- 29 Espanya: avanç de l'IPC (novembre).
Espanya: execució pressupostària de l'Estat (octubre).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (novembre).
- 30 Portugal: desglossament del PIB (3T).

Vents d'estagflació?

Les dinàmiques macroeconòmiques que comporta una crisi tan especial com l'actual estan sent difícils d'anticipar. No en va estem afrontant el major desajustament entre oferta i demanda de les últimes dècades. En un món de sofisticades cadenes de valor i de *just in time*, la producció global de béns i de serveis ha estat incapaç de respondre, en els últims mesos, tant al fort augment de la demanda després del final dels confinaments com als canvis en els patrons de consum dels agents provocats per la COVID-19. Els colls d'ampolla provocats per aquests desajustaments, units a l'escalada dels preus de l'energia i a les pertorbacions al mercat de treball ocasionades per la pandèmia, han originat un repunt inesperat dels preus, com ho reflecteix l'important canvi en les previsions d'inflació que s'ha produït en els últims mesos.

Mentre que, a l'abril, el consens d'analistes anticipava que la inflació se situaria enguany en el 2,6% als EUA i en l'1,6% a la zona de l'euro, ara la predicció ha augmentat fins al 4,3% i el 2,2%, respectivament. Ara com ara, gairebé un semestre després que es produïssin les primeres sorpreses a l'alça dels preus, continua predominant la consideració que aquest repunt és transitori i que, per tant, s'espera que es dilueixi quan l'oferta s'hagi adaptat a les noves preferències dels agents i s'hagin resolt els desajustaments al mercat energètic i al laboral. Però, com més durí la pujada de preus, més difícil serà revertir-la. Cal tenir en compte que els agents econòmics poden suportar una erosió transitoria dels seus marges o de la renda disponible, però, si es veuen afectades les expectatives d'inflació, es pot disparar el risc d'efectes de segona ronda. Sobretot, quan parlem de moviments inesperats en components tan sensibles de la cistella de consum com els relacionats amb els preus de l'energia.

I, en aquest sentit, malgrat que les perspectives per a l'hivern no són gaire tranquil·litzadores, perquè, en mercats com el del gas natural, s'està produint un desajustament a escala mundial entre l'oferta i la demanda, també és cert que la producció hauria de ser capaç d'ajustar-se a la demanda a partir de la primavera i provocar una correcció important en els preus. De tota manera, més enllà de les tendències a curt termini, el que es comença a posar de manifest és que la transició energètica tindrà importants costos d'ajustament (*greenflation*), que s'hauran de repartir de manera equitativa entre els agents.

No obstant això, malgrat el soroll de les últimes setmanes, les expectatives d'inflació a mitjà termini (5Y/5Y) continuen contingudes (l'1,7% a la zona de l'euro i el 2,4% als EUA), tot i que es comença a detectar una lleugera erosió de la confiança de les famílies, que s'està transmetent a les decisions de consum. Situació gens alarmant si tenim en compte que l'excés d'estalvi acumulat durant els confinaments continua sent molt elevat (45.000 milions d'euros a Espanya), la qual cosa representa un matalàs important per afrontar deterioraments puntuals de la renda disponible com el que cal esperar en els propers mesos.

L'empitjorament recent de la combinació creixement/inflació és fruit de les dinàmiques d'una recuperació asimètrica i que, a més a més, continuarà sotmesa a una elevada incertesa en els propers trimestres. Però encara som molt lluny d'un escenari d'estagflació semblant al de la dècada dels setanta, que és la gran font de preocupació d'un bon nombre d'economistes. En primer lloc, perquè l'economia mundial és molt més flexible que 50 anys enrere. També perquè la política econòmica, en especial al vessant monetari, té els instruments (i la independència) per respondre a un risc d'aquest tipus. I, sobretot, perquè sembla difícil passar del risc de japonització al d'estagflació en poc més de 18 mesos, quan les grans tendències que ens havien aproximat a una situació d'estancament secular continuen molt presents (envelliment de la població, excés d'estalvi sobre inversió, baixa productivitat, etc.).

Una altra cosa diferent són els episodis d'inestabilitat financera que pot provocar el procés de normalització monetària ja en marxa (Noruega, el Brasil, Mèxic, Colòmbia, el Perú, Hongria, Rússia, la República Txeca i Turquia van apujar els tipus al setembre i Nova Zelanda, a l'octubre). Els problemes d'Evergrande a la Xina, més enllà del seu caràcter idiosincràtic i del seu limitat risc de contagi a la resta del món, reflecteixen que l'estabilitat financera requerirà, almenys, tanta atenció com la inflació per part dels bancs centrals en el món postpandèmia.

José Ramón Díez Guijarro

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

Mercats financers

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2018	2019	2020	2021	2022	2023
TIPUS D'INTERÈS							
Dòlar							
Fed funds (límit superior)	3,43	0,68	1,75	0,25	0,25	0,25	0,75
Líbor 3 mesos	3,62	0,90	1,91	0,23	0,15	0,35	0,85
Líbor 12 mesos	3,86	1,40	1,97	0,34	0,30	0,65	1,45
Deute públic 2 anys	3,70	0,96	1,63	0,13	0,25	0,50	1,35
Deute públic 10 anys	4,70	2,61	1,86	0,93	1,75	2,00	2,40
Euro							
Depo BCE	2,05	0,26	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Refi BCE	3,05	0,82	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eonia	3,12	0,47	-0,46	-0,47	-0,48	-0,48	-0,48
Euríbor 1 mes	3,18	0,58	-0,45	-0,56	-0,55	-0,51	-0,48
Euríbor 3 mesos	3,24	0,74	-0,40	-0,54	-0,53	-0,46	-0,40
Euríbor 6 mesos	3,29	0,88	-0,34	-0,52	-0,50	-0,41	-0,34
Euríbor 12 mesos	3,40	1,07	-0,26	-0,50	-0,46	-0,35	-0,27
Alemanya							
Deute públic 2 anys	3,41	0,45	-0,63	-0,73	-0,70	-0,50	-0,45
Deute públic 10 anys	4,30	1,69	-0,27	-0,57	-0,30	-0,10	0,20
Espanya							
Deute públic 3 anys	3,62	1,87	-0,36	-0,57	-0,35	-0,11	0,22
Deute públic 5 anys	3,91	2,39	-0,09	-0,41	-0,20	0,06	0,42
Deute públic 10 anys	4,42	3,40	0,44	0,05	0,30	0,50	0,85
Prima de risc	11	171	71	62	60	60	65
Portugal							
Deute públic 3 anys	3,68	3,66	-0,34	-0,61	-0,49	-0,14	0,26
Deute públic 5 anys	3,96	4,30	-0,12	-0,45	-0,29	0,11	0,52
Deute públic 10 anys	4,49	5,03	0,40	0,02	0,30	0,55	0,90
Prima de risc	19	334	67	60	60	65	70
TIPUS DE CANVI							
EUR/USD (dòlars per euro)	1,13	1,28	1,11	1,22	1,17	1,19	1,21
EUR/GBP (lliures per euro)	0,66	0,84	0,85	0,90	0,86	0,84	0,83
PETROLI							
Brent (\$/barril)	42,3	81,5	65,2	50,2	70,0	65,0	63,0
Brent (euros/barril)	36,4	62,9	58,6	41,3	59,8	54,6	52,1

Previsions

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

Economia internacional

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2018	2019	2020	2021	2022	2023
CREIXEMENT DEL PIB							
Mundial	4,5	3,4	2,8	-3,2	6,2	4,7	3,6
Països desenvolupats	2,7	1,4	1,6	-4,6	5,6	4,3	2,0
Estats Units	2,7	1,6	2,3	-3,4	6,0	4,1	2,1
Zona de l'euro	2,2	0,8	1,5	-6,5	5,3	5,0	2,1
Alemanya	1,6	1,3	1,1	-4,9	3,2	4,7	1,3
França	2,2	0,9	1,8	-8,0	5,9	4,1	2,0
Itàlia	1,5	-0,4	0,3	-8,9	6,1	5,0	2,5
Portugal	1,5	0,3	2,5	-7,6	4,0	5,1	2,4
Espanya	3,7	0,5	2,1	-10,8	5,0	6,2	3,3
Japó	1,4	0,5	0,0	-4,7	2,5	2,2	0,8
Regne Unit	2,9	1,1	1,4	-9,8	6,9	5,7	1,3
Països emergents i en desenvolupament	6,5	5,1	3,7	-2,1	6,9	5,1	4,9
Xina	10,6	8,2	6,0	2,3	8,3	5,6	5,4
Índia	7,2	6,9	4,8	-7,0	9,2	7,3	7,5
Brasil	3,6	1,7	1,4	-4,1	5,3	2,2	2,5
Mèxic	2,4	2,1	-0,2	-8,3	6,2	3,0	2,3
Rússia	7,2	1,1	1,3	-3,1	3,8	2,5	2,0
Turquia	5,4	4,9	0,9	1,6	8,3	3,3	3,9
Polònia	4,2	3,5	4,8	-2,6	5,4	5,0	3,0
INFLACIÓ							
Mundial	4,1	3,7	3,5	3,2	4,1	3,4	3,0
Països desenvolupats	2,1	1,6	1,4	0,7	3,3	2,2	1,6
Estats Units	2,8	1,8	1,8	1,2	4,2	2,4	1,8
Zona de l'euro	2,1	1,4	1,2	0,3	2,2	1,7	1,5
Alemanya	1,7	1,4	1,4	0,4	2,8	2,0	1,6
França	1,8	1,3	1,3	0,5	2,1	1,7	1,4
Itàlia	1,9	1,5	0,6	-0,1	1,7	1,6	1,4
Portugal	3,0	1,2	0,3	0,0	1,2	1,4	1,4
Espanya	3,2	1,4	0,7	-0,3	2,4	1,7	1,3
Japó	-0,3	0,4	0,5	0,0	-0,2	0,7	0,7
Regne Unit	1,9	2,4	1,8	0,9	2,1	1,9	1,7
Països emergents	6,7	5,6	5,1	5,1	5,7	4,9	4,0
Xina	1,7	2,6	2,9	2,5	0,9	1,3	1,4
Índia	4,5	7,7	3,7	6,6	5,0	5,5	4,5
Brasil	7,3	5,9	3,7	3,2	7,3	4,5	3,5
Mèxic	5,2	4,2	3,6	3,4	5,4	3,9	3,5
Rússia	14,2	8,2	4,5	4,9	6,3	4,4	4,1
Turquia	27,2	9,1	15,5	14,6	17,3	14,2	11,0
Polònia	3,5	1,9	2,1	3,7	4,1	3,0	2,5

Previsions

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

Economia espanyola

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2018	2019	2020	2021	2022	2023
Agregats macroeconòmics							
Consum de les llars	3,6	-0,1	0,9	-12,2	6,0	5,3	2,6
Consum de les AP	5,0	1,0	2,0	3,3	3,2	1,0	-0,5
Formació bruta de capital fix	5,6	-1,9	4,5	-9,5	4,4	10,0	4,8
Béns d'equipament	4,9	0,0	3,2	-12,9	13,4	8,0	3,6
Construcció	5,7	-3,8	7,1	-9,6	-1,0	11,0	5,5
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,3	-0,4	1,6	-8,7	5,1	5,1	2,4
Exportació de béns i serveis	4,7	2,9	2,5	-20,1	11,3	9,9	6,2
Importació de béns i serveis	7,0	0,1	1,2	-15,2	12,4	7,0	3,6
Producte interior brut	3,7	0,5	2,1	-10,8	5,0	6,2	3,3
Altres variables							
Ocupació	3,2	-0,7	2,3	-7,5	5,5	3,8	2,6
Taxa d'atur (% pobl. activa)	10,5	20,0	14,1	15,5	15,1	14,0	13,0
Índex de preus de consum	3,2	1,4	0,7	-0,3	2,4	1,7	1,3
Costos laborals unitaris	3,0	0,2	2,4	5,3	-0,5	0,2	2,0
Saldo op. corrents (% PIB)	-5,9	-0,5	2,1	0,7	1,5	1,6	1,7
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	-5,2	-0,1	2,6	1,1	1,7	1,8	1,9
Saldo públic (% PIB) ¹	0,4	-6,3	-2,9	-11,0	-8,2	-5,6	-4,2

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

Previsions

Economia portuguesa

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2018	2019	2020	2021	2022	2023
Agregats macroeconòmics							
Consum de les llars	1,7	0,3	2,6	-5,8	4,6	4,1	2,2
Consum de les AP	2,3	-0,5	0,7	0,4	4,6	0,5	0,2
Formació bruta de capital fix	-0,3	-1,2	5,4	-1,8	5,4	7,3	7,9
Béns d'equipament	6,2	2,7	4,3	-6,1	12,7	8,4	8,5
Construcció	-1,9	-3,5	7,2	4,7	4,1	5,6	4,3
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	-0,2	2,8	-4,6	4,8	4,2	3,0
Exportació de béns i serveis	5,2	4,0	4,0	-18,7	5,8	9,6	5,5
Importació de béns i serveis	3,6	2,5	4,7	-12,0	7,5	6,7	6,6
Producte interior brut	1,5	0,3	2,5	-7,6	4,0	5,1	2,4
Altres variables							
Ocupació	0,4	-0,6	1,2	-1,9	2,0	1,2	0,6
Taxa d'atur (% pobl. activa)	6,1	11,8	6,6	7,0	7,0	6,9	6,8
Índex de preus de consum	3,0	1,2	0,3	0,0	1,2	1,4	1,4
Saldo op. corrents (% PIB)	-9,2	-3,2	0,4	-1,2	-0,7	-0,5	-0,4
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	-7,7	-1,9	1,2	0,1	1,2	1,8	1,9
Saldo públic (% PIB)	-4,6	-5,5	0,1	-5,7	-4,8	-3,0	-1,5

Previsions

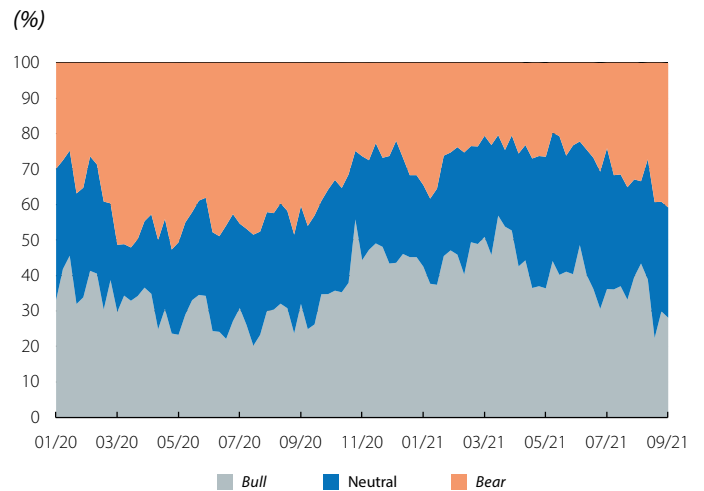
Els bancs centrals enfoquen l'atenció dels mercats financers

Els inversors es fixen en la retirada dels estímuls monetaris, en la Xina i en el mercat del gas. El focus dels mercats financers després de l'estiu continua centrant-se en la recuperació econòmica i en l'estratègia dels bancs centrals per retirar els estímuls monetaris desplegats després de l'esclat de la pandèmia. D'una banda, el BCE va decidir reduir el ritme de compres d'actius que realitza a través del PEPP, mentre que la Fed va anunciar que, si les dades mantenen la dinàmica esperada, enguany iniciarà el procés de *tapering* i va apuntar a una possible pujada de tipus l'any vinent. Aquests missatges van motivar un augment dels tipus d'interès sobirans, tot i que molt més moderat que l'experimentat a l'inici de l'any, gràcies a al fet que, tant des de Washington com des de Frankfurt, s'ha insistit a descriure el repunt actual de la inflació com a transitori. El mercat del gas, amb un augment del preu sense precedents, i els dubtes sobre la salut del sector immobiliari a la Xina (principalment de l'empresa Evergrande) han estat els altres elements destacables del mes, per les implicacions en els mercats financers i en l'economia global.

Les borses frenen l'eufòria de l'estiu. Al setembre, els principals índexs borsaris van recular de manera generalitzada, tant a les economies avançades (on van baixar dels recents màxims històrics) com a les emergents (amb pèrdues més severes). Les borses es van veure arrossegades, sobretot, pels dubtes sobre el gegant xinès Evergrande. Aquest conglomerat, amb una presència especial al sector immobiliari, es troba, des de fa mesos, en dificultats, que, recentment, s'han intensificat per l'agenda de sanejament financer de les autoritats xineses. Al setembre, l'impagament de diverses de les seves obligacions financeres va sembrar dubtes sobre un possible contagi al sector financer xinès i al conjunt de la seva economia, però els temors es van moderar al final del mes, gràcies al suport del banc central de la Xina en forma d'injeccions de liquiditat als mercats financers.

El gas natural guanya protagonisme al mercat de primeres matèries. Les existències d'aquest combustible fòssil a Europa es troben en nivells molt baixos per l'època de l'any en què estem (al voltant del 70% en relació amb el 90% de l'any passat). A aquesta poca acumulació d'inventaris han contribuït, entre altres factors, la menor oferta de gas rebuda des de Rússia, les interrupcions en la producció als EUA, l'augment de la demanda de gas als països asiàtics, la Xina entre ells, i les dinàmiques relacionades amb el gas natural líquid, que permet transportar el gas a grans distàncies a través del comerç marítim. Aquest últim element fa que països amb un gran consum d'electricitat, com els asiàtics, es puguin proveir de gas produït en punts d'oferta que habitualment descarregaven a Europa. Així, el preu del gas ha augmentat en les principals referències globals (la TTF holandesa, referència a Europa, registra el +90%

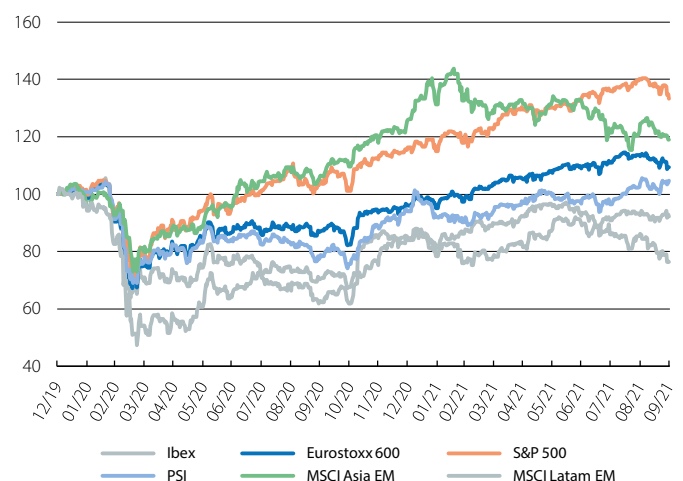
EUA: sentiment de mercat



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

Borses internacionals

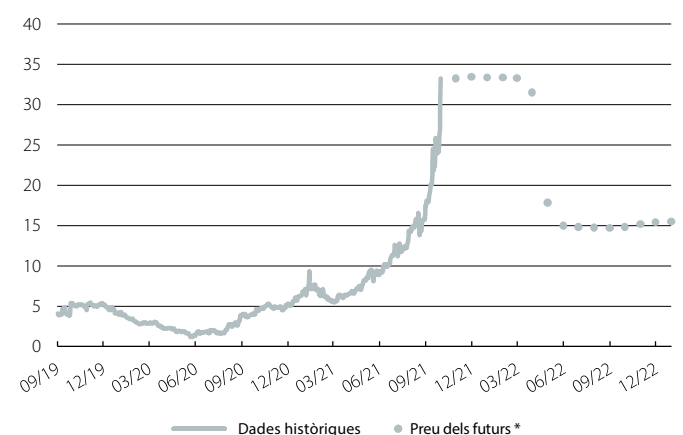
Índex (100 = desembre 2019)



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

Preu del gas

Dòlars per MMBtu



Notes: * Contractes futurs cotitzats als mercats financers el dia 30 de setembre. Utilitzem la referència TTF, una de les principals a Europa.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

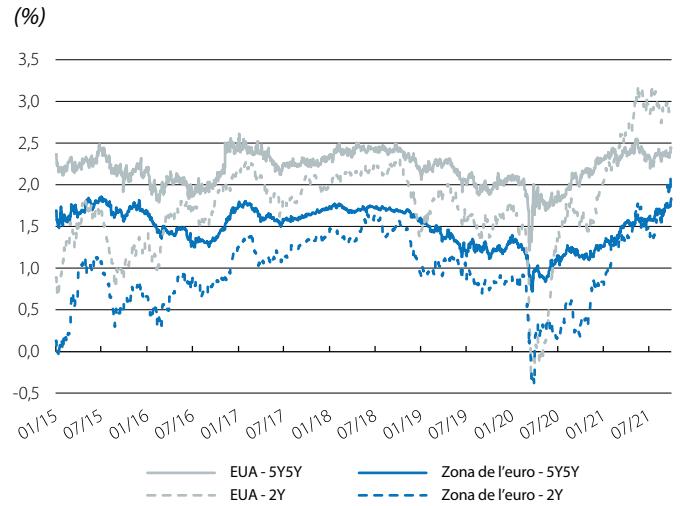
i el +384% des de l'inici del mes i d'enguany, respectivament), i els futurs cotitzats als mercats suggereixen que encara augmentarà més. Així i tot, després de l'hivern, el preu del gas hauria de tornar a nivells més normals. El preu del barril de Brent, per la seva banda, es va contagiar de l'augment del preu del gas i es va situar per damunt dels 78 dòlars.

El BCE millora les seves perspectives econòmiques i redueix el ritme del PEPP. Després de la reunió del setembre, el BCE va anunciar que, durant el 4T, reduirà el ritme de compres d'actius del PEPP, que, en l'actualitat, és d'uns 80.000 milions d'euros mensuals. Va justificar aquesta decisió per la revisió a l'alça de les previsions de PIB i de la inflació de la zona de l'euro, i assumint que podrà mantenir l'entorn financer acomodatiu amb una menor presència als mercats financers. No obstant això, la institució monetària no va oferir cap pista sobre com serà el final del PEPP i si, com espera el consens d'analistes, l'APP guanyarà més importància durant el 2022. Pel que fa al repunt de la inflació, Christine Lagarde va reiterar que els factors que l'expliquen són de naturalesa transitòria (efectes de base, colls d'ampolla i augment del component energètic, principalment) i espera que s'esvaeixin al llarg de la primera meitat del 2022, de manera que el BCE no creu convenient sobrereactar a elements que no haurien de tenir un efecte important sobre l'objectiu d'inflació a mitjà termini.

La Fed iniciarà el tapering enguany i apunta a una possible pujada de tipus el 2022. La Fed, per la seva banda, va mantenir al setembre el rang oficial de tipus d'interès en el 0,00%-0,25% i les compres d'actius a un ritme mensual de 80.000 i de 40.000 milions de dòlars en *treasuries* i MBS, respectivament. No obstant això, el president Powell va confirmar que es va assolir un acord entre els membres del FOMC per iniciar la reducció de compres d'actius (*tapering*) a curt termini i culminar-la cap a la meitat del 2022 (sempre que les dades evolucionin d'acord amb el que s'ha projectat). Així mateix, en l'actualització de les previsions de tipus, el gràfic dels *dots* va mostrar que el FOMC està dividit sobre la possibilitat d'avançar la primera pujada al 2022 i que el votant mitjà considera que hauria d'haver-hi tres pujades addicionals el 2023 i el 2024.

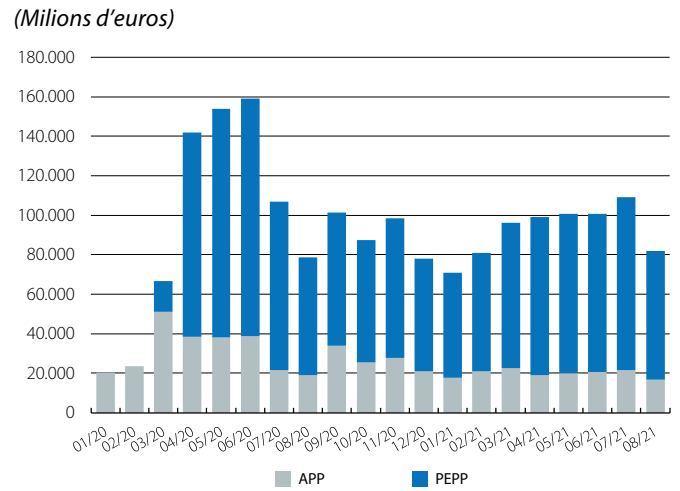
Els tipus d'interès recullen la retirada d'estímul dels bancs centrals. Tant a la zona de l'euro com als EUA, els tipus d'interès sobre el deute sobirà van flexionar amb força a l'alça arran dels anuncis de la Fed i del BCE i de les dades econòmiques, que donen continuïtat a la recuperació econòmica. Així, el *bund* alemany i el *treasury* nord-americà a 10 anys van augmentar tots dos en 18 p. b., un repunt que es queda petit al costat dels viscuts en el 1T de l'any, quan els temors que la inflació de les principals economies avançades es desboqués van situar el *treasury* a 10 anys per damunt de l'1,70%. Les primes de risc perifèriques, per la seva banda, van flexionar a la baixa de forma generalitzada, mentre que el dòlar es va enfortir enfront de la majoria de les divises de les economies avançades i emergents, la qual cosa va dur l'euro a fluctuar per sota dels 1,16 dòlars (en mínims des de l'inici de l'any).

Expectatives d'inflació segons els swaps d'inflació



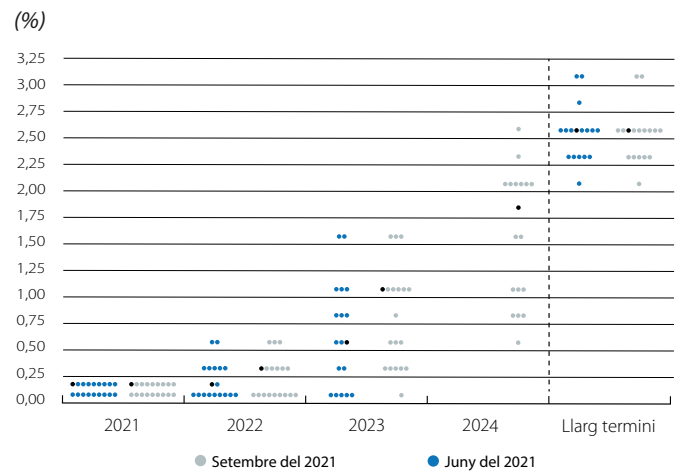
Nota: Mostrem els swaps d'inflació de cinc anys d'aquí a cinc anys (5YSY) i de la mitjana de 2 anys (2Y). **Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

BCE: compres netes d'actius



Nota: APP fa referència a l'Asset Purchase Programme, vigent des del 2014, i PEPP, al Pandemic Emergency Purchase Programme, desplegat després de l'esclat de la pandèmia. **Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de la BCE.

Reserva Federal: evolució esperada dels tipus d'interès



Nota: Cada punt representa un votant del Comitè Federal del Mercat Obert de la Reserva Federal. El votant mitjà està marcat en color negre. **Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal.

Sobre la normalització de la política monetària

La crisi de la COVID-19 ha estat un xoc a escala global, però el seu impacte econòmic ha estat força desigual en funció dels països, la qual cosa reflecteix diferències d'estructures productives i de resposta de política pública. Atesa aquesta asimetria, no sorprèn que el procés de recuperació també estigui sent molt heterogeni, intensificat pel fet que l'accés a la vacunació i els continus rebrots del virus han estat discriminants.

D'aquesta manera, al tancament del 2T 2021, són pocs els països que han pogut recuperar el nivell d'activitat anterior a la pandèmia. Entre els avançats, destaquem els EUA, on el PIB ja supera en 0,9% el nivell del 4T 2019. Per la seva banda, el ràpid control de l'emergència sanitària a la Xina li va permetre registrar un creixement positiu ja el 2020. Però, fins i tot a la Xina, el PIB encara no ha pogut recuperar el nivell que hauria assolit sense el virus. De fet, vist des d'aquest angle, anomenat *output loss*, cap país mostra un saldo positiu, tal com ho il·lustrem al primer gràfic.¹

La política monetària, en un punt d'inflexió

A mesura que avança la vacunació, la recuperació econòmica propicia un gir de la política monetària. Als països desenvolupats, ja no es parla de nous estímuls, sinó de quan iniciar l'eventual retirada,² mentre que, als mercats emergents, alguns països ja han pujat els tipus d'interès oficials.

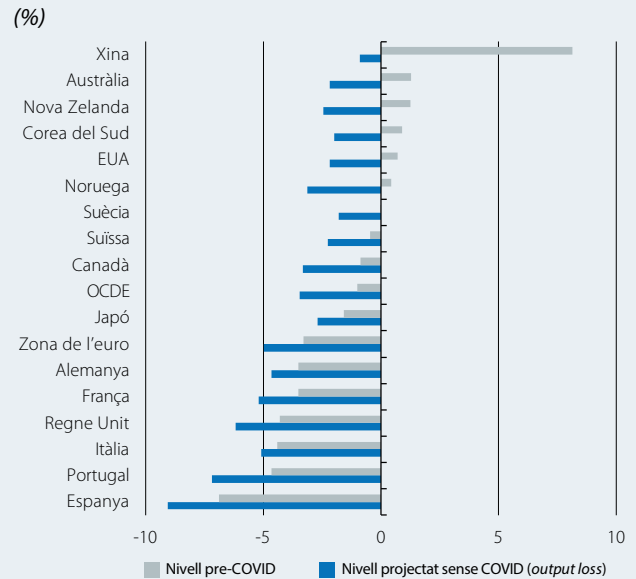
És que aquest procés de normalització és, com la pròpia recuperació econòmica, heterogeni per països a causa de diversos factors. En primer lloc, hi ha diferències en l'estat i en les perspectives de la recuperació econòmica a cada país, com ho il·lustra el segon gràfic. Per exemple, les necessitats d'estímuls monetaris semblen menys urgents als EUA, on es projecta que l'economia assoleixi el seu potencial al final d'enguany. En canvi, a la zona de l'euro, el cicle econòmic està més endarrerit (s'espera que l'*output gap* es mantingui en terreny negatiu fins al final del 2022), situació que pressiona menys el BCE perquè iniciï la retirada.

Un segon factor és la persistència de pressions inflacionistes en el procés de reobertura, a conseqüència, en part, del que s'ha comentat al punt anterior i dels desequilibris temporals entre demanda i oferta (accentuats per l'estalvi acumulat durant la pandèmia i per l'exposició als colls d'ampolla en les cadenes globals de producció). En aquest àmbit destaquen també els EUA, on la inflació ha superat en més del doble l'objectiu del banc central.

1. L'*output loss* correspon a la variació entre el nivell observat del PIB en el 2T 2021 versus el nivell projectat per a aquest període al final del 2019, prenent les previsions de l'OCDE.

2. L'estratègia persegueix, primer, el final de les compres netes d'actius i, amb posterioritat, les pujades de tipus oficials.

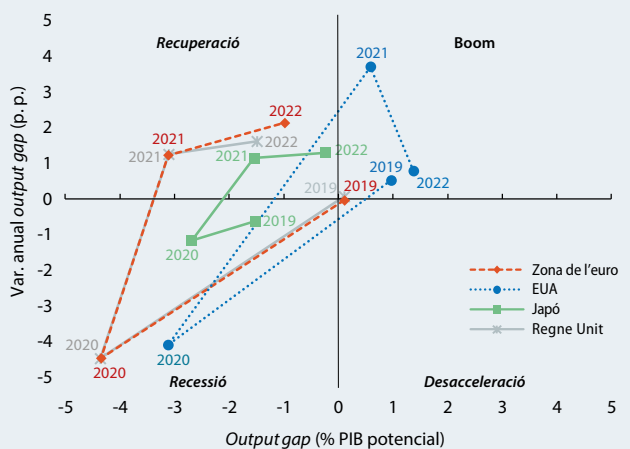
PIB del 2T 2021: distància del nivell pre-COVID output loss



Nota: Output loss correspon a la diferència en nivell del PIB versus les projeccions realitzades per l'OCDE abans de l'inici de la pandèmia (octubre del 2019).

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

Posició en el cicle econòmic i trajectòria



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

Finalment, hi ha altres desequilibris idiosincràtics, que van des del risc de bombolles en certs sectors, com l'immobiliari,³ a altres desequilibris macroeconòmics que alteren la posició externa. Aquest últim element afecta, principalment, les economies emergents, que, des de l'inici de

3. Els preus de l'habitatge s'han incrementat de forma notable a la majoria de països avançats. No obstant això, el risc associat a aquest repunt no té el mateix pes en la funció de reacció dels bancs centrals: té més rellevància als països nòrdics, com Noruega o Suècia, i a Austràlia o a Nova Zelanda, país que recentment s'ha inclòs en el mandat del banc central. A la zona de l'euro, s'espera que guanyi importància en la presa de decisions del BCE, arran de la revisió estratègica.

l'any, han vist com les seves divises es depreciaven enfront del dòlar a mesura que els mercats financers incorporaven les expectatives d'un menor impuls monetari als països avançats. Per minimitzar els riscos associats a aquest reajustament (que es podria materialitzar en un xoc negatiu de liquiditat extern),⁴ alguns bancs centrals ja han començat a pujar els tipus d'interès oficials (aquest és el cas de Rússia, de Mèxic, del Brasil o d'Hongria, entre d'altres).

Les nostres perspectives per al grup de països avançats

Amb aquests elements, podem agrupar en tres grups els bancs centrals dels països desenvolupats.

Al primer tenim els països més avançats en el cicle econòmic i/o que presenten signes notables d'acceleració al mercat immobiliari: Nova Zelanda, Noruega, Austràlia i el Canadà. Dels seus bancs centrals s'espera que iniciïn enguany el procés de normalització monetària; a tots els països ja s'ha reduït el ritme de compra d'actius i s'anticipen pujades de tipus a Nova Zelanda i a Noruega (la primera pujada ja es va anunciar al setembre).

Al segon grup situem els EUA i el Regne Unit, països que han vist un fort repunt en l'economia en la primera meitat del 2021, gràcies a l'avanç ràpid en la vacunació, i que han registrat pujades notables en la inflació, fins i tot si els factors explicatius són de caire transitori. Als EUA, aquests factors apuntarien a una política monetària menys expansiva. No obstant això, la implementació del nou marc estratègic de la Fed, centrat en una recuperació inclusiva cap a la plena ocupació i en l'ancoratge de les expectatives d'inflació, ha permès una estratègia molt gradual de retirada. En qualsevol cas, creiem que un major progrés al mercat laboral permetrà a la Fed iniciar la reducció de compres netes d'actius en els propers mesos i començar a pujar els tipus d'interès el 2023. Al Regne Unit, el Banc d'Anglaterra finalitzarà les compres netes enguany, amb una possible pujada de tipus oficials al començament del 2023 o, fins i tot, abans (els mercats la cotitzen en la primera meitat del 2022).

Finalment, al tercer grup situem la zona de l'euro i el Japó, economies que es troben endarrerides en el procés de recuperació. Pel que fa al BCE, esperem que les compres netes d'actius continuïn, com a mínim, fins al 2023, mentre que la primera pujada de tipus la situem al final del 2024. Al Japó, s'espera que tant la política de control de la corba de tipus com els tipus oficials es mantinguin sense canvis en el futur previsible.

Ara bé, independentment del grup en què se situï cada economia, totes posaran a prova la resiliència de la recu-

peració global i estaran exposades als riscos propis de la normalització de la política monetària, en un context molt incert vinculat a l'evolució de la pandèmia. Precisament, el conjunt de mesures posades en marxa per les autoritats monetàries ha estat un factor clau per evitar que, fins ara, la crisi sanitària s'hagi convertit en una crisi financera. Que es mantingui així dependrà, en gran part, de l'estratègia que adoptin els bancs centrals en el trànsit cap a la «nova normalitat».

Antonio Montilla i Ricard Murillo Gili

4. Vegeu el Focus «[Perspectives de les economies emergents: una recuperació desigual](#)», a l'IM05/2021.

Tipus d'interès (%)

	30-setembre	31-agost	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2021 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Zona de l'euro					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euríbor 3 mesos	-0,55	-0,55	0	0,0	-4,0
Euríbor 12 mesos	-0,49	-0,50	1	1,1	-3,9
Deute públic a 1 any (Alemanya)	-0,67	-0,66	-1	3,8	-7,8
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	-0,69	-0,71	2	1,1	2,0
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	-0,20	-0,38	18	37,0	33,7
Deute públic a 10 anys (Espanya)	0,46	0,34	12	41,2	23,8
Deute públic a 10 anys (Portugal)	0,36	0,21	14	32,5	13,5
EUA					
Fed funds (límit superior)	0,25	0,25	0	0,0	0,0
Líbor 3 mesos	0,13	0,12	1	-10,8	-10,3
Líbor 12 mesos	0,24	0,23	1	-10,5	-12,1
Deute públic a 1 any	0,07	0,06	1	-3,6	-4,3
Deute públic a 2 anys	0,28	0,21	7	15,4	14,7
Deute públic a 10 anys	1,49	1,31	18	57,4	78,7

Spreads de deute corporatiu (p. b.)

	30-setembre	31-agost	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2021 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	50	45	5	2,2	-8,4
Itraxx Financer Sènior	57	52	5	-2,4	-20,0
Itraxx Financer Subordinat	110	100	10	-1,1	-41,9

Tipus de canvi

	30-setembre	31-agost	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2021 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,158	1,181	-1,9	-5,2	-1,2
EUR/JPY (iens per euro)	128,880	129,920	-0,8	2,1	4,4
EUR/GBP (lliures per euro)	0,859	0,859	0,1	-3,9	-5,1
USD/JPY (iens per dòlar)	111,290	110,020	1,2	7,8	5,7

Primeres matèries

	30-setembre	31-agost	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2021 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	553,7	559,6	-1,1	24,8	37,2
Brent (\$/barril)	78,5	73,0	7,6	51,6	99,9
Or (\$/unça)	1.757,0	1.813,6	-3,1	-7,4	-7,5

Renda variable

	30-setembre	31-agost	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2021 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	4.307,5	4.522,7	-4,8	14,7	28,6
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	4.048,1	4.196,4	-3,5	13,9	26,9
Ibex 35 (Espanya)	8.796,3	8.846,6	-0,6	9,0	30,2
PSI 20 (Portugal)	5.460,8	5.417,1	0,8	11,5	33,6
Nikkei 225 (Japó)	29.452,7	28.089,5	4,9	7,3	27,9
MSCI emergents	1.253,1	1.308,7	-4,2	-3,0	15,8

La vacunació avança, però la recuperació global va a un ritme menor

La recuperació perd impuls de forma temporal. Els últims indicadors mostren que la velocitat de recuperació del primer semestre es modera, al mateix temps que la inflació se situa, en la majoria dels casos, força per damunt dels objectius dels bancs centrals. No obstant això, la reactivació no es veu compromesa, ja que la majoria d'economies continuen avançant a ritmes significatius. L'evolució de la pandèmia continua sent una de les claus de l'escenari econòmic, i, en aquest sentit, cal estar pendents de les campanyes de vacunació. Les economies desenvolupades se situen al capdavant, tot i que tampoc avancen juntes: Europa és ara l'alumne avantatjat (el 62% amb la pauta completa), mentre que els EUA s'han estancat des de l'estiu (el 55%). Entre les grans emergents, la Xina lidera el procés (més del 70% amb la pauta completa), molt per davant de Turquia (el 51%), del Brasil (el 41%) o de Rússia (el 29%). La bona notícia és que, llevat que sorgeixin noves variants més agressives, és molt probable que, a nivell global, s'assoleixi la immunitat de grup a l'estiu del 2022, gràcies a les vacunes o al fet haver-se immunitzat després de superar la malaltia.

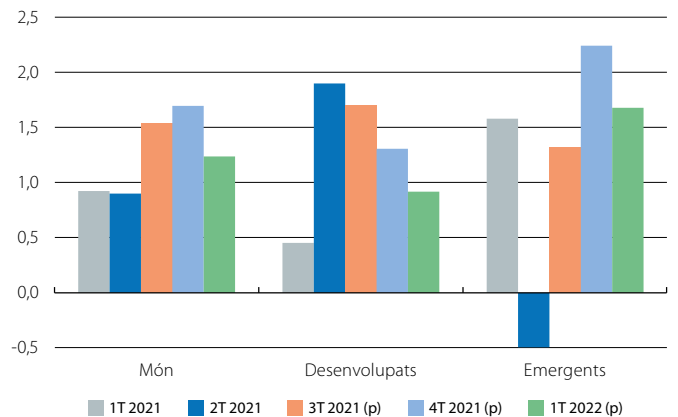
Les distorsions en les cadenes globals de subministraments, la principal amenaça a curt termini. El fort rebot en el consum, especialment en manufactures, i les polítiques de COVID Zero adoptades a la Xina i a altres economies asiàtiques (centrals en les grans cadenes globals manufactureres) generen problemes de proveïment de subministraments de tal magnitud que han obligat a frenar, i fins i tot a aturar, la producció en alguns sectors industrials (automòbil, ordinadors i construcció es trobarien entre els més afectats). Així mateix, aquesta distorsió pressiona a l'alça els costos de producció. Aquesta és una dinàmica que està en les fases inicials i que es podria intensificar en el futur, la qual cosa podria exacerbar un dels riscos més rellevants en l'actualitat, el de les tensions inflacionistes que ja s'observen en els preus al consum en nombroses economies.

ESTATS UNITS

L'expansió de la variant Delta i les restriccions d'oferta, claus per a l'escenari nord-americà en els propers mesos. Després de superar ja en el 2T els nivells de PIB pre-pandèmia, les perspectives per al 3T continuen sent positives, malgrat que amb ritmes de creixement lleugerament inferiors (prop de l'1,4% intertrimestral). D'una banda, el consum privat perdrà força quan s'hagi diluït l'impacte dels xecs estímul distribuïts en el 2T 2021, quan s'acabin els ajuts extres a l'atur i quan es freni el relaxament de les restriccions a la mobilitat arran de l'augment de casos per la variant Delta. De l'altra, les empreses hauran d'afrontar l'esmentada escassetat de subministraments i les dificultats per cobrir les vacants de treball. De fet, en aquest

Evolució del PIB

Variació intertrimestral (%)

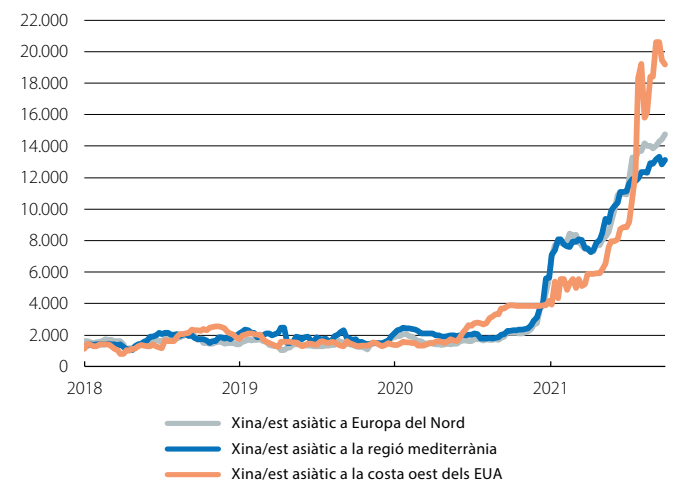


Notes: Els agregats es calculen incloent només les principals economies desenvolupades i les emergents. En tots els casos, els agregats es calculen a preus de mercat i no en termes de paritat de poder adquisitiu. (p) Previsions.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades internes.

Cost d'enviament d'un contenidor

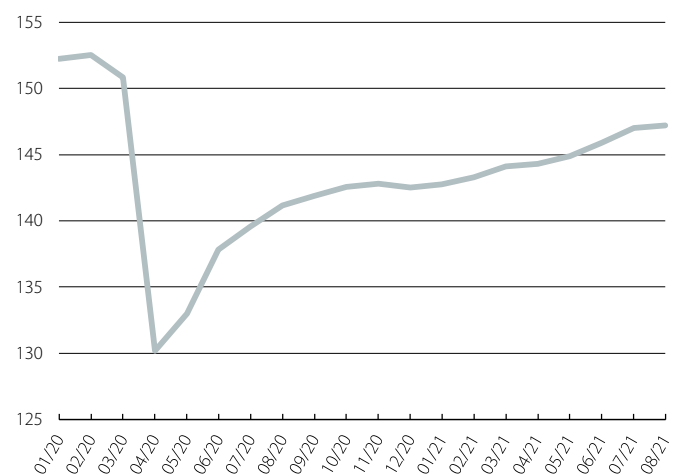
(Dòlars per un contenidor de 40 peus)



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

EUA: total d'ocupats

(Milions)



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

últim àmbit, destaca que gairebé el 85% dels empresaris nord-americans declaren que tenen dificultats per cobrir les seves vacants. Aquesta escassetat de mà d'obra, però, hauria d'anar a menys amb la finalització de les ajudes extres a l'atur al setembre. En aquest context de demanda elevada i de disrupcions en l'oferta, la inflació dels EUA va recular lleugerament a l'agost, tot i que encara se situava en nivells històricament elevats. En concret, l'IPC general va avançar el 5,3% interanual a l'agost, lleugerament per sota del mes anterior (-0,1 p. p.) i en línia amb les expectatives del mercat, mentre que la inflació subjacent es va situar en el 4,0%, 3 dècimes per sota del registre del juliol. D'ara endavant, projectem una moderació gradual de la inflació, a mesura que s'absorbeixi l'estalvi acumulat i s'alleguin les distorsions pel costat de l'oferta. No obstant això, continuem veient un risc substancial que la inflació es mantingui en nivells elevats.

El Congrés afronta una tardor calenta. Quan es publiqui aquest *Informe Mensual*, s'hauria d'haver donat el vistiplau final a una part de les mesures proposades per Biden, centrades en millorar les infraestructures clàssiques del país, per valor de 550.000 milions de dòlars (tot i que, en el moment d'escriure aquestes línies, s'havia ajornat la primera votació sobre aquest tema). A més a més, a curt termini, el Congrés ha d'aprovar algun tipus d'acord sobre el sostre del deute, ja que, cap a la meitat d'octubre, el Tresor del país es podria quedar sense recursos per afrontar els seus pagaments (vegeu el Focus «[Donant voltes al sostre del deute als EUA](#)», disponible a la web). Finalment, cal definir els detalls sobre nombroses mesures proposades per l'Administració sota els programes *The American Jobs Plan* (sobre infraestructures) i *The American Family Plan* (amb un enfocament social) (vegeu el Focus «[Activisme fiscal als EUA: molt soroll per no res?](#)» disponible a la web).

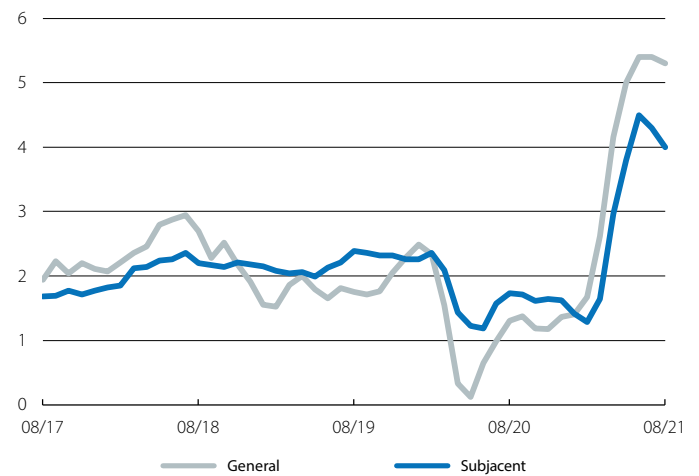
ZONA DE L'EURO

Avanços molt positius en el procés de vacunació. La zona de l'euro ha accelerat de manera significativa el procés de vacunació a l'estiu, i, per exemple, Portugal i Espanya ja tenen al voltant del 80% de la població amb la pauta completa. Això explica que, en termes d'activitat, la variant Delta estigui causant menys perjudicis que en altres zones del món. No obstant això, cal vigilar l'impacte negatiu que comencen a causar les distorsions de les cadenes d'oferta global, sobretot als països amb un pes important del sector manufacturer en les economies, com Alemanya (el 22%). De fet, segons Eurostat, el percentatge net d'empreses del sector a la zona de l'euro que, en el 3T 2021, reconeixien limitacions en la producció per falta de materials i de maquinària arribava al 40%, màxim històric de la sèrie (35 anys). Al mateix temps, sembla que s'està produint una escassetat creixent de mà d'obra, un altre factor que podria impactar de forma negativa sobre l'oferta.

El creixement de la zona de l'euro serà molt dinàmic en el 3T. Aquests problemes d'oferta es fan sentir en l'evolució dels principals indicadors de confiança, que, en la majoria dels casos, van caure de nou al setembre. No obstant això, tots ells mante-

EUA: IPC

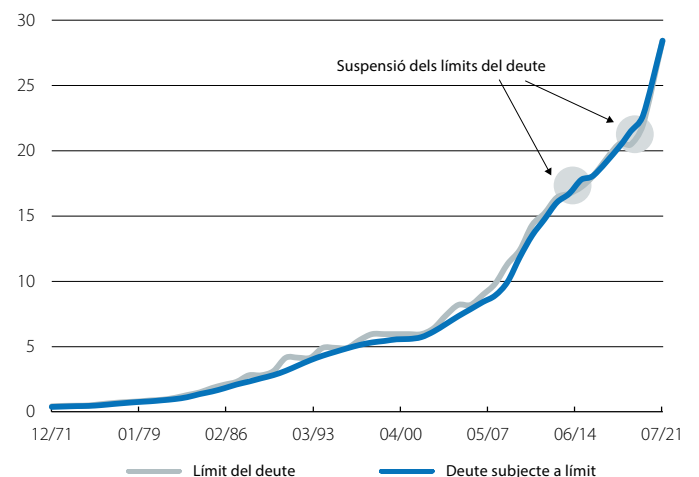
Variació interanual (%)



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

EUA: sostre del deute

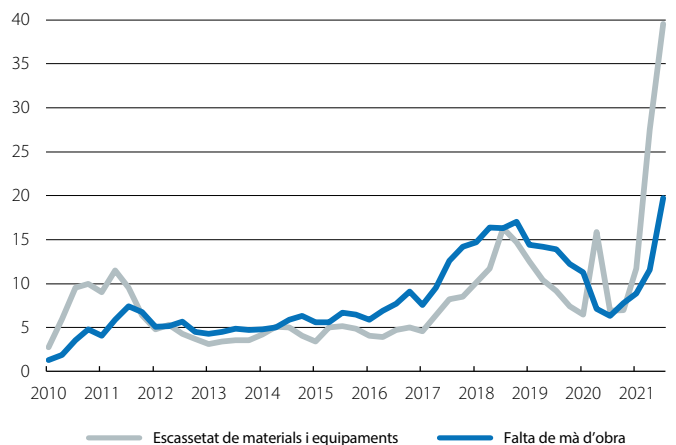
(Bilions de dòlars)



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

Zona de l'euro: factors que limiten la producció manufacturera

(% de respostes)



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

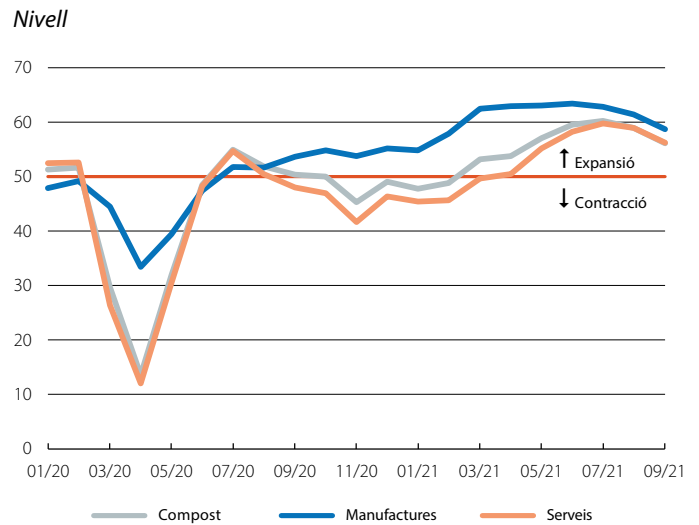
nen nivells força elevats i fan pensar que el creixement del 3T serà superior al del 2T. No serà fins al 4T quan el creixement es redueixi de manera significativa, a causa, en bona part, dels problemes de subministrament global, tot i que registrarà taxes molt per damunt del seu creixement mitjà a llarg termini. Així mateix, els riscos d'un alentiment més abrupte, causat pels colls d'ampolla, encara no poden ser descartats. En aquest context de dinamisme en la demanda i d'incipients problemes d'oferta, la inflació s'ha disparat fins a superar el 3,0%, impulsada, a més a més, per la forta pujada de l'electricitat, provocada per l'encariment del gas i dels drets d'emissió de la UE. Aquests factors persistiran en els propers mesos, de manera que la inflació es mantindrà al voltant d'aquests valors fins al final d'enguany, tot i que esperem que es redueixi fins al voltant del 2,0% durant el primer semestre del 2022.

EMERGENTS

La Xina pateix les conseqüències de les seves polítiques de COVID Zero i la crisi d'Evergrande augmenta els riscos per als propers mesos. El país en què es va originar la pandèmia i el primer que semblava que la tenia sota control està aplicant una política de «tolerància zero» amb la variant Delta. Aquestes polítiques han incrementat les distorsions que ja es venien observant en les cadenes globals d'oferta i, a més a més, retallaran el creixement del 3T 2021. Un altre factor de risc per als propers mesos és la delicada situació financera d'Evergrande: és la segona promotora més gran del país, amb actius equivalents al 2,0% del PIB xinès i amb uns passius superiors als 300.000 milions de dòlars, repartits entre 128 bancs i més de 121 institucions no bancàries. No obstant això, s'estima que el risc de contagi financer global per un impagament de la companyia seria molt limitat, ja que els inversors xinesos són els posseïdors de més del 80% del seu deute. A més a més, les autoritats xineses ja han començat a actuar per reduir les tensions financeres i per assegurar el flux de crèdit (el banc central ha injectat uns 17.000 milions de dòlars) i el més probable és que treballin per aconseguir una reestructuració ordenada. Malgrat que els riscos per al creixement a curt termini s'han incrementat, encara és factible assolir un creixement al voltant del 8% el 2021.

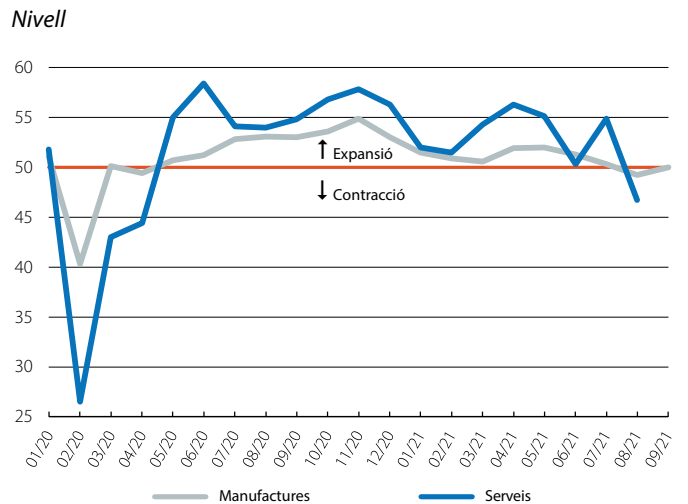
Comportament desigual de la resta d'economies emergents en el 3T. Les últimes dades apunten al fet que, a una gran part de l'Àsia emergent, el creixement també es frenarà de manera significativa en el 3T, sobretot als països del sud-est asiàtic, ja que es troben força endarrerits en el procés de vacunació i, a més a més, presenten una dependència elevada del turisme internacional, encara en hores baixes. A Àsia, l'excepció serà l'Índia, que registrarà un rebot important de l'activitat en el 3T. Després d'un 2T molt dinàmic, l'Europa emergent també es frenarà en el 3T, a causa, sobretot, del refredament de l'activitat a la indústria, molt afectada pels problemes de subministraments en les cadenes globals. D'altra banda, després d'un 2T força satisfactori, una bona part de l'Amèrica Llatina intensificarà el creixement en el 3T.

Zona de l'euro: índex PMI



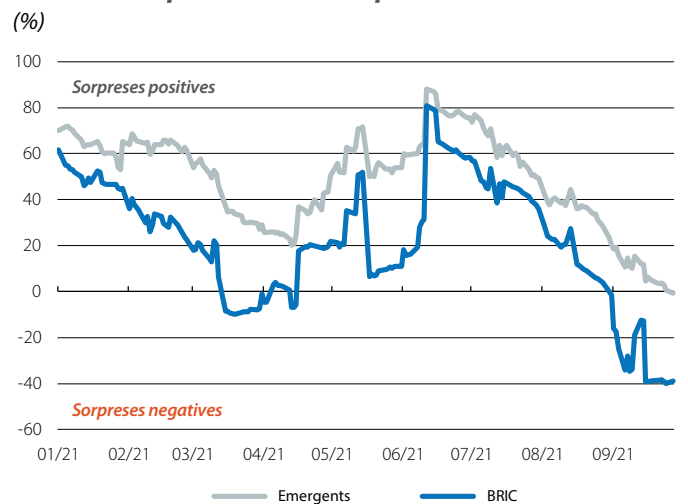
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Markit.

Xina: índex PMI



Nota: Les dades del PMI dels serveis corresponen al mes d'agost.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Markit.

Índex de sorpreses econòmiques *



Nota: * Balanç ponderat de les desviacions típiques dels errors de previsió, mesurats com la diferència entre la dada publicada i la mitjana del consens de Bloomberg.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Refinitiv.

L'escassetat de xips va per llarg

L'escassetat de semiconductors (o xips) i els seus colls d'ampolla són un dels trets més significatius de l'economia postpandèmia. Aquesta escassetat ha afectat molts sectors manufacturers i, molt especialment, la indústria de l'automòbil, que, a Europa, té un pes elevat. Així mateix, ha contribuït als colls d'ampolla que pressionen la inflació i que poden lluitar l'activitat. Però què explica aquest fenomen? Aquests colls d'ampolla en els xips són un fenomen transitori atribuïble a la pandèmia o també reflecteixen fets estructurals derivats de les característiques específiques del sector?

Elements conjunturals

L'economia postpandèmia es caracteritza per una forta demanda insatisfeta, en especial en el consum privat, que rep un impuls addicional per l'estalvi embassat durant el període de confinament. Així mateix, la demanda de reobertura és més intensa en béns vinculats a les tecnologies de la informació i de la comunicació, per l'auge del teletreball i de l'educació a distància (ordinadors, tauletes, etc.). I aquests béns requereixen elevades quantitats de xips. A més a més, una part no negligible d'aquesta demanda s'ha dirigit a la compra de cotxes, que també necessiten semiconductors. Tot i que una part d'aquest excés de demanda s'hauria de corregir en els propers trimestres, amb la normalització dels patrons de consum i amb l'esvaïment de l'estalvi embassat, hi ha altres forces més estructurals que poden fer persistir l'escassetat de xips.

En primer lloc, cal esmentar el desacoblament tecnològic entre la Xina i els EUA, que es prolongarà en els pròxims anys i que genera disruptcions en les cadenes de subministraments de xips. En segon lloc, el camí cap al cotxe elèctric, que utilitza més xips que un vehicle de combustió interna, també incrementarà la demanda de semiconductors. En tercer lloc, i potser aquest és el factor més important, hi ha l'estructura idiosincràtica del sector dels semiconductors.

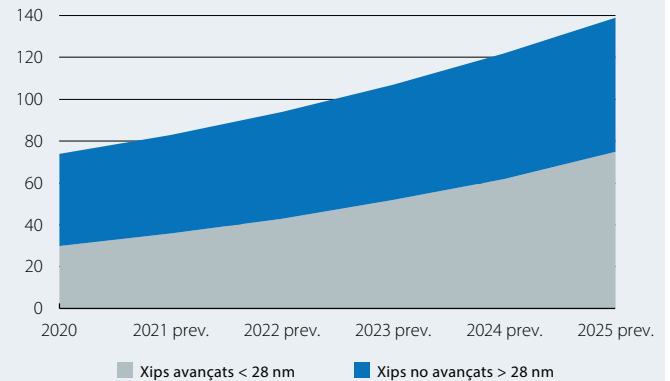
Què fa que el sector dels semiconductors sigui especial?

Les empreses de semiconductors es poden dividir en tres grups. Els productors integrats (IDM, *Integrated Device Manufacturers*), com Intel, Samsung o Texas Instruments, que dissenyen i fabriquen alhora; els dissenyadors no fabricadors (*fabless*, que no fabriquen *fabs*, oblies, només les dissenyen), com Nvidia, Qualcomm o AMD, i les fonderies pures (*pure play foundries*), com Taiwan Semiconductor.

En aquesta cadena de valor dels semiconductors, les *foundries* són el punt crític. Això és així perquè, en primer lloc,

Evolució prevista del mercat de xips: primacia dels xips avançats

(Milers de milions de dòlars)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Goldman Sachs.

l'elevat cost fix de la fabricació de xips, en especial els més avançats (menys de 28 nm),¹ fa financerament molt costós tenir les unitats de fabricació temporalment ocioses (vegeu el primer gràfic). Així mateix, aquest cost elevat implica uns nivells enormes d'inversió, que són una formidable barrera d'entrada. En tercer lloc, la complexitat de la fabricació d'oblies requereix un elevat grau d'especialització i, a més a més, fa que el client, el dissenyador en aquest cas, hagi d'aportar al fabricant una gran quantitat d'informació sensible si vol que el producte s'adapti a les seves especificacions. En conseqüència, les economies d'escala de la indústria i els fluxos d'informació sensible entre clients i productors tendeixen a fomentar la concentració.

Un mercat concentrat

Una bona mostra del paper clau de les *foundries* al sector és que, en els 20 últims anys, aquest mercat ha crescut a una taxa anual del 10% (74.000 milions de dòlars el 2020), mentre que el mercat total de semiconductors ha crescut al 4% (239.000 milions de dòlars el 2020). El banc d'inversions Goldman Sachs espera que la demanda de nodes avançats (de menys de 28 nm) faci créixer el mercat de *foundries* a un ritme del 15% anual fins al 2023, per tornar al 10% el 2024-2025. En comparació amb el cicle anterior, la indústria de les *foundries* està més concentrada. Taiwan Semiconductor és la *pure play foundry* més gran. El 2020, representava el 59% del total del mercat d'oblies, en relació amb el 50% del 2010, i, en els xips molt avançats (de

1. La complexitat dels xips es mesura per la seva petidesa, i la unitat de mesura són els nanòmetres (nm), la mil·lionèsima part d'un metre. Com menys nanòmetres té un xip, més avançat o sofisticat és. En l'actualitat, els més avançats tenen 3 nm, però els de menys de 28 nm ja es consideren relativament avançats.

menys de 10 nm, un mercat de 21.100 milions de dòlars), la concentració encara és més gran (Taiwan Semiconductor fabrica gairebé el 90% del total) (vegeu el segon gràfic). El segon fabricant d'òblies és Samsung, a una gran distància. Per la seva banda, el *decoupling* tecnològic entre la Xina i els EUA que hem esmentat més amunt ha deixat molt tocada la xinesa SMIC (Semiconductor Manufacturing International Company), ja que les recents restriccions dels EUA li impedeixen l'ús d'una certa tecnologia nord-americana.

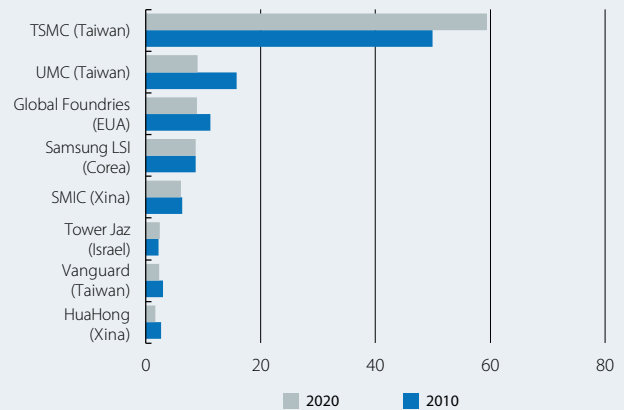
Europa, on vas?

En aquest entorn d'escassetat estructural de xips, els grans gegants tecnològics, com les FAANG (acrònim per a les principals empreses tecnològiques nord-americanes),² aprofiten la seva major capacitat de negociació per satisfer la seva elevada demanda abans que altres indústries, com la de l'automòbil.

Europa busca reforçar la pròpia indústria de semiconductors i explorar la possibilitat de desenvolupar una fabricació europea de xips. El problema és que el punt de partida està molt allunyat de la frontera tecnològica, en especial en la fabricació d'òblies. Això, unit als esmentats requeriments d'inversió, fa necessari un gran esforç a llarg termini que impliqui les principals economies europees. A Europa, el dilema es planteja entre buscar solucions conjunturals per alleujar la situació del sector de l'automòbil o competir directament amb Taiwan, situació que, sense canvis dràstics de política, sembla una quimera.

Jordi Singla

**Foneries de xips (foundries): *
quota de les empreses**
(% del total en dòlars)



Nota: * Foneries i fabricants d'òblies.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Goldman Sachs.

2. És a dir, Facebook, Amazon, Apple, Netflix i Alphabet.

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

ESTATS UNITS

	2019	2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	07/21	08/21	09/21
Activitat									
PIB real	2,3	-3,4	-2,9	-2,3	0,5	12,2	-	-	-
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	4,0	2,1	5,4	4,7	11,9	26,1	13,1	14,3	...
Confiança del consumidor (valor)	128,3	101,0	93,1	93,8	99,1	122,1	125,1	115,2	109,3
Producció industrial	-0,8	-7,2	-6,7	-4,3	-1,6	14,6	6,6	5,9	...
Índex d'activitat manufacturera (ISM) (valor)	51,2	52,5	55,0	59,0	61,4	60,8	59,5	59,9	61,1
Habitatges iniciats (milers)	1.295	1.396	1.440	1.575	1.599	1.586	1.554	1.615	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà (valor)	217	228	229	239	249	262	271	...	...
Taxa d'atur (% pobl. activa)	3,7	8,1	8,8	6,8	6,2	5,9	5,4	5,2	...
Taxa d'ocupació (% pobl. > 16 anys)	60,8	56,8	56,1	57,4	57,6	58,0	58,4	58,5	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	-2,7	-3,2	-2,9	-3,2	-3,6	-3,7	-3,7	...	...
Preus									
Inflació general	1,8	1,2	1,2	1,2	1,9	4,8	5,4	5,3	...
Inflació subjacent	2,2	1,7	1,7	1,6	1,4	3,7	4,3	4,0	...

JAPÓ

	2019	2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	07/21	08/21	09/21
Activitat									
PIB real	0,0	-4,7	-5,5	-0,9	-1,3	7,6	-	-	-
Confiança del consumidor (valor)	38,9	31,1	30,5	33,0	33,3	35,4	37,5	36,7	37,8
Producció industrial	-2,7	-10,6	-12,7	-4,2	-1,5	19,9	13,3	7,6	...
Índex activitat empresarial (Tankan) (valor)	6,0	-19,8	-27,0	-10,0	5,0	14,0	-	18,0	-
Taxa d'atur (% pobl. activa)	2,4	2,8	3,0	3,0	2,8	2,9	2,8	2,8	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	-0,3	0,1	-0,3	0,1	0,3	-	0,9	0,8	...
Preus									
Inflació general	0,5	0,0	0,0	-0,9	-0,5	-0,7	-0,3	-0,4	...
Inflació subjacent	0,6	0,2	0,1	-0,4	0,0	-0,9	-0,6	-0,5	...

XINA

	2019	2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	07/21	08/21	09/21
Activitat									
PIB real	6,0	2,3	4,9	6,5	18,3	7,9	-	-	-
Vendes al detall	8,1	-2,9	0,9	4,6	34,0	14,1	8,5	2,5	...
Producció industrial	5,8	3,4	5,8	7,1	24,6	9,0	6,4	5,3	...
PMI manufactures (oficial)	49,7	49,9	51,2	51,8	51,3	51,0	50,4	50,1	49,6
Sector exterior									
Balança comercial ^{1,2}	421	527	444	525	623	611	604	606	...
Exportacions	0,5	3,6	8,4	16,6	48,9	30,7	19,3	25,6	...
Importacions	-2,7	-0,7	3,7	5,6	29,0	43,4	28,1	33,1	...
Preus									
Inflació general	2,9	2,5	2,3	0,1	0,0	1,1	1,0	0,8	...
Tipus d'interès de referència ³	4,2	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Renminbi per dòlar	6,9	6,9	6,9	6,6	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5

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

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

ZONA DE L'EURO

Indicadors d'activitat i ocupació

Valors, llevat que s'indiqui el contrari

	2019	2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	07/21	08/21	09/21
Vendes al detall (variació interanual)	2,4	-0,9	2,5	1,6	2,5	12,3	3,1	...	...
Producció industrial (variació interanual)	-1,3	-8,6	-6,9	-1,4	3,5	23,3	7,7	...	...
Confiança del consumidor	-7,0	-14,3	-14,4	-15,6	-13,7	-5,5	-4,4	-5,3	-4,0
Sentiment econòmic	103,7	88,2	88,5	91,4	95,3	114,3	119,0	117,6	117,8
PMI manufactures	47,4	48,6	52,4	54,6	58,4	63,1	62,8	61,4	58,7
PMI serveis	52,7	42,5	51,1	45,0	46,9	54,7	59,8	59,0	56,3
Mercat de treball									
Ocupació (persones) (variació interanual)	1,2	-1,6	-2,1	-1,8	-1,9	...	-	...	-
Taxa d'atur (% pobl. activa)	7,6	7,9	8,5	8,2	8,1	8,0	7,6	7,5	...
Alemanya (% pobl. activa)	3,2	3,9	4,1	4,1	3,9	3,7	3,6	3,6	...
França (% pobl. activa)	8,4	8,0	8,9	8,0	8,0	8,2	8,0	8,0	...
Itàlia (% pobl. activa)	10,0	9,3	10,0	9,8	10,1	9,8	9,3	9,3	...
PIB real (variació interanual)	1,4	-6,5	-4,0	-4,6	-1,3	13,6	-	...	-
Alemanya (variació interanual)	1,1	-4,9	-3,7	-2,9	-3,1	9,4	-	...	-
França (variació interanual)	1,8	-8,0	-3,6	-4,3	1,5	18,7	-	...	-
Itàlia (variació interanual)	0,3	-8,9	-5,2	-6,5	-0,7	17,3	-	...	-

Preus

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

	2019	2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	07/21	08/21	09/21
General	1,2	0,3	0,0	-0,3	1,1	1,8	2,2	3,0	3,4
Subjacent	1,0	0,7	0,6	0,2	1,2	0,9	0,7	1,6	1,9

Sector exterior

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

	2019	2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	07/21	08/21	09/21
Saldo corrent	2,5	2,3	2,2	2,3	2,7	2,8	...	...	...
Alemanya	7,4	7,0	6,8	7,0	7,1	7,3	...	...	...
França	-0,3	-1,9	-1,5	-1,9	-1,7	-1,6	...	...	...
Itàlia	3,2	3,5	3,4	3,5	3,5	3,9	...	...	...
Tipus de canvi efectiu nominal¹ (valor)	92,3	93,8	95,4	95,5	95,3	94,9	94,2	93,9	93,8

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2019	2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	07/21	08/21	09/21
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres ²	3,8	6,3	7,1	7,0	6,4	2,3	1,7	1,5	...
Crèdit a les llars ^{2,3}	3,4	3,2	3,1	3,2	3,1	3,9	4,2	4,2	...
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres ⁴ (%)	1,2	1,2	1,3	1,3	1,1	1,2	1,3	1,2	...
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge ⁵ (%)	1,5	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	...
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	8,0	12,9	14,1	15,2	16,1	12,3	11,3	11,5	...
Altres dipòsits a curt termini	0,3	0,6	1,0	1,4	1,0	-0,6	-1,8	-1,5	...
Instrumentos negociables	-1,9	9,6	10,2	17,5	12,6	9,9	7,9	9,9	...
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars (%)	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	...

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

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

Sòlids senyals expansius a Espanya en el tercer trimestre

La favorable evolució epidemiològica ha permès aixecar les restriccions i reduir, així, l'impacte de la pandèmia sobre l'activitat econòmica. Les dades van mostrant una dissociació creixent entre contagis i hospitalitzacions i defuncions, a mesura que ha anat creixent el percentatge de població immunitzada, que ja ha arribat al 76,8%. La incidència acumulada continua a la baixa i se situa en nivells reduïts, 59 contagis per 100.000 habitants, en relació amb els 276 d'un mes enrere; el percentatge d'ocupació hospitalària per pacients COVID s'ha reduït al 2% al final de setembre, en relació amb el 6% del mes anterior, i les morts setmanals per milió d'habitants han baixat a 2,5 des del 7,5 del final d'agost.

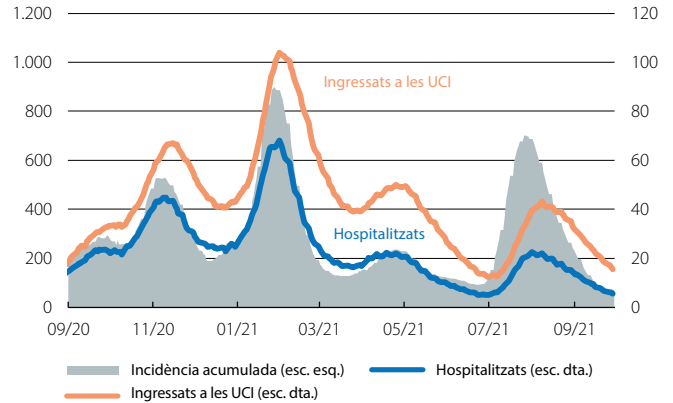
Notable revisió a la baixa del creixement del PIB del 2T 2021, des del 2,8% intertrimestral estimat inicialment fins a l'1,1%, a causa, fonamentalment, d'un menor avanç del consum privat i de la inversió, juntament amb un major creixement de les importacions en relació amb el que s'havia anunciat amb anterioritat. En conseqüència, la distància del PIB dels nivells previs s'amplia fins al 8,4% des del 6,8% anterior. Arran d'aquesta revisió, i malgrat que les perspectives de creixement per als propers trimestres no empitjoren, ajustem el nostre escenari per als propers anys. Per al conjunt del 2021, retallem la previsió de creixement del PIB fins al 5,0%, mentre que, per al 2022, la revisem 2 dècimes a l'alça, fins al 6,2%, a causa d'un retard en l'aflorentament de la demanda embassada.

Els indicadors d'activitat mostren que els senyals expansius continuen sent sòlids i que la recuperació ha anat guanyant impuls fins a l'agost, tot i que, al setembre, es percep una lleugera moderació dels ritmes d'avanç, situació normal després del fort rebot que es va produir amb el final de l'estat d'alarma. D'una banda, els índexs de sentiment PMI de manufactures i de serveis es van situar, al setembre, en 58,1 i en 56,9, respectivament, nivells una mica inferiors als màxims del juny, tot i que ja acumulen sis mesos consecutius en terreny expansiu (per damunt dels 50 punts). De l'altra, l'indicador de consum de CaixaBank avança al setembre el 12% en relació amb el mateix mes del 2019, després d'haver marcat el pic de màxim creixement a l'agost (el 13%), taxes que, en qualsevol cas, són marcadament superiors a les del 2T, quan només se situaven el 3% per damunt dels nivells del 2019.

El mercat laboral consolida la recuperació i s'aproxima als nivells previs a la pandèmia. Després de cinc mesos de pujades, l'afiliació, corregida d'estacionalitat, va superar, ja al setembre, el nivell del febrer del 2020 (19,5 milions), resultat al qual cal afegir la reducció de 22.482 treballadors afectats per ERTO, fins a una mitjana, al setembre, de 248.797 persones. L'ocupació efectiva (afiliats desestacionalitzats sense els treballadors en ERTO) es troba només a 160.000 persones de tornar als nivells pre-pandèmia i, en el conjunt del 3T, anota un creixement trimestral del 3,3%, en relació amb l'1,8% registrat en el 2T, la qual cosa donaria suport a les perspectives d'acceleració del creixement del PIB en el trimestre acabat recentment.

Espanya: contagis i pacients COVID hospitalitzats (Incidència acumulada de 14 dies)

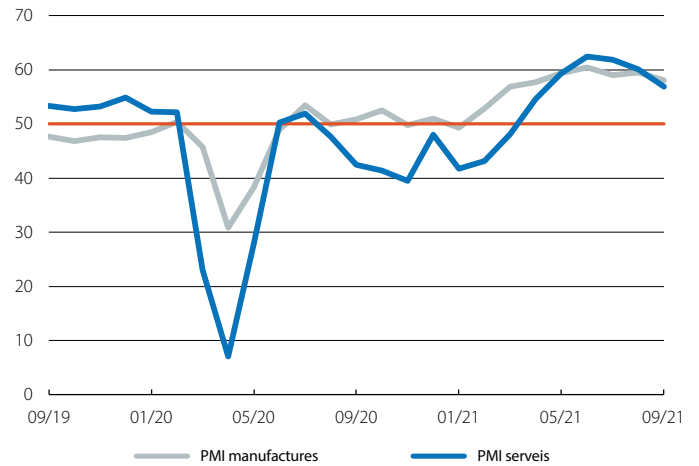
Per 100.000 hab.
Per milió d'hab.



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri de Sanitat.

Espanya: indicadors d'activitat

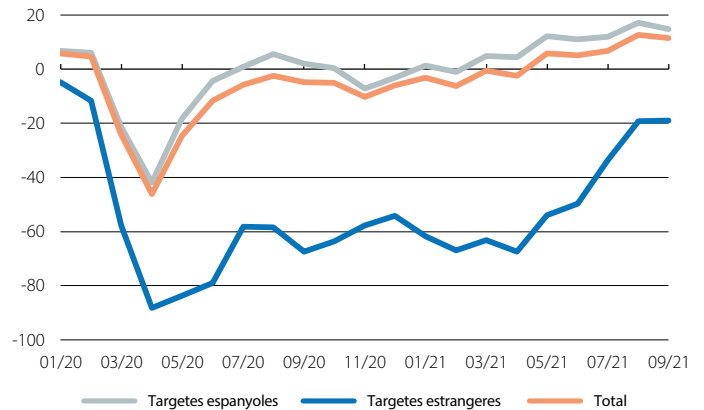
Nivell



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

Espanya: indicador CaixaBank de consum *

Variació en relació amb el mateix període del 2019 (%)



Notes: * Aquest indicador inclou la despesa i els reintegraments amb targetes emeses per CaixaBank i la despesa de no clients als TPV CaixaBank. En el cas de les targetes estrangeres, també s'inclouen els reintegraments als caixers de CaixaBank. La dada per al setembre del 2021 inclou la mitjana de les quatre primeres setmanes.

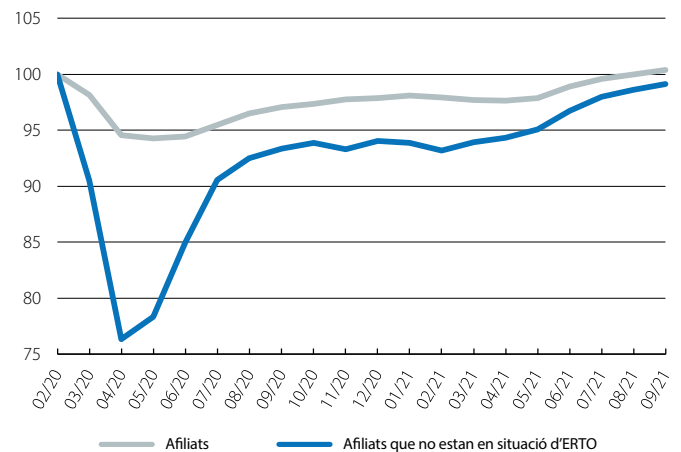
Font: CaixaBank Research, a partir de dades internes.

La inflació puja al 4% al setembre, el nivell més elevat des del 2008. Per setè mes consecutiu, la inflació va repuntar en 7 dècimes, impulsada, fonamentalment, pel component energètic i, en especial, per l'electricitat. Per la seva banda, la subjacent, que no inclou els aliments sense elaborar ni els productes energètics, també mostra una senda alcista, tot i que més continguda que la general, a causa de l'encariment dels serveis relacionats amb el turisme i l'hoteleria, i se situa en l'1%, 3 dècimes més que a l'agost i la més alta en 15 mesos. D'aquesta manera, la bretxa entre la taxa subjacent i la general, 3 punts, és la més àmplia des del començament de la sèrie, a l'agost del 1986. Tot i que, a la zona de l'euro, la inflació també continua a l'alça, el repunt ha estat menys intens que a Espanya, de manera que el diferencial d'inflació s'ha ampliat al setembre fins a les 6 dècimes. La pressió alcista de l'electricitat es podria mantenir al llarg dels propers mesos, atesos els preus que marquen els futurs de l'electricitat fins al 1T 2022. Situem la previsió de CaixaBank Research per a la inflació mitjana anual el 2021 en el 2,4%, amb riscos esbiaixats a l'alça pels preus de l'energia. Malgrat tot, ara com ara, el repunt de la inflació presenta un caràcter predominantment transitori, sense que es percebin efectes de segona ronda i amb unes expectatives d'inflació a llarg termini que es mantenen ancorades.

La millora de la balança comercial permet ampliar el superàvit per compte corrent. En els set primers mesos de l'any, la balança per compte corrent va presentar un superàvit de 4.554 milions d'euros, el 15,8% més que en el mateix període del 2020, però lluny encara de les xifres del 2019 (14.033 milions). La millora de la balança corrent s'explica per la correcció del dèficit comercial, que es redueix l'11,2% interanual, fins als -6.995 milions. Cal recular fins al 1987 per trobar un dèficit comercial inferior al gener-juliol. A aquest resultat va contribuir l'excel·lent evolució del component no energètic (superàvit de 5.202 milions en relació amb els 1.142 milions del 2020), en contrast amb la intensa ampliació del dèficit energètic, el 35,2%, fins als -12.197 milions. En canvi, es deterioren tant la balança de rendes, el dèficit de la qual augmenta el 9,9%, fins als 6.868 milions, com la de turisme, el superàvit de la qual es redueix el 13,2%, fins als 5.539 milions, la xifra més baixa de la sèrie (que arrenca el 1993) en aquest període.

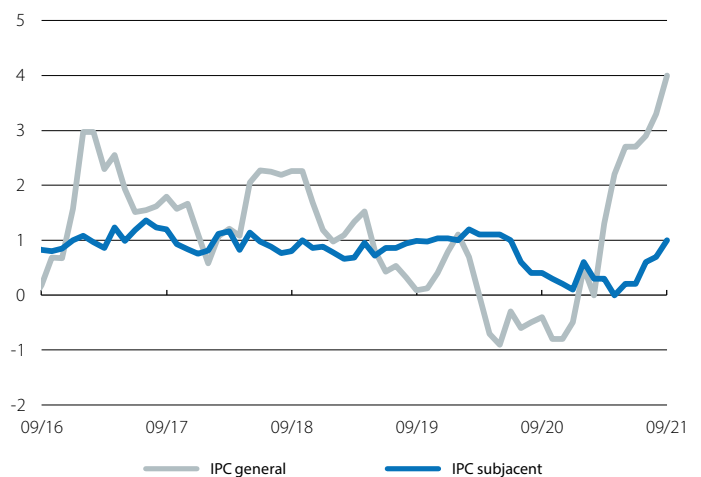
La recuperació dels ingressos facilita la correcció del dèficit públic. Durant els set primers mesos de l'exercici, l'Estat va registrar un dèficit del 4,2% del PIB, en relació amb el 5,4% d'un any abans, gràcies a l'augment dels ingressos del 14,4% interanual, amb una pujada elevada de la recaptació per IVA (el +16,5%). No obstant això, les despeses acceleren el ritme de creixement fins al 3,3% (el +2,5% fins al juliol), principalment per l'augment de les transferències a altres Administracions públiques i pel repunt dels consums intermedis, per la despesa en vacunes. Malgrat que la COVID-19 continuarà tenint un impacte considerable sobre els comptes públics del 2021 (a través dels ERTO, prorrogats fins al febrer del 2022, de les ajudes a les empreses i de la despesa sanitària), la recuperació econòmica contribuirà a la reducció del dèficit públic del 2021, el qual es podria situar al voltant del 8,2% del PIB (el 10,1% el 2020 sense la Sareb).

Espanya: mitjana mensual d'afiliats *
Index (100 = febrer 2020)



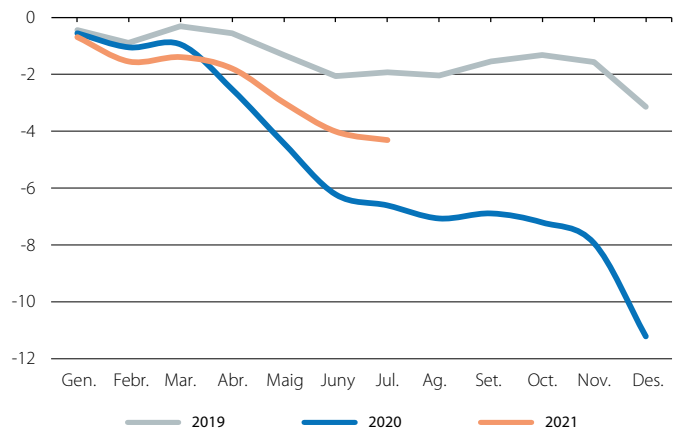
Nota: * Sèries desestacionalitzades.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri d'Ocupació i Seguretat Social.

Espanya: avanç de l'IPC
Variació interanual (%)



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

Espanya: capacitat/necessitat de finançament de les Administracions públiques *
(% del PIB)



Nota: * Saldo consolidat sense corporacions locals.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la IGAE.

El sector exportador a Espanya: una perspectiva de valor afegit

La transformació de l'economia espanyola en l'última dècada ha estat especialment visible al sector exterior. Es va passar de perdre competitivitat i de patir dèficits creixents el 1997-2007 (el dèficit per compte corrent va arribar a superar el 9% del PIB) a recuperar competitivitat i a aconseguir que, des del 2012, el saldo exterior sigui sempre positiu (el +1,8% en la mitjana 2012-2020). Per entendre millor com aquesta transformació ajudarà l'economia després de la pandèmia, analitzem la trajectòria de les exportacions des d'una nova perspectiva.

El valor afegit de les exportacions espanyoles

En un entorn de cadenes de producció fragmentades, de «servificació»¹ creixent i de digitalització de l'economia i del comerç internacional –on els béns finals inclouen cada vegada més serveis a les cadenes de valor, on els serveis es tornen, en si mateixos, més comercialitzables i on les empreses incorporen més intensivament les tecnologies de la informació i comunicació en els processos productius–, és important entendre l'evolució de les exportacions espanyoles des d'una perspectiva del seu valor afegit. El valor afegit domèstic (VAD) de les exportacions ens ofereix una mesura del valor que afegeixen els treballadors i les empreses espanyoles als productes i als serveis que exporten.² Entre el 2005 i el 2015, el VAD espanyol va acumular un creixement del 38%, una xifra especialment destacable en un context de doble recessió en què el valor afegit brut (VAB) del conjunt de l'economia només va avançar el 4% (vegeu el primer gràfic).

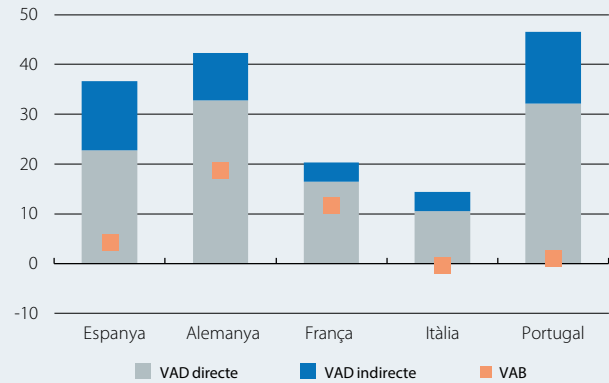
A més a més, podem repartir el VAD de les exportacions entre el VAD directe, el valor afegit generat als sectors exportadors finals de cada país, i el VAD indirecte, generat en altres sectors considerats intermedis en cada cadena de valor, però que afegeixen valor a les exportacions de béns i de serveis «finals». Amb aquesta distinció, veiem que el creixement del VAD de les exportacions espanyoles destaca per l'elevada contribució del VAD indirecte, responsable de 16 p. p. del creixement total del VAD exportador, molt per damunt de l'observat en altres països europeus (5,5 p. p. a França i 9 p. p. a Alemanya).

1. Vegeu, per exemple, WTO (2019), «World Trade Report 2019: The future of services trade», i Miroudot, S. i Cadestin, C. (2017), «Services in Global Value Chains: From inputs to value-creating activities», OECD Trade Policy Papers, 197.

2. El VAD de les exportacions espanyoles representa el 77% de les exportacions brutes. La mitjana de la UE és del 68%, amb variacions que oscil·len entre un percentatge proper al 80% a Alemanya, a França o a Croàcia i un percentatge proper al 40% a Luxemburg o a Malta. Per sectors, el VAD representa una major proporció de les exportacions brutes als serveis (el 79% de mitjana als països de la UE), mentre que, a la indústria, el VAD representa, de mitjana, el 62% de les exportacions.

Evolució del VAB i del VAD de les exportacions

(%, variació del VAB i contribucions a la variació del VAD entre el 2005 i el 2015)



Notes: El valor afegit domèstic (VAD) directe mesura la contribució dels exportadors finals al VAD. El VAD indirecte mesura la contribució dels «exportadors intermedis», és a dir, de les empreses i dels treballadors que participen en la cadena de valor però que no són exportadors finals de determinat producte. En agregat, el VAD indirecte ofereix una mesura de l'efecte arrossegament de les exportacions.

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

Internacionalització i valor afegit: poder d'arrossegament i serveis

Però com van créixer aquestes exportacions? Per sectors, els principals exportadors en termes de VAD són els serveis comercials i la reparació de vehicles, els productes químics i els minerals no metàl·lics, els equipaments de transport i els diferents serveis empresarials. Si distingim entre el VAD directe (originat directament al sector) i el VAD indirecte (originat en altres sectors però incorporat en les exportacions del sector exportador final), veiem que les exportacions del sector manufacturer destaquen pel seu efecte arrossegament. En concret, a les indústries agroalimentària i metal·lúrgica, el VAD indirecte representa gairebé el 60% del VAD exportador i, en el cas de la petroquímica i dels béns de transport, supera el 50%. A més a més, entre el 2005 i el 2015, el sector agroalimentari i els serveis d'informació i comunicació es van situar entre els que més han vist augmentar l'efecte indirecte i van contribuir de manera significativa al creixement de la importància relativa d'aquestes exportacions per a l'economia espanyola. Destaquen també els augments del VAD directe als serveis d'informació i comunicació, així com als serveis comercials i en altres serveis empresarials, que reforcen la importància d'aquests sectors dins el teixit exportador espanyol (vegeu el segon gràfic).

Una anàlisi del saldo comercial des d'una perspectiva de valor afegit ens ofereix una visió més precisa de l'evolució del funcionament del sector exterior i ens permet esbrinar com cada sector, de forma directa o indirecta, agrega

valor afegit i en quina mesura la seva dimensió externa és significativa per a l'economia nacional.³ En primer lloc, destaca que tots els sectors analitzats van contribuir positivament a la dràstica millora del saldo comercial entre el 2005 i el 2015, amb l'excepció de la categoria «altres béns manufacturats» (explicada, íntegrament, per l'empitjorament del dèficit extern del sector tèxtil). En segon lloc, cal destacar la millora significativa en serveis comercials i en altres serveis empresarials, la qual cosa marca la centralitat dels serveis al llarg de tota la cadena de valor de l'economia espanyola, amb una contribució agregada de 4 p. p. a la millora del saldo comercial durant el període (vegeu el tercer gràfic). Entre els béns, té una rellevància particular el comportament d'alguns sectors de manufactures pesades amb una gran capacitat d'arrossegament, com els béns d'equipament i els productes metàl·lics. Pel que fa a les contribucions més grans al saldo comercial, es mantenen els serveis turístics i logístics, tot i que cal assenyalar la disminució de la seva contribució relativa, per una contribució directa i per un efecte d'arrossegament menors.

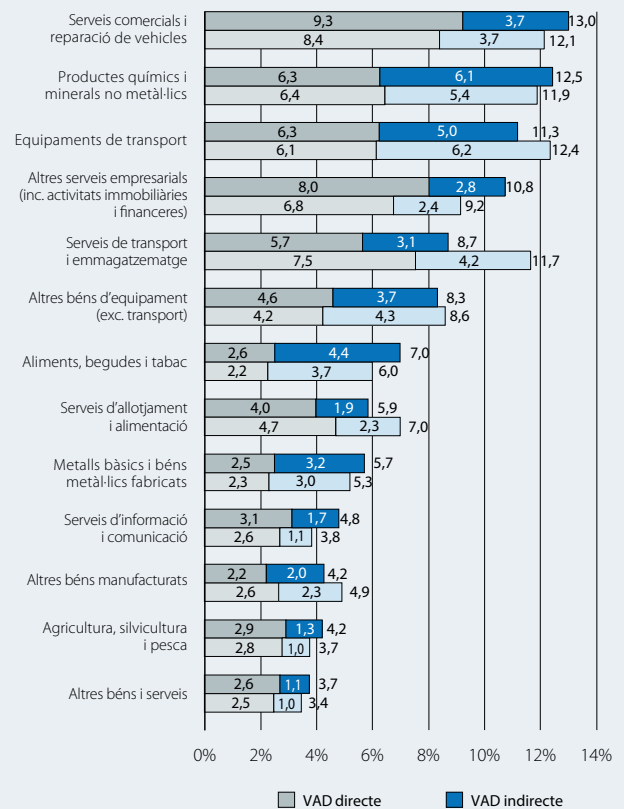
Quo vadis, VAD?

En l'última dècada, l'economia espanyola s'ha internacionalitzat i ha aconseguit transformacions importants del teixit exportador. De cara al futur, la competitivitat de l'economia dependrà de la capacitat de sostenir guanys de productivitat i d'arrossegat la generació de valor afegit dels sectors més dinàmics a tota l'economia. A més dels ingredients habituals d'inversió en educació, en formació i en digitalització, caldrà també continuar aprofundint la integració entre els sectors. En aquest sentit, és important destacar el reforç del paper dels serveis, per la seva capacitat de generar valor i d'amalgamar tota la cadena de producció, i la bona execució dels Projectes Estratègics per a la Recuperació i Transformació Econòmica (PERTE)⁴ com utensilis particularment útils per a l'èxit d'aquesta missió.

Luís Pinheiro de Matos

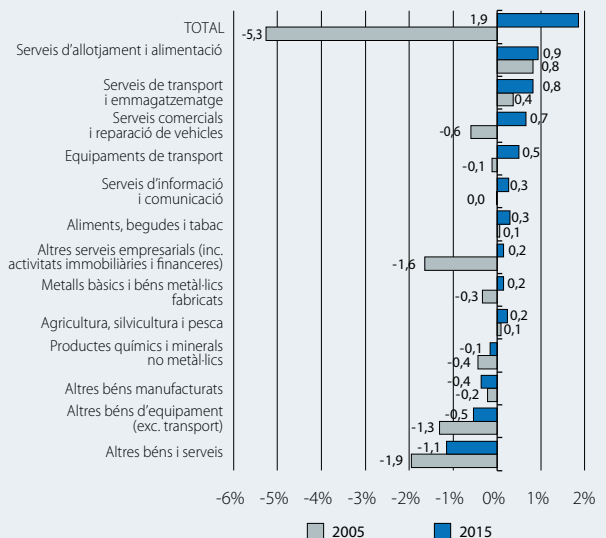
3. Específicament, el saldo exterior sectorial en valor afegit mesura, per a cada sector, la diferència entre el VAD en les exportacions i el valor afegit extern en les importacions, la qual cosa permet revelar relacions comercials que no són evidents en observar la relació entre les exportacions i les importacions en termes bruts. En agregar aquest saldo exterior en valor afegit per a tots els sectors de l'economia, s'obté el saldo comercial en valor afegit, que pot divergir de la mesura «estàndard» del saldo comercial calculada amb els fluxos bruts de les exportacions i de les importacions.
 4. Els PERTE són projectes identificats amb una gran capacitat d'arrossegament per a l'economia i estan definits al real decret llei que regula els fons europeus. Entre les seves principals característiques, els PERTE han de comptar amb finançament privat, que es pot articular amb finançament públic a través, per exemple, de subvencions o de consorcis. Entre els criteris que es valoren per declarar un projecte com a PERTE hi ha el seu caràcter innovador i l'aportació de valor afegit.

Espanya: valor afegit domèstic (VAD) de les exportacions (2005 vs. 2015)
 (% del valor afegit domèstic total de les exportacions)



Notes: El valor afegit domèstic (VAD) directe mesura la contribució (directa) del sector al VAD de les exportacions del propi sector. El VAD indirecte mesura la contribució (indirecta) d'altres sectors al VAD de les exportacions del sector. S'il·lustren en color més fosc els VAD corresponents a l'últim any amb dades disponibles (2015) i en color més clar l'any base (2005).
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE.

Espanya: saldo comercial en valor afegit (contribucions sectorials)
 (% del VAB de l'economia espanyola el 2005 i el 2015)



Nota: El saldo exterior en valor afegit mesura la diferència entre el valor afegit domèstic en la demanda final externa i el valor afegit extern en la demanda final interna, en cada sector.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE.

Indicadors d'activitat i ocupació

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

	2019	2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	07/21	08/21	09/21
Indústria									
Índex de producció industrial	0,7	-9,4	-5,2	-2,2	3,0	28,0	3,3	1,7	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-3,9	-14,0	-11,9	-11,0	-7,3	2,5	2,1	1,4	2,7
PMI de manufactures (valor)	49,1	47,5	51,4	51,1	53,0	59,2	59,0	59,5	58,1
Construcció									
Visats d'obra nova (acum. de 12 mesos)	17,2	-12,8	-19,1	-19,9	-19,1	-1,8	13,4	...	...
Compravenda d'habitatges (acum. de 12 mesos)	3,6	-12,5	-17,5	-17,2	-17,3	0,6	17,3	...	...
Preu de l'habitatge	5,1	2,1	1,7	1,5	0,9	3,3	-	-	-
Serveis									
Turistes estrangers (acum. de 12 mesos)	1,4	-36,9	-50,9	-72,7	-85,5	-81,3	-68,2	-55,5	...
PMI de serveis (valor)	53,9	40,3	47,3	43,0	44,3	58,8	61,9	60,1	56,9
Consum									
Vendes comerç al detall	2,3	-7,1	-3,5	-2,9	-0,4	20,4	-0,1	-0,9	...
Matriculacions d'automòbils	-3,6	-29,2	-7,5	-13,2	12,7	661,0	-28,9	-28,9	-15,7
Indicador de confiança dels consumidors (valor)	-6,3	-22,8	-26,9	-26,3	-22,1	-11,1	-10,2	-8,5	-8,6
Mercat de treball									
Població ocupada ¹	2,3	-2,9	-3,5	-3,1	-2,4	5,7	-	...	...
Taxa d'atur (% de la població activa)	14,1	15,5	16,3	16,1	16,0	15,3	-	...	...
Afiliats a la Seguretat Social ²	2,6	-2,0	-3,0	-2,0	-1,4	3,9	4,3	3,6	3,5
PIB	2,1	-10,8	-8,7	-8,8	-4,2	17,5	-	...	...

Preus

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

	2019	2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	07/21	08/21	09/21
General	0,7	-0,3	-0,5	-0,7	0,6	2,6	2,9	3,3	4,0
Subjacent	0,9	0,7	0,5	0,2	0,4	0,1	0,6	0,7	...

Sector exterior

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

	2019	2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	07/21	08/21	09/21
Comerç de béns									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	1,8	-10,0	-8,9	-10,0	-8,1	8,7	10,7	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	1,0	-14,7	-13,3	-14,7	-14,0	3,3	6,3	...	...
Saldo corrent	26,2	9,3	11,9	9,3	8,3	9,2	9,9	...	...
Béns i serveis	36,5	16,5	19,2	16,5	16,0	16,8	17,8	...	...
Rendes primàries i secundàries	-10,3	-7,3	-7,3	-7,3	-7,6	-7,7	-7,9	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	30,4	13,7	16,3	13,7	12,7	15,5	16,8	...	...

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers³

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

	2019	2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	07/21	08/21	09/21
Dipòsits									
Dipòsits de llars i empreses	5,4	7,5	9,0	8,7	8,9	4,9	4,8	4,8	...
A la vista i estalvi	10,7	12,3	13,8	13,7	14,1	9,2	9,0	8,9	...
A termini i preavis	-13,4	-16,5	-16,5	-17,1	-20,4	-23,5	-25,0	-26,3	...
Dipòsits d'AP	8,8	1,0	5,2	11,8	11,2	16,3	11,6	13,6	...
TOTAL	5,6	7,1	8,7	8,9	9,1	5,6	5,2	5,4	...
Saldo viu de crèdit									
Sector privat	-1,5	1,2	2,0	2,4	2,3	-0,4	-0,5	-0,9	...
Empreses no financeres	-3,4	4,9	7,1	7,9	7,8	-0,7	-1,4	-2,2	...
Llars - habitatges	-1,3	-1,8	-1,8	-1,5	-1,0	0,0	0,5	0,5	...
Llars - altres finalitats	3,2	0,8	0,3	-0,1	-1,8	-0,7	-0,8	-1,6	...
Administracions públiques	-6,0	3,0	1,1	8,8	9,5	17,4	22,6	22,2	...
TOTAL	-1,7	1,3	1,9	2,7	2,7	0,6	0,9	0,4	...
Taxa de morositat (%)⁴	4,8	4,5	4,7	4,5	4,5	4,5	4,4	...	...

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

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

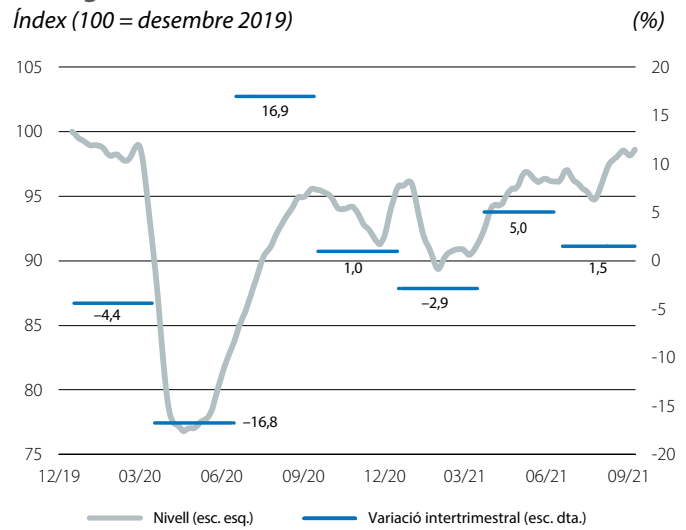
Portugal: el rècord en la vacunació impulsa la recuperació

La recuperació progressa, però la revisió del PIB ajorna l'assoliment dels nivells previs a la COVID. L'INE ha revisat les dades per al PIB portuguès, que apunten a una contracció del 8,4% el 2020, més intensa que en la previsió anterior (el -7,6%). Aquesta revisió guarda relació amb un impacte de la pandèmia major del que inicialment es va estimar per a allotjament i restauració i per a transports i emmagatzematge. Així mateix, les dades revisades apunten a un menor consum de les famílies, a una menor inversió i a menys importacions el 2020. De la mateixa manera, la recuperació econòmica del 2T 2021 va ser menys accentuada del que s'havia previst inicialment (el 4,5% intertrimestral, en lloc del 4,9%). Amb aquestes revisions, la nostra expectativa és que la recuperació del PIB fins als nivells previs a la COVID no es produirà fins al final del 2022 (amb anterioritat, cap a la meitat del 2022). No obstant això, les perspectives continuen sent positives: l'indicador diari d'activitat del Banc de Portugal revela una reducció de la bretxa amb el final del 2019 propera al 2%, al mateix temps que el procés de vacunació està gairebé finalitzat (el 84% de la població està totalment vacunada) i el pla de desconfinament ha entrat en l'última fase. En aquest moment, les màscares només són obligatòries en alguns llocs (com el transport públic), el certificat digital ja no és necessari per entrar als restaurants o als allotjaments i tots els establiments poden estar oberts.

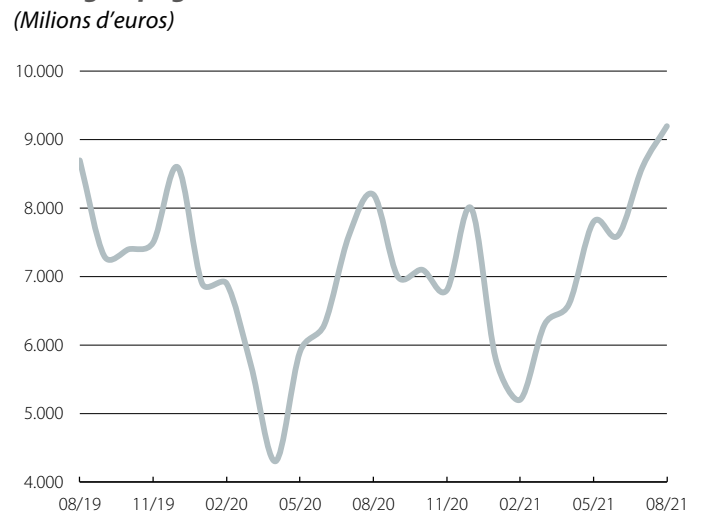
El consum de les famílies evoluciona de manera positiva, amb el suport del mercat laboral i de l'estalvi. El consum privat s'ha recuperat de manera notable en el 2T, fins a situar-se el 2,9% per sota dels valors del final del 2019 (el -9,5% en el 1T), una recuperació basada en el consum de béns duradors. Aquesta evolució és coherent amb el que s'esperava, ja que la pandèmia, i les conseqüents restriccions a la mobilitat, i un context de major incertesa van potenciar un augment considerable de l'estalvi de les famílies. Per aquest motiu, és normal que el desconfinament i la recuperació dels nivells d'ocupació (a l'agost, es va situar el 0,7% per damunt de la de l'agost del 2019) contribueixin a un augment de la confiança, que es reflecteix en els indicadors més recents. Més concretament, la confiança dels consumidors va augmentar al setembre per segon mes consecutiu i es va apropar als nivells de les acaballes del 2019, amb perspectives més positives pel que fa a la situació financera de les llars i del país. Al mateix temps, els pagaments amb targeta continuen superant els valors previs a la COVID: a l'agost, van registrar un augment del 5,7% en relació amb l'agost del 2019.

El mercat immobiliari continua sòlid. Durant el 2T, es van realitzar 52.855 transaccions de cases, el 24% més que en el mateix període del 2019, i els preus es van accelerar en relació amb els tres primers mesos de l'any, amb una variació interanual del 6,6% (el 5,2% en el 1T). Al seu torn, indicadors més recents, com l'avaluació bancària i la variació dels preus calculats per Confidencial Immobiliàrio, suggereixen que, en el 3T, el ritme de creixement dels preus es mantindrà elevat, tot i que una mica més

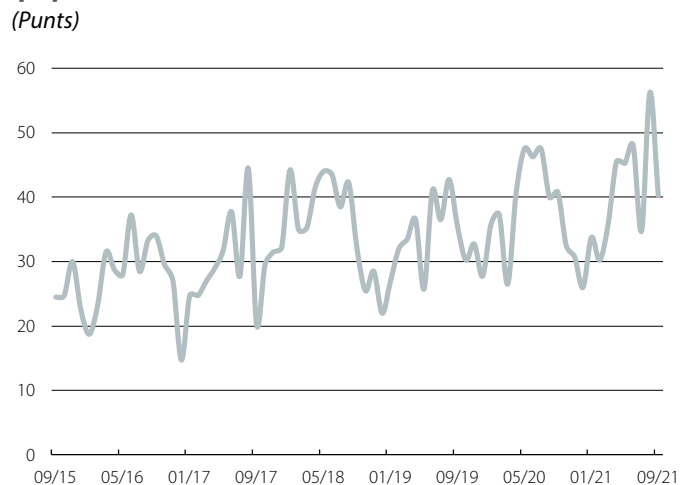
Portugal: indicador d'activitat diari (DEI)



Portugal: pagaments electrònics



Portugal: cerques d'habitatge a Google (popularitat)



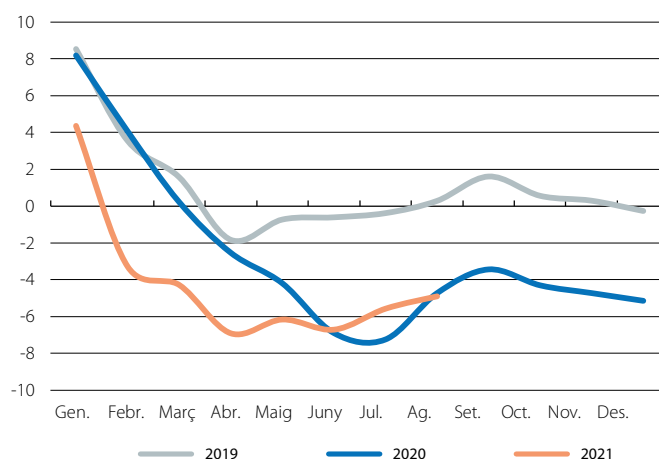
moderat que en el 2T. El possible augment de la demanda per part de no residents, atesa la proximitat del final dels visats *gold* als principals centres urbans (segons Google Trends, la popularitat de les cerques d'habitatge a Portugal està augmentant), juntament amb unes condicions de finançament molt favorables i amb l'augment moderat de l'oferta, justificarà la solidesa del mercat.

El turisme registra un rècord de pernoctacions de residents a l'agost. D'acord amb les dades de l'INE, Portugal va assolir a l'agost el nombre més elevat de pernoctacions de residents (4,2 milions) des que existeixen registres. Aquesta xifra confirma el que ja s'havia observat en els últims mesos: que el turisme de residents és el gran motor de la recuperació de l'activitat turística nacional. En relació amb el juliol, el nombre total d'hostes va pujar el 54,7%. La totalitat de les pernoctacions al juliol i a l'agost supera ja el nombre de pernoctacions de tot el 3T 2020. La xifra acumulada d'hostes del gener a l'agost també supera ja la de l'any 2020, tot i que encara se situa el 58% per sota de la del mateix període del 2019. Paral·lelament, el nombre de vols als aeroports nacionals va ser, al setembre, el 49% superior al registrat en el mateix mes del 2020 i només el 8% inferior al del mes d'agost. Aquest indicador sol evolucionar paral·lelament al turisme de no residents, la qual cosa permet imaginar un mes de setembre encara fort en aquest apartat.

Els comptes públics continuen contagiats per la pandèmia. La intervenció sense precedents de l'Estat per protegir les famílies i les empreses dels efectes econòmics més devastadors de la pandèmia es continua reflectint en els comptes públics, de manera que el deute de les Administracions públiques va assolir al juliol els 274.585 milions d'euros (el +3,7% interanual), el 130,9% del PIB i, així i tot, una reducció de 4,3 p. p. en relació amb el final del 2020. Al seu torn, el dèficit fins a l'agost va empitjorar fins al 4,9% del PIB (el 4,7% en el mateix període del 2020), un deteriorament que s'explica per un augment de la despesa superior al dels ingressos (el +5,1% i el 4,7%, respectivament). Les mesures contra la COVID-19 van assolir a l'agost el 2,9% del PIB (4.052 milions d'euros); les mesures amb impacte sobre les transferències corrents (com el *layoff*) continuen sent les més rellevants i superen el 41% del total de les mesures contra la COVID fins a l'agost.

Moratòries a punt d'acabar. A l'agost, el total dels préstecs en moratòria es va enfilars fins als 36.339 milions d'euros. Els préstecs a particulars en moratòria representaven l'11,1% de la cartera de crèdit d'aquest segment i augmentaven fins al 28,5% en el cas de les empreses. Entre sectors d'activitat, destaca la importància de les moratòries per al sector de l'allotjament i la restauració. Cal recordar que les moratòries vigents en l'actualitat van acabar al final de setembre, però es preveu una transició suau cap a la situació de represa dels pagaments regulars. Efectivament, l'Estat ha posat a disposició una línia de crèdit de 1.000 milions d'euros, que permet garantir una part del crèdit que estigui en moratòria i que no es pugui reestructurar. Així mateix, els bancs han acompanyat de prop els clients per anticipar qualsevol possible dificultat.

Portugal: saldo de les Administracions públiques* (% del PIB)

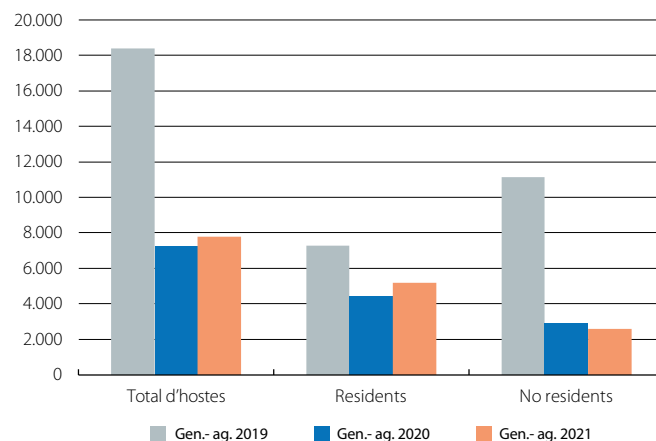


Nota: * Dades de la comptabilitat pública.

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

Portugal: nombre d'hostes respecte a la pre-pandèmia

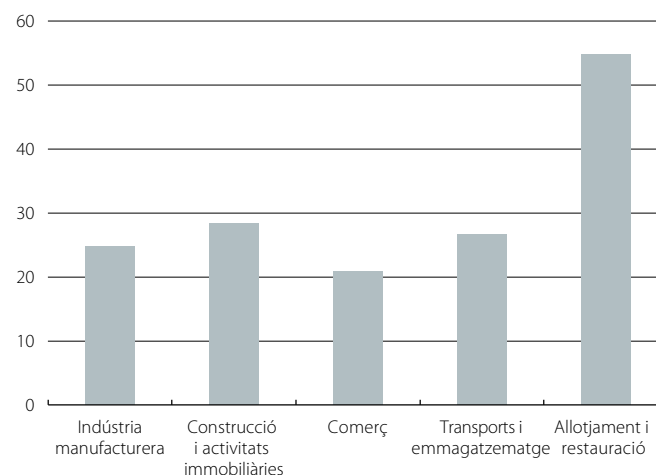
(Milers d'hostes, acumulat de l'any)



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

Portugal: préstecs sota moratòria

(% del total de préstecs de cada segment)



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

Comerç electrònic a Portugal al llarg de la pandèmia: un amortidor per a la caiguda del consum?

Hi ha un cert consens sobre el fet que, durant la crisi de la COVID-19, vam assistir a un avanç del comerç electrònic i que les famílies han gastat en internet una part del que compraven en botigues físiques. En aquest article aprofundirem en el cas de Portugal¹ amb les següents preguntes: el comerç *on-line* va mitigar la caiguda del consum de les llars? Les empreses portugueses estaven (estan) preparades per fer negoci d'aquesta manera? Han canviat els hàbits dels consumidors? Cal esperar que el comerç electrònic continuï guanyant terreny al comerç al detall tradicional?

Remuntant-nos a l'any 2020, queda clar que la pandèmia, els diferents confinaments i les restriccions a la mobilitat, el deteriorament del mercat laboral i la incertesa sobre els ingressos futurs de les famílies van provocar una caiguda en el consum de les llars (el -5,8% en relació amb el 2019, a preus constants), amb la compra d'aliments com l'únic component del consum que no va disminuir (de fet, va augmentar el 4,7%). Dades més detallades, procedents dels comerços i de les transaccions físiques (enquestes i compres *in situ*), confirmen els senyals dels comptes nacionals. En concret, durant el primer confinament de Portugal (del 18 de març al 3 de maig del 2020), el nombre de targetes de crèdit o de dèbit que registraven transaccions va caure l'11% interanual;² durant el segon confinament (del 15 de gener al 17 de març del 2021), la caiguda va ser del 5%. És més, si només ens fixem en les targetes que van registrar transaccions, també van patir una caiguda en el nombre de pagaments realitzats.

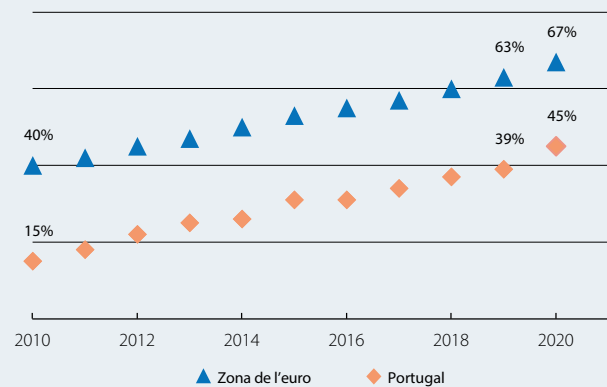
Aquestes xifres donen fe de la reducció en les compres presencials (amb l'excepció del consum de productes alimentaris essencials) i de la voluntat dels consumidors de mantenir la distància social. També ho confirmen les dades d'Eurostat: a Portugal, el percentatge de persones entre 16 i 74 anys que han realitzat compres *on-line* de béns i de serveis en els 12 últims mesos ha augmentat fins al 45% el 2020 (el 39% el 2019), molt per damunt de la tendència de creixement del passat. Segons informació de SIBS (el principal operador portuguès en l'àrea dels serveis de pagaments),³ el nombre de transaccions *on-line* es va incrementar i va augmentar el seu pes en el total de les compres realitzades, en especial durant els períodes d'estat d'emergència: per exemple, al febrer del 2021, el nombre de compres *on-line* va representar el 19% del total (10% al febrer del 2020). Finalment, l'índex de comerç al detall que publi-

1. Pel que fa al cas espanyol, vegeu el Dossier «Consum en pandèmia: una radiografia per generacions», de l'IM05/2021, també disponible a www.caixabankresearch.com.

2. SIBS (març del 2021), «365 dias de pandemia – Retrato das alterações nos hábitos de consumo dos portugueses», SIBS Analytics.

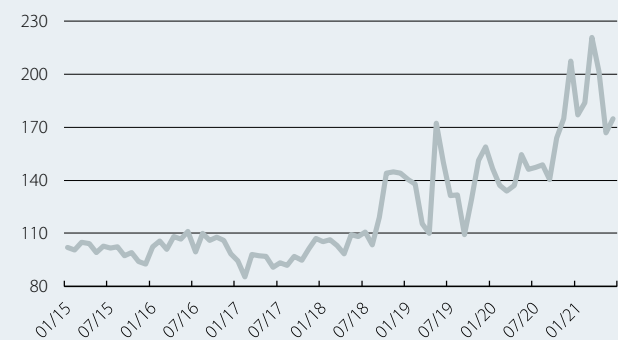
3. Boletim Económico del Banco de Portugal, maig del 2021.

Portugal: persones que han realitzat compres on-line en els 12 últims mesos (%)



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

Portugal: volum de vendes per internet segons l'IVNCR (productes no alimentaris) Índex (100 = 2015)



Nota: L'IVNCR és l'índex de volum de negoci, ocupació, remuneracions i hores treballades al comerç al detall.

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

ca l'INE de Portugal⁴ reflecteix un increment molt significatiu de les vendes no presencials (per correu, internet o altres mitjans) per als productes no alimentaris, que van assolir pics al desembre del 2020 i al març del 2021. Tot això deixa ben clar que, pel costat de la demanda, va haver-hi un creixement notable del comerç *on-line* de béns i de serveis. Què va succeir amb l'oferta?

Primer de tot, hem de quantificar la presència *on-line* de les empreses portugueses. Segons les dades d'Eurostat, Portugal té un nombre comparatiu baix d'empreses que disposen d'una pàgina web a través de la qual es puguin realitzar comandes o reservar els productes: el 8% en relació amb el 20% de les empreses de la zona de l'euro.

4. IVNCR: índex de volum de negoci, ocupació, salaris i hores treballades al comerç al detall. Juny del 2021.

Així i tot, la infraestructura que permetrà incrementar les vendes *on-line* existeix i està creixent: el nombre d'empreses portugueses⁵ que disposen de pàgina web va passar del 59% el 2019 al 62% el 2020.

D'altra banda, segons un estudi de l'ACEPI,⁶ la meitat de les empreses portugueses tenen presència en *marketplaces* (plataformes digitals que reuneixen venedors i compradors, com Amazon, Dott o OLX). Això pot ajudar a entendre les baixes xifres comentades més amunt: l'univers empresarial portuguès està format, principalment, per empreses petites, i, si recorren a *marketplaces*, no necessiten grans recursos propis o inversió inicial per poder realitzar comerç electrònic.

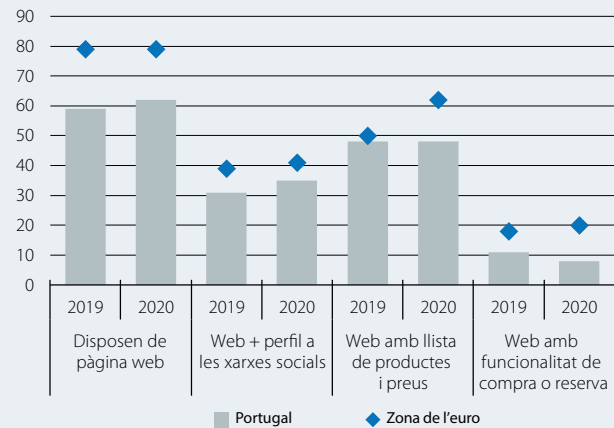
Les estimacions de l'ACEPI apunten a un increment del 21% en el comerç electrònic B2C,⁷ fins als 7.400 milions d'euros el 2020 (el 3,6% del PIB).⁸ No obstant això, les dades no permeten precisar quina part de l'increment ve d'una transferència del consum «tradicional» al consum *on-line* i quina part representa un «nou» consum generat pels mitjans electrònics. En qualsevol cas, les xifres són significatives i suggereixen que, en absència del comerç electrònic, l'enfonsament del consum agregat de les llars al llarg de la pandèmia hauria estat clarament més sever.

Els avantatges del comerç electrònic són coneguts. Per a les empreses, dona accés a nous mercats i al desenvolupament de nous models de negoci. Amb el comerç electrònic, la productivitat de les empreses s'incrementa i les exportacions guanyen importància com a font d'ingressos.⁹ Per la seva banda, els consumidors es beneficien de la possibilitat de comprar sense haver-se de desplaçar i poden comparar preus amb més facilitat i accedir a productes diferenciats que no tindrien a les botigues de proximitat. En aquest sentit, és important destacar que la comparabilitat dels preus i les característiques dels productes ajuden a millorar l'eficiència del mercat. D'altra banda, el comerç electrònic també presenta desafiaments. Per a les empreses, en termes de logística i de gestió d'estoc, de màrqueting, d'accés a telecomunicacions de bona qualitat i d'adaptació a noves maneres d'interactuar amb els clients. Per als consumidors, és necessari disposar d'alfabetització digital i d'un major coneixement sobre com protegir-se en l'univers *on-line*. Per als Estats, en l'àmbit tributari i en l'adequació de la legislació per protegir els agents econòmics involucrats en les compravendes *on-line*.

Atès que la pandèmia, els confinaments i el teletreball (per la facilitat de rebre comandes a casa) han reforçat el comerç electrònic, cal esperar que les empreses i els consumidors

Portugal: presència on-line de les empreses portugueses

(% de totes les empreses)



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

continuin fent un major ús d'aquest canal. També ho facilitarà la substitució generacional, a mesura que més consumidors se sentin còmodes en l'univers digital. Així i tot, el comerç presencial continuarà sent important. El potencial del comerç electrònic no és el mateix a tots els sectors.¹⁰ A més a més, una compra és un contracte entre dues parts, i, sobretot en transaccions d'importants elevats, és important el contacte humà per transmetre confiança, tant en l'intercanvi com davant una possible resolució de problemes postvenda. En el mateix sentit, la interacció personal en el procés de compra és intrínsecament important per a moltes persones, si més no per a determinats articles. Sens dubte, el comerç electrònic ha arribat per quedar-se i per intensificar-se. Com a part de la seva estratègia omnicanal, les empreses no poden deixar de ser presents al mercat *on-line*. Davant el desafiament d'aconseguir un equilibri entre el comerç al detall a la botiga física i el comerç al detall *on-line*, una opció atractiva és l'anomenada estratègia ROPO (Research Online & Purchase Offline, és a dir, recerca *on-line* i compra presencial). A més a més, en la interacció entre *on-line* i *off-line*, les botigues físiques poden tenir un doble paper. D'una banda, les botigues *flagship* o *concept* representen millor la gamma de productes d'una marca i ofereixen una experiència de compra diferenciada. De l'altra, la botiga també funciona com un punt logístic, on els consumidors poden recollir i retornar els articles que han comprat *on-line* aprofitant els circuits existents.

Tiago Belejo Correia

5. Empreses amb més de 10 empleats i sense incloure el sector financer.
 6. ACEPI (edició 2020), «Economia Digital em Portugal», Associação Economia Digital/IDC.
 7. *Business to Consumer*.
 8. Preus corrents.
 9. Vegeu Kinda, T. (2019), «E-commerce as a Potential New Engine for Growth in Asia», IMF Working Paper.

10. Per exemple, el 2020, només el 10% dels portuguesos que van comprar *on-line* indicaven que havien comprat medicaments. Vegeu la font a la nota 6.

Indicadors d'activitat i ocupació

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

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	07/21	08/21	09/21
Índex coincident d'activitat	1,1	-5,0	-4,8	-2,7	1,0	...	2,6	2,7	...
Indústria									
Índex de producció industrial	-2,2	-6,9	-2,1	-0,8	25,0	...	0,8	-9,0	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-3,2	-15,8	-14,7	-13,6	-5,0	-1,5	0,4	-1,5	-3,3
Construcció									
Permisos de construcció - habitatge nou (nombre d'habitatges)	15,4	0,7	12,8	43,9	-29,0	...	-10,4	...	...
Compravenda d'habitatges	1,7	-5,7	1,0	0,5	58,3	...	...	...	...
Preu de l'habitatge (euro / m ² - taxació)	10,4	8,3	6,0	6,2	8,5	...	8,3	8,2	...
Serveis									
Turistes estrangers (acum. 12 mesos)	7,8	-76,2	-76,2	-86,7	-74,2	...	-66,8	-55,2	...
Indicador de confiança als serveis (valor)	12,9	-21,6	-19,5	-19,1	-9,9	5,5	2,6	6,9	7,2
Consum									
Vendes comerç al detall	4,4	-3,0	-1,9	-7,5	16,0	...	2,1	3,0	...
Indicador coincident del consum privat	2,2	-5,4	-4,7	-0,4	4,7	...	6,8	7,1	...
Indicador de confiança dels consumidors (valor)	-8,0	-22,4	-26,2	-24,4	-17,3	-13,6	-14,1	-13,8	-12,9
Mercat de treball									
Població ocupada	1,2	-1,9	-1,2	-1,3	4,5	...	4,8	3,8	...
Taxa d'atur (% de la població activa)	6,6	7,0	7,3	7,1	6,7	...	6,6	6,4	...
PIB	2,7	-8,4	-6,8	-5,7	16,2	...	...	...	...

Preus

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

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	07/21	08/21	09/21
General	0,3	0,0	-0,2	0,4	0,8	1,5	1,5	1,5	1,5
Subjacent	0,5	0,0	-0,1	0,5	0,2	0,9	0,8	0,9	0,9

Sector exterior

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

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	07/21	08/21	09/21
Comerç de béns									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	3,6	-10,3	-10,3	-8,0	9,5	...	11,3	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	6,0	-14,8	-14,8	-15,7	1,5	...	5,3	...	...
Saldo corrent	0,9	-2,2	-2,2	-2,1	-1,5	...	-1,9	...	...
Béns i serveis	1,7	-3,6	-3,6	-3,5	-3,8	...	-4,3	...	...
Rendes primàries i secundàries	-0,7	1,3	1,3	1,4	2,3	...	2,3	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	2,8	0,0	0,0	0,1	0,5	...	1,3	...	...

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	07/21	08/21	09/21
Dipòsits¹									
Dipòsits de llars i empreses	14,8	18,8	10,1	10,6	8,7	...	8,4	9,2	...
A la vista i estalvi	-2,9	1,4	18,8	18,5	15,3	...	15,2	16,5	...
A termini i preavis	5,6	-21,0	1,4	2,4	1,3	...	0,9	1,1	...
Dipòsits d'AP	5,2	9,0	-21,0	-23,6	-15,0	...	-18,8	-12,2	...
TOTAL	-0,1	4,6	9,0	9,4	7,8	...	7,4	8,4	...
Saldo viu de crèdit¹									
Sector privat	-3,7	10,5	4,6	5,1	4,4	...	4,4	4,2	...
Empreses no financeres	-1,3	2,1	10,5	11,0	7,2	...	6,9	6,2	...
Llars - habitatges	16,5	-1,2	2,1	2,6	1,0	...	1,2	1,4	...
Llars - altres finalitats	-4,7	-4,2	-1,2	-1,0	9,4	...	9,6	9,3	...
Administracions públiques	-0,3	4,2	-4,2	-5,1	4,5	...	3,6	3,3	...
TOTAL	6,2	4,9	4,2	4,7	4,4	...	4,4	4,2	...
Taxa de morositat (%)²	6,2	4,9	4,9	4,6	4,3	...	...	...	...

Notes: 1. Residents a Portugal. Les variables de crèdit no inclouen titulitzacions. 2. Dada fi del període.

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

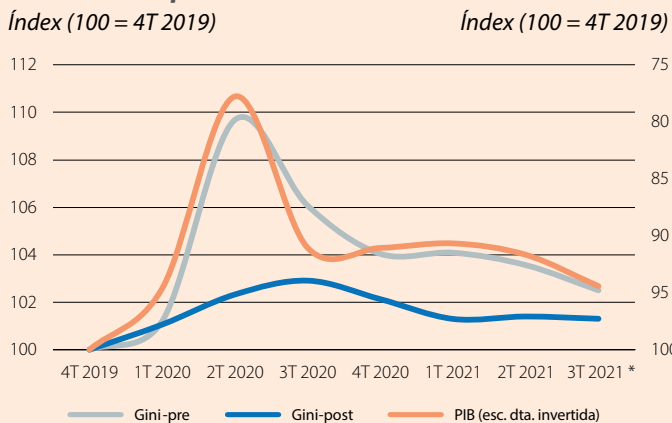
La recuperació econòmica està arribant a totes les butxaques?

La recuperació de l'activitat és, finalment, una realitat palpable i que es reflecteix amb claredat als principals indicadors econòmics. El PIB, després d'arribar a situar-se més del 20% per sota del nivell pre-pandèmia, en el 2T 2021, ja gairebé havia recuperat dues terceres parts del terreny perdut. Però la recuperació econòmica està arribant a totes les butxaques?

L'experiència viscuda durant la crisi immobiliària i financera no convida a l'optimisme. Entre els anys 2008 i 2013, el PIB va arribar a recular més del 8%, i això va comportar un fort augment de la desigualtat. El que encara va ser més preocupant és que la recuperació iniciada a partir del 2014 va trigar a arribar a totes les llars. Els indicadors de desigualtat es van reduir molt lentament durant els anys posteriors a la crisi, i, de fet, quan l'any passat va esclatar la pandèmia, l'índex de Gini, l'indicador de desigualtat de referència, encara es trobava per damunt del nivell del 2008. Aquesta afirmació és vàlida tant per a l'índex de Gini que mesura la desigualtat de renda abans de tenir en compte les transferències del sector públic (Gini-pre), com per a l'índex de Gini que analitza l'evolució de la desigualtat de renda tenint en compte les transferències que realitza el sector públic (Gini-post).

La crisi econòmica generada per la pandèmia també ha comportat un fort augment de la desigualtat. L'índex de Gini-pre va augmentar més de 10 punts entre el febrer i l'abril de l'any passat.¹ Un augment històric, tot i que paga la pena destacar que l'augment de la desigualtat en relació amb la caiguda de l'activitat va ser substancialment inferior a la que es va produir durant la passada crisi immobiliària i financera. En concret, durant la crisi del 2008-2013, per cada p. p. que va recular el PIB, l'índex de Gini-pre va augmentar 0,9 p. p. En canvi, durant la crisi actual, aquesta sensibilitat s'ha reduït a la meitat: per cada punt de PIB, l'índex de Gini-pre ha variat 0,4 punts. L'augment de l'índex de

Evolució de l'índex de Gini i del PIB des de l'esclat de la pandèmia



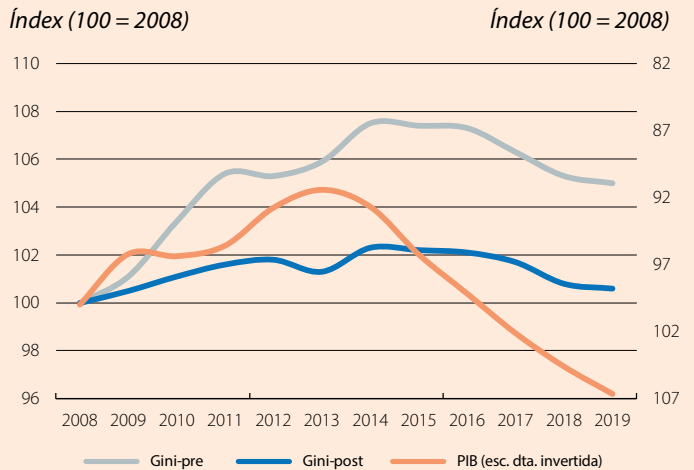
Nota: * Previsió de creixement del PIB per al 3T 2021 del 3,0% intertrimestral. Índexs de Gini corresponents al mes de juliol.
Font: CaixaBank Research.

laboral amb l'empresa en què treballaven, i, quan l'economia s'ha reactivat, això n'ha facilitat enormement la ràpida reinserció a la feina: els ERTO.

1. Índex de Gini elaborat a partir de la informació de més de 3 milions de nòmines domiciliades a CaixaBank. Per a més informació sobre com es construeixen els indicadors de desigualtat en temps real, a partir de les dades internes de CaixaBank, vegeu el Dossier «L'impacte de la COVID-19 sobre la desigualtat a Espanya», a l'IM11/2020.

2. Vegeu Aspachs, O., Durante, R., Graziano, A., Mestres, J., Montalvo, J. i Reynal, M., «Real-time inequality and the welfare state in motion: evidence from Covid-19 in Spain», Economic Policy, de pròxima publicació, per a una explicació detallada de com s'ha estimat. Durant la crisi anterior, segons les estimacions de l'OCDE, l'evolució de l'ocupació va explicar al voltant del 80% de la variació de l'índex de Gini-pre.

Evolució de l'índex de Gini i del PIB durant la crisi financera



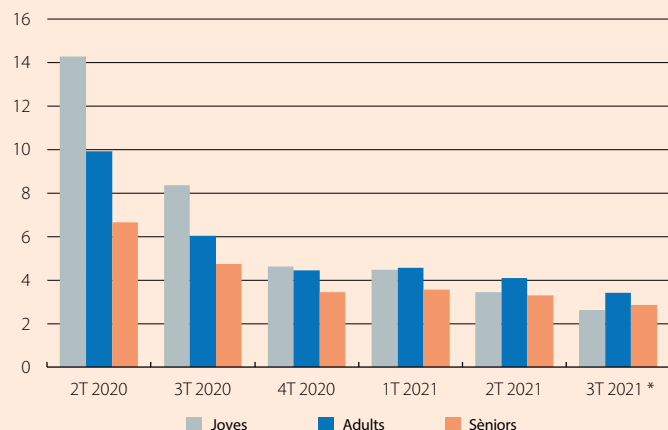
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

l'índex de Gini-post, en relació amb la caiguda del PIB, també s'ha reduït a la meitat. Però, més enllà del canvi en la sensibilitat dels índexs de Gini en relació amb el PIB, és molt destacable que, a partir del moment en què l'economia s'ha anat recuperant, la desigualtat s'ha començat a reduir sense dilacions.

Els factors de fons que expliquen la diferent evolució de la desigualtat durant la crisi actual cal buscar-los al mercat laboral. I és que l'evolució de l'ocupació explica al voltant del 90% de la variació de l'índex de Gini.² Sens dubte, la naturalesa de la present crisi, molt diferent a la del 2008-2013, és un factor determinant. La recessió anterior va ser molt més llarga i va afectar de manera especial uns sectors concrets, com l'immobiliari, la qual cosa va obligar moltes persones a reorientar la carrera professional i, per consegüent, va dificultar-ne la reinserció al mercat laboral. En canvi, la crisi generada per la pandèmia està anant a una velocitat molt superior, i les exigències de recol·locació sectorials són inferiors. A més a més, moltes persones que han deixat de treballar han comptat amb un instrument que els ha permès mantenir la relació

Evolució de l'índex de Gini-pre per edats

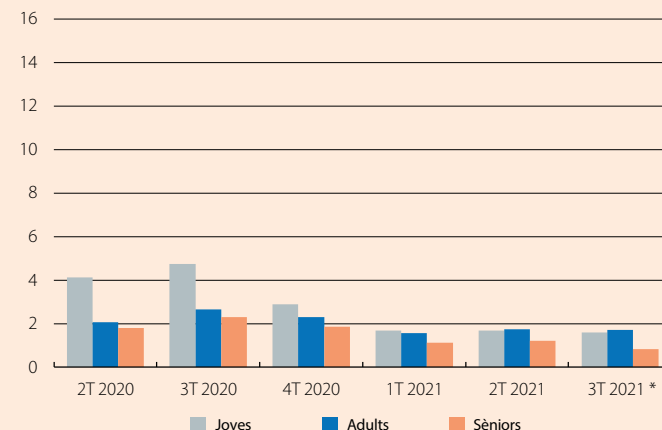
Variació en relació amb el febrer del 2020



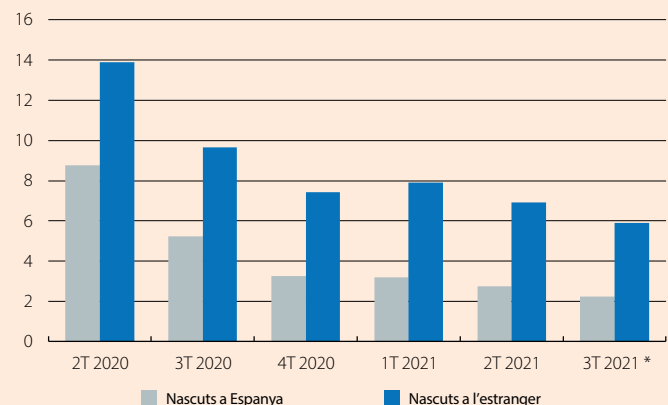
Nota: * Variació mensual mitjana dels tres últims mesos fins al juliol.
Font: CaixaBank Research.

Evolució de l'índex de Gini-post per edats

Variació en relació amb el febrer del 2020

**Evolució de l'índex de Gini-pre en funció del país de naixement**

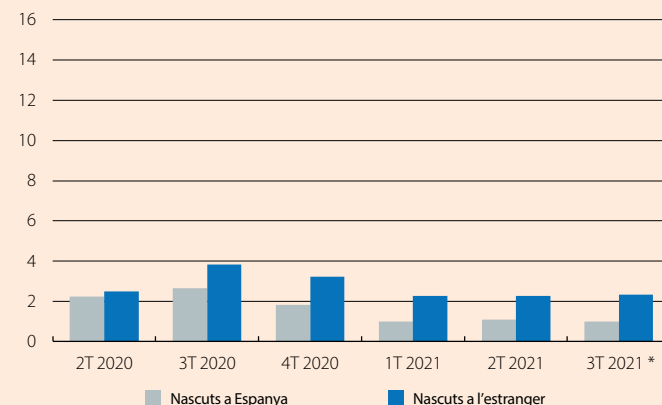
Variació en relació amb el febrer del 2020



Nota: * Variació mensual mitjana dels tres últims mesos fins al juliol.
Font: CaixaBank Research.

Evolució de l'índex de Gini-post en funció del país de naixement

Variació en relació amb el febrer del 2020



Finalment, també cal destacar que la millora dels índexs de Gini està sent generalitzada entre els diferents col·lectius. Els índexs de Gini dels joves i de les persones nascudes fora d'Espanya van augmentar molt més que entre la resta de la població durant els primers compassos de la pandèmia. No obstant això, des que l'activitat econòmica es va començar a reactivar, la situació d'aquests col·lectius ha millorat de manera substancial. Al juliol, ja no s'observaven diferències tan destacables en la variació de l'índex de Gini per edats. Per al cas dels immigrants, els índexs de Gini també han millorat de manera notable, tot i que es mantenen una mica per damunt dels espanyols.

L'evolució més recent de la desigualtat convida a l'optimisme, tant pel que observem a nivell agregat com entre els diferents col·lectius. Però l'augment de la desigualtat en relació amb el nivell previ a la pandèmia continua sent destacable. L'increment que registrava l'índex de Gini-post al juliol d'enguany, d'1,3 punts en relació amb el nivell prepandèmia, no s'allunya gaire del que es va arribar a produir durant la recessió del 2008-2013, de 2,3 punts. El camí que encara queda per recórrer fins a assolir els nivells previs a la pandèmia és ampli. Els propers trimestres, durant els quals esperem que es consolidi la recuperació, seran claus per determinar si, al final, es repeteix la història i l'activitat i la desigualtat tornen a anar per camins separats. O, en canvi, aquesta vegada és diferent. Ho podreu seguir en directe al portal www.inequality-tracker.caixabankresearch.com/ca, on trobareu informació gairebé en temps real dels principals indicadors de desigualtat.

El Dossier «Per una recuperació menys desigual» ha estat elaborat per: Oriol Aspachs (CaixaBank Research), Ruben Durante (ICREA-UPF, IPEG i Barcelona GSE), Alberto Graziano (CaixaBank Research), Josep Mestres (CaixaBank Research), Jose G. Montalvo (UPF, IPEG i Barcelona GSE) i Marta Reynal-Querol (ICREA-UPF, IPEG i Barcelona GSE)

Factors que expliquen la diferent pressió sobre la desigualtat a nivell regional

La crisi econòmica generada per la COVID-19 està sent fortíssima, això és ben conegut, però també està sent molt diferent en funció de les regions. Això fa que la pressió sobre la desigualtat també sigui molt heterogènia. Hi ha diversos factors que poden explicar la gran disparitat regional, com la diferent duresa de les mesures aplicades a cada zona o la diferent estructura productiva. Tot seguit, analitzem amb detall el paper que han jugat aquests factors¹ en l'evolució de la desigualtat de cada comunitat autònoma (CA), però ja avancem que és diferent. També mostrem la capacitat que ha tingut el sector públic per esmoreir les diferències regionals. Com es veurà, ha jugat un paper fonamental, i, malgrat la diferent intensitat del xoc a cada CA, l'augment de la desigualtat que finalment s'ha produït ha estat molt similar a totes elles.

La pressió sobre la desigualtat salarial ha estat molt diferent a les comunitats autònomes

A l'abril del 2020, quan la crisi era més aguda, totes les CA van experimentar un augment sobtat i molt intens de la desigualtat, però de diferent intensitat. L'índex de Gini-pre, que mesura la desigualtat salarial sense tenir en compte les transferències públiques, va augmentar entre 7 i 11 punts a la majoria de les CA.² No obstant això, en algunes, com les Illes Balears i les Canàries, l'augment va ser molt superior, amb variacions de l'índex de Gini-pre de 19 i de 17 punts, respectivament. L'impacte va anar disminuint a mesura que es va reprendre l'activitat, i, al juliol del 2021, l'augment en relació amb els nivells pre-pandèmia ja «només» era d'1 i de 3 punts a la majoria de CA. A les Illes Balears i a les Canàries, les xifres continuaven sent clarament superiors.

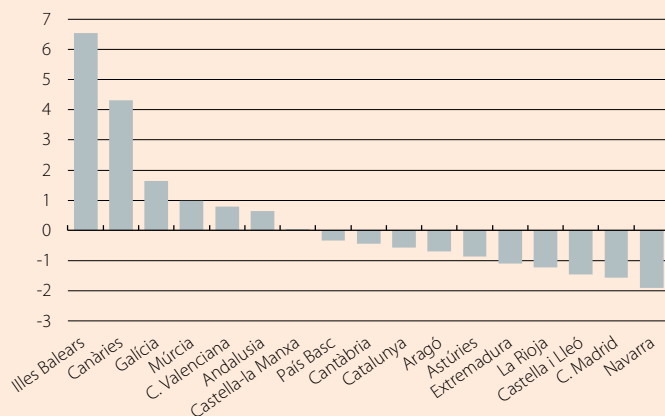
La composició sectorial explica una gran part de les diferències regionals

La diferent evolució de la desigualtat salarial a cada regió és deguda, sobretot, a la diversitat en les estructures productives de cada comunitat, ja que l'impacte de les mesures adoptades va ser molt diferent en funció dels sectors. En concret, els sectors més afectats van ser el comerç al detall, l'hoteleria i la construcció. Així, l'índex de Gini-pre va augmentar molt més a les CA en què aquestes activitats tenen més pes. En canvi, l'augment de la desigualtat va ser inferior a les regions amb més pes de sectors econòmics que van poder continuar l'activitat amb una certa normalitat, com el sector públic, el financer o el de subministraments (aigua, electricitat, etc.).

Al gràfic traduïm aquesta reflexió en xifres concretes. Com es pot veure, l'estructura productiva de les Illes Balears o de les Canàries, molt centrada en el turisme, ha fet que l'índex de Gini-pre augmentés en 6,5 i en 4,3 punts més, respectivament, que al conjunt d'Espanya. Al costat oposat, la Comunitat de Navarra es va veure afavorida per la seva composició sectorial. La indústria manufacturera, que té un pes elevat en aquesta comunitat, ha estat menys afectada per les restriccions, i això ha esmoreït l'augment de l'índex de

Variació de la desigualtat en relació amb el conjunt d'Espanya: impacte sobre l'estructura productiva de cada comunitat autònoma *

Variació de l'índex de Gini-pre en relació amb el nivell pre-pandèmia (punts)

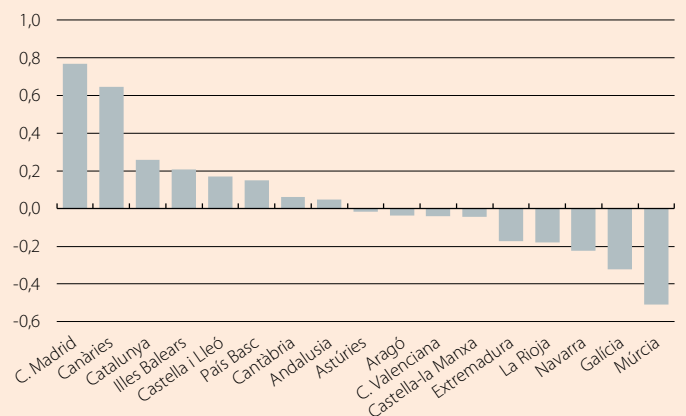


Notes: * Impacte de la composició sectorial de la comunitat autònoma sobre la variació de la desigualtat salarial mesurada per l'índex de Gini abans de les transferències públiques (en termes comparatius amb la composició sectorial mitjana d'Espanya). Impacte mitjà estimat amb una regressió lineal que controla per les restriccions de mobilitat, pel percentatge de població urbana i pel mes. Per a més detalls de l'estimació, vegeu Aspachs, O. et al. (2021a), «Real-time inequality and the welfare state in motion: evidence from Covid-19 in Spain», *Economic Policy*, de pròxima publicació.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades internes.

Variació de la desigualtat en relació amb el conjunt d'Espanya: impacte sobre la mobilitat a cada comunitat autònoma *

Variació de l'índex de Gini-pre en relació amb la mitjana d'Espanya (punts)



Notes: * Impacte de la mobilitat sobre la variació de la desigualtat salarial mesurada per l'índex de Gini abans de les transferències públiques (en termes comparatius amb la mitjana d'Espanya). Impacte mitjà estimat amb una regressió lineal que controla pel percentatge de població urbana i per la composició sectorial. Per a més detalls de l'estimació, vegeu Aspachs, O. et al. (2021a), «Real-time inequality and the welfare state in motion: evidence from Covid-19 in Spain», *Economic Policy*, de pròxima publicació.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades internes.

1. Per fer-ho realitzem una regressió a nivell regional de la variació en la desigualtat mes a mes en funció de les restriccions de mobilitat, del percentatge de població urbana, de la composició sectorial de la regió i del mes:

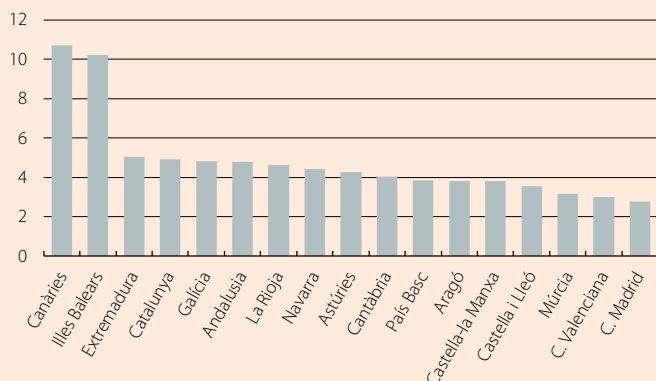
$$\ln((Gini_{i,t} - Gini_{i,Febrer2020}) - (Gini_{i,t-12} - Gini_{i,Febrer2019})) = \beta_0 + \sum_{j=1}^J \beta_j X_{ijt} + \epsilon_{it}$$

Per a més detalls sobre la metodologia utilitzada, vegeu Aspachs, O. et al. (2021), «Real-time inequality and the welfare state in motion: evidence from COVID-19 in Spain», *Economic Policy*, de pròxima publicació.

2. Els índexs de Gini s'han calculat amb les dades de més de tres milions de nòmines domiciliades a CaixaBank. Per a una explicació detallada de com s'han construït els indicadors, vegeu el Dossier «L'impacte de la COVID-19 sobre la desigualtat a Espanya», a l'IM11/2020.

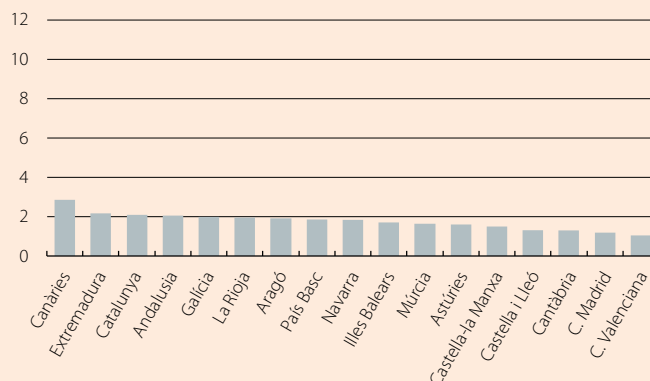
Variació en l'índex de Gini abans de les transferències a cada comunitat autònoma *

Nivell (p. p.)



Variació en l'índex de Gini després de les transferències a cada comunitat autònoma *

Nivell (p. p.)



Nota: * Mitjana de la variació experimentada entre el març del 2020 i el juliol del 2021 en relació amb el febrer del 2020 i corregida per la variació estacional mitjana experimentada el 2018 i el 2019.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades internes.

Gini-pre en 1,9 punts en aquesta regió. La Comunitat de Madrid també s'ha vist afavorida per la seva composició sectorial, ja que presenta un pes elevat de serveis que, gràcies al teletreball, han pogut mantenir la seva activitat amb una normalitat relativa, la qual cosa ha esmorteït l'augment de l'índex de Gini-pre en 1,6 punts. Catalunya es troba en un punt intermedi. Tot i que el pes del turisme és relativament elevat, això ha estat compensat, a nivell agregat, pel bon comportament, en termes relatius, de la indústria, que, en aquesta regió, també té un pes alt. En conjunt, la composició sectorial de Catalunya ha compensat l'augment de l'índex de Gini-pre en 0,6 punts.

La caiguda de la mobilitat, clau per entendre l'augment de la desigualtat a totes les regions

Les restriccions a la mobilitat van reduir de forma dràstica els desplaçaments a totes les comunitats. Al maig del 2020, la mobilitat al conjunt d'Espanya va ser el 51% inferior a la del període de referència pre-COVID, i es detecten algunes diferències regionals. Mentre que, a Madrid, la reducció de la mobilitat es va acostar al 68%, a Andalusia o a Galícia, el descens es va quedar en el 52% i en el 44%, respectivament.³ La mobilitat es va anar recuperant a poc a poc en els mesos posteriors a totes les CA i, al setembre del 2021, ja només es trobava al voltant del 5% per sota del període pre-COVID. Però, durant els mesos més durs de la pandèmia, aquesta menor mobilitat es va traduir en una reducció de l'activitat econòmica, en especial per als empleats que no podien teletreballar, la qual cosa va impactar amb força sobre els ingressos salarials.

Posem xifres a l'impacte de la reducció de la mobilitat sobre la desigualtat salarial. Al maig de l'any passat, quan la caiguda de la mobilitat va ser molt severa, això va contribuir a un augment de l'índex de Gini-pre de 2,2 punts al conjunt d'Espanya. L'impacte, per tant, va ser de primer ordre i generalitzat a totes les CA. Dos resultats addicionals que cal tenir en compte. Primer, en els mesos següents, la relació entre la caiguda de la mobilitat i la de l'activitat econòmica es va afeblir. O, dit d'una altra manera, observem que, a poc a poc, vam ser capaços d'adaptar-nos al nou entorn per reprendre l'activitat econòmica, però amb nivells inferiors de mobilitat. Això també es va traduir en menors impactes sobre la desigualtat salarial. Segon, les diferències en la caiguda de la mobilitat que observem entre regions expliquen una part més petita que les diferències en l'estructura productiva, però no és negligible. Per exemple, a la Comunitat de Madrid, la major caiguda de la mobilitat en relació amb la que va experimentar el conjunt d'Espanya al maig va pressionar l'índex de Gini-pre a l'alça en 0,8 punts més que a Espanya. En canvi, a Galícia, la menor caiguda de la mobilitat va esmorteir la caiguda de l'índex de Gini-pre en 0,3 punts.

Les transferències del sector públic aconsegueixen reduir les diferències regionals

Finalment, paga la pena destacar que, malgrat que la intensitat del xoc ha estat diferent a cada CA, quan analitzem l'evolució de l'índex de Gini tenint en compte l'efecte redistributiu de les prestacions d'atur i de les transferències per ERTA, l'índex de Gini-post, les diferències regionals gairebé desapareixen. En concret, el 90% de les CA presenten un augment mitjà d'aquest índex des de l'esclat de la pandèmia entre 1,1 i 2,1 punts. Dit d'una altra manera, dins un rang d'1 punt de diferència en l'augment de l'índex trobem gairebé totes les CA. En canvi, la dispersió en l'augment mitjà de l'índex de Gini-pre és molt superior: amb una diferència d'1 punt, per exemple un augment entre 3,8 i 4,8 punts, només trobem el 50% de les CA. L'estat del benestar ha aconseguit esmorteir de forma molt destacable la pressió del xoc econòmic sobre la desigualtat i, a més a més, gairebé ha eliminat les diferències entre regions. Al següent article analitzem més a fons el paper important que ha jugat l'estat del benestar i l'impacte que podria tenir una millora de l'eficiència amb què es gestiona.

El Dossier «Per una recuperació menys desigual» ha estat elaborat per: Oriol Aspachs (CaixaBank Research), Ruben Durante (ICREA-UPF, IPEG i Barcelona GSE), Alberto Graziano (CaixaBank Research), Josep Mestres (CaixaBank Research), Jose G. Montalvo (UPF, IPEG i Barcelona GSE) i Marta Reynal-Querol (ICREA-UPF, IPEG i Barcelona GSE)

3. La mobilitat està definida amb dades del Ministeri de Mobilitat, Transport i Agenda Urbana (en concret, amb les dades de mobilitat urbana i interurbana).

L'eficàcia i l'eficiència de l'estat del benestar en la reducció de la desigualtat

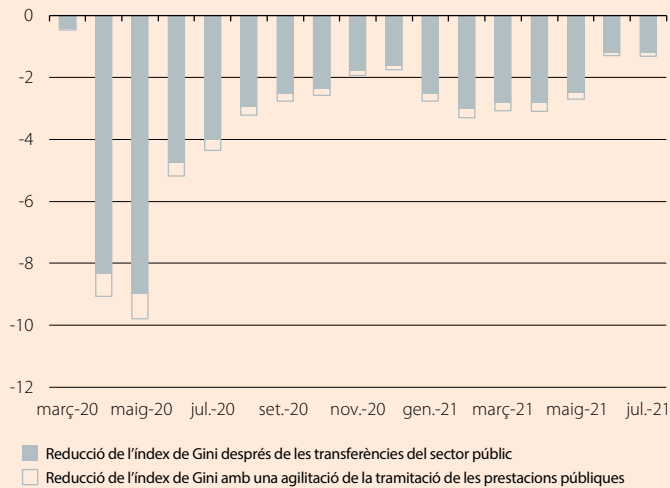
Malgrat que la tempesta provocada per la COVID-19 encara no ha acabat, ja podem analitzar l'impacte de la resposta de les Administracions públiques (AP) sobre la desigualtat salarial. Les transferències públiques als treballadors en EERTO o als aturats van esmorteir la caiguda dels ingressos de molts treballadors, però fins a quin punt van esmorteir l'augment de la desigualtat? Les dades internes de CaixaBank ja permeten respondre aquesta pregunta i permeten també estudiar les implicacions d'una major eficiència en la gestió d'aquestes prestacions.

L'estat del benestar va mitigar la major part de l'increment de la desigualtat

L'actuació de les AP va jugar un paper importantíssim en aquesta crisi. Durant els mesos més durs de la pandèmia, l'abril i el maig de l'any passat, les prestacions d'atur i, sobretot, les transferències realitzades a treballadors que estaven en EERTO van esmorteir el 80% de l'increment de la desigualtat salarial.¹ En els últims mesos, la crisi generada per la pandèmia s'ha moderat, però, així i tot, entre l'abril i el juliol d'enguany, les transferències públiques encara compensaven al voltant del 56% de l'augment de la desigualtat salarial.

Impacte de l'estat del benestar sobre la reducció de la desigualtat i millores en la seva eficiència *

Variació en l'índex de Gini (p. p.)

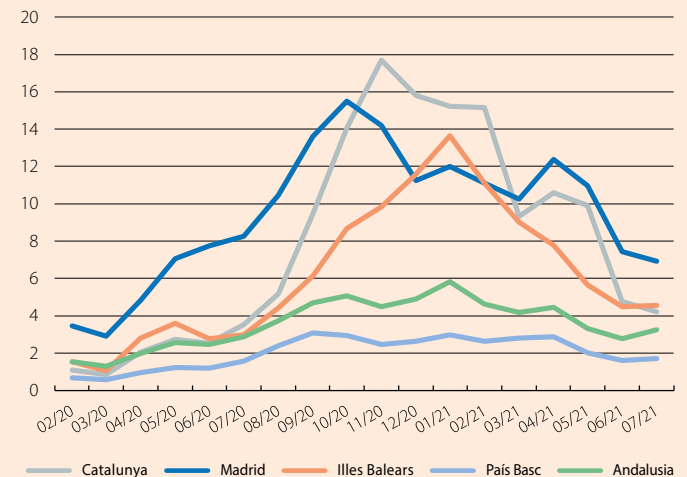


Notes: * El gràfic mostra la diferència entre l'índex de Gini després i abans de les transferències del sector públic. Simulació de l'impacte d'una tramitació dels subsidis d'atur el 5% més àgil en nombre de dies sobre la reducció de la desigualtat. Impacte estimat a partir d'una regressió de les diferències entre Gini després i abans de les transferències en funció dels dies de tramitació d'un expedient d'atur, després de controlar per les restriccions de mobilitat, pel percentatge de població urbana i pel mes. Per a més detalls sobre l'estimació, vegeu Aspachs, O. et al. (2021), «Real-time inequality and the welfare state in motion: evidence from Covid-19 in Spain», *Economic Policy*, de pròxima publicació.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades internes.

Temps mitjà de tramitació d'un subsidi d'atur pel Servei Públic d'Ocupació *

(Nombre de dies)



Notes: * Temps mitjà de tramitació del procediment de prestacions d'atur del Servei Públic d'Ocupació a cada CA. Mitjana mòbil de 2 mesos del temps mitjà a cada província ponderat per la població.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Servei Públic d'Ocupació.

Tot això ha representat un esforç enorme per a l'Administració pública, i no solament en termes monetaris. L'increment massiu de sol·licituds de prestacions ha estat molt difícil de gestionar, i, en molts casos, el procés ha allargat els temps de tramitació dels expedients (vegeu el primer gràfic).²

Una major eficiència en la gestió de les transferències públiques tindria un gran impacte

Per reduir la desigualtat no solament és necessari un bon sistema d'ajudes públiques: l'eficiència amb què es gestiona també és clau. Per exemple, si, al novembre del 2020, la tramitació dels subsidis d'atur hagués estat el 5% més àgil en nombre de dies, l'índex de Gini s'hauria reduït en 0,2 punts (vegeu el segon gràfic).^{3,4} O, dit d'una altra manera, si, a Catalunya i a Madrid, el nombre de dies amb què es tramitava una prestació d'atur hagués augmentat la meitat entre els mesos d'octubre i de desembre del 2020, l'índex de Gini hauria augmentat 0,9 punts menys. És una xifra elevada, però cal tenir en compte que aquest efecte fa referència, només, al retard derivat del temps de processament, ja que

1. A l'abril i al maig del 2020, es van registrar augments de l'índex de Gini-pre (sense tenir en compte les transferències del sector públic) d'11 punts. En canvi, l'índex de Gini-post (que té en compte les transferències del sector públic) va augmentar en 2,3 punts.

2. El 2019, el temps mitjà de processament d'un subsidi d'atur a Espanya era d'1,22 dies.

3. Alternativament, un augment de l'1% dels casos resolts en menys de 15 dies reduiria el 9,2% la diferència de desigualtat abans i després de les transferències.

les persones amb dret a rebre una prestació acaben percebent els endarreriments. De tota manera, això il·lustra l'impacte que pot tenir una major eficiència de l'Administració pública. Reduir el temps de processament dels subsidis d'atur, per exemple, mitjançant una major digitalització dels serveis públics d'ocupació, té un impacte directe i elevat sobre el benestar de les famílies.

Una major acció de l'estat del benestar a l'hora de reduir la desigualtat augmenta la participació política

Un millor funcionament de l'estat del benestar també pot tenir implicacions en altres terrenys, com la política. N'hi ha prou amb un exemple: analitzem si la reducció de la desigualtat que van propiciar les transferències públiques va tenir algun impacte sobre les eleccions autonòmiques de Galícia i del País Basc del juliol del 2020. Els resultats són molt clars: a les poblacions en què l'estat del benestar va esmoreir més l'augment de la desigualtat va haver-hi una major participació electoral.⁵ D'altra banda, el vot al partit governant va estar penalitzat a les poblacions on va ser més necessària l'acció de l'Estat per reduir la desigualtat. Els dos resultats mostren la relació entre la resposta pública a la crisi i el vot en les eleccions.

A la majoria de països desenvolupats, passaran anys abans que puguin conèixer, de manera fiable, l'impacte de la crisi sobre la desigualtat salarial i sobre l'efectivitat de les mesures adoptades pel sector públic. A Espanya, en canvi, ja se sap que la resposta pública ha estat importantíssima, efectiva i amb implicacions en múltiples dimensions. Espanya pot presumir de ser el primer país a nivell mundial que disposa d'aquesta mena d'informació. Si, a més a més, s'incorpora a la presa de decisions, l'efectivitat del sector públic pot augmentar molt més.

*El Dossier «Per una recuperació menys desigual» ha estat elaborat per:
Oriol Aspachs (CaixaBank Research), Ruben Durante (ICREA-UPF, IPEG i Barcelona GSE),
Alberto Graziano (CaixaBank Research), Josep Mestres (CaixaBank Research),
Jose G. Montalvo (UPF, IPEG i Barcelona GSE) i Marta Reynal-Querol (ICREA-UPF, IPEG i Barcelona GSE)*

4. Per poder arribar a aquesta conclusió, hem fet una regressió a nivell regional de la reducció de la desigualtat a causa de les transferències públiques (Gini-pre/Gini-post) mes a mes en funció del temps de processament d'una prestació d'atur, controlant per les restriccions de mobilitat, pel percentatge de població urbana, per la composició sectorial i pel mes:

$$\ln(\text{GiniPre}_{i,t} - \text{GiniPost}_{i,t}) = \gamma_0 + \sum_{j=1}^J \gamma_j X_{ijt} + \pi_{i,t}$$

Per a més detalls sobre la metodologia utilitzada, vegeu Aspachs, O. *et al.* (2021), «Real-time inequality and the welfare state in motion: evidence from Covid-19 in Spain», *Economic Policy*, de pròxima publicació.

5. *Ibidem*, per a un resultat detallat, així com per a l'especificació completa de l'anàlisi.

L'ocupació, el factor més important per reduir la desigualtat

Sovint, els debats sobre la desigualtat se centren en la dispersió en els nivells salarials i ometen un aspecte molt rellevant: la desigualtat dels ingressos salarials depèn també de la «intensitat» en l'ocupació, és a dir, de si s'està treballant i amb quina regularitat. El cas espanyol és força paradigmàtic, amb una alta taxa de temporalitat en l'ocupació (el 25,1% en el 2T 2021) i amb una proliferació de contractes laborals cada vegada més curts que incideix de manera clara sobre la desigualtat. Durant la crisi financera (2007-2011), el fort augment de la desigualtat a Espanya va ser deguda en un 80% a la caiguda de l'ocupació i en un 20% a una major dispersió dels salaris entre els treballadors.¹ Aquestes proporcions van ser gairebé les oposades en la mitjana de l'OCDE, on només el 18% de l'augment en la desigualtat entre el 2007 i el 2011 es va explicar pels canvis en l'ocupació i el 82% va ser degut a la major dispersió dels salaris entre els treballadors. Què va passar durant la pandèmia?

L'ocupació, el principal factor que explica els canvis en la desigualtat salarial durant la crisi de la COVID-19

Durant la crisi generada per la pandèmia, l'evolució de la desigualtat a Espanya va tornar a estar molt influenciada pels vaivens en l'ocupació. Per exemple, entre el febrer i l'abril del 2020, gairebé el 90% de l'increment en la desigualtat salarial (abans de les transferències públiques) va ser degut a la caiguda de l'ocupació, mentre que la resta va ser el resultat d'increments en la desigualtat salarial entre els treballadors.² Per tant, per poder incidir en l'evolució de la desigualtat, és necessari revisar les dinàmiques en l'ocupació i, en particular, les dels col·lectius més afectats.

La probabilitat de continuar ocupat no va ser igual per a tots els treballadors durant la COVID-19

Per començar, analitzem què va passar, durant la pandèmia, a les persones que estaven treballant els mesos previs al seu esclat. En concret, a partir del març del 2020, quan es van començar a prendre mesures per reduir la mobilitat i l'activitat, la probabilitat de continuar ocupat³ es va reduir de manera notable per al conjunt de la població, però l'impacte va ser molt diferent en funció de les característiques de cada treballador.

- Els treballadors amb ingressos salarials més baixos abans de la pandèmia van ser els que més probabilitats tenien de no tenir feina en els mesos següents. En concret, per als treballadors en el quintil de salaris més baix, la probabilitat d'estar ocupat es va reduir fins al 38% al maig del 2020, una incidència 23 p. p. superior a la dels treballadors del quintil més alt. Aquestes diferències es van reduir una mica en els mesos següents, tot i que els treballadors dels quintils inferiors de salaris van continuar amb una major probabilitat de no tenir feina que els dels quintils superiors.
- Per edats, els joves han estat el col·lectiu més afectat per la pandèmia al mercat laboral. Al maig del 2020, la probabilitat d'estar percebent una nòmina era 18 p. p. menor, i la recuperació en els mesos següents va ser només parcial.
- La probabilitat d'estar ocupat també es va reduir més per als treballadors nascuts a l'estranger que per als nascuts a Espanya. El *gap* en la probabilitat d'estar ocupat era de 8 p. p. a l'abril del 2020 i, sorprenentment, va continuar augmentant amb els mesos, fins a arribar als 11 p. p. al novembre.
- Les dones van tenir menys possibilitats que els homes de continuar ocupades en els primers mesos de la pandèmia, amb un *gap* en la probabilitat d'ocupació que va superar els 4 p. p. i no es va començar a recuperar fins al setembre.

Més ocupació i de més qualitat, la recepta per reduir la desigualtat salarial

Els treballadors amb ingressos més baixos, els joves, els immigrants i les dones han estat, de nou, els més impactats al mercat laboral. La recuperació de l'ocupació encara no és total, i menys encara per als col·lectius més vulnerables. És per això que l'increment de la desigualtat en relació amb el nivell pre-pandèmia encara és considerable, i l'ocupació, com a principal factor que

1. Càlculs propis a partir de dades de l'OCDE (2015), «In it together. Why Less Inequality Benefits All», OECD Publishing, París.

2. Per a una explicació detallada de l'estimació, vegeu Aspachs, O. Durante, R., Graziano, A., Mestres, J., Montalvo, J. i Reynal, M., «Real-time inequality and the welfare state in motion: evidence from Covid-19 in Spain», Economic Policy, de pròxima publicació.

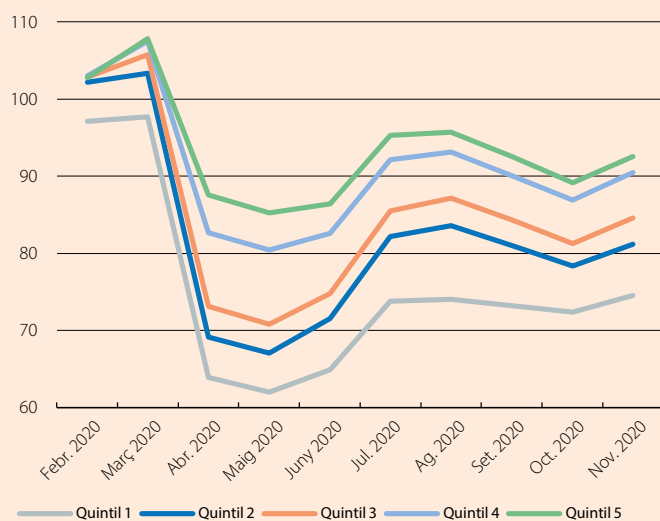
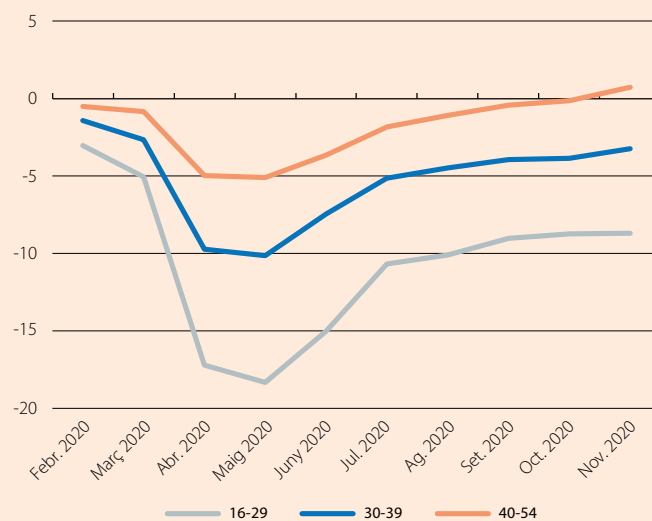
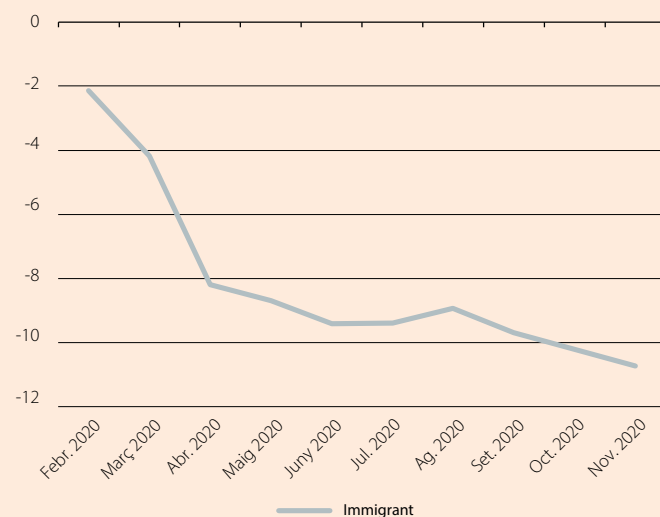
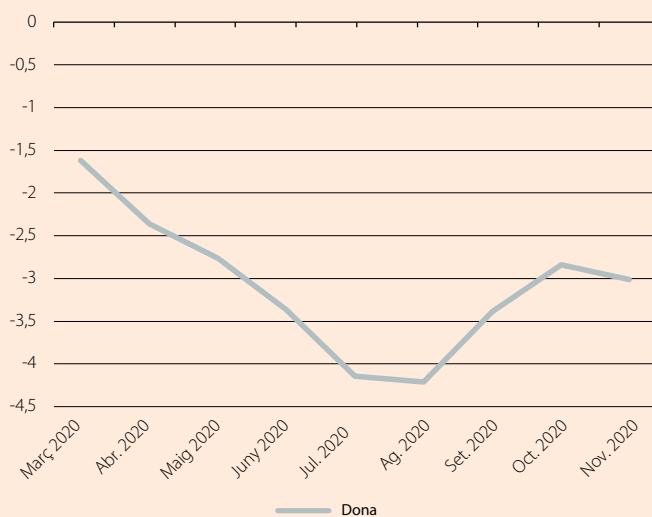
3. Per a aquest exercici no considerem els treballadors en ERTO com a empleats, ja que no treballen mentre estan en ERTO, i restringim l'anàlisi del març al novembre del 2020. Realitzem una regressió a nivell individual de la probabilitat d'estar ocupat mes a mes en funció de les característiques individuals (gènere, edat i país de naixement) i del quintil d'ingressos del treballador abans de la pandèmia (al febrer del 2020), controlant també per les restriccions de mobilitat a nivell provincial i per la província:

$$E_{ijt} = \sum_{k=1}^5 a_{kt} I(qk) + \sum_{g=1}^6 \beta_{gt} X_{ijt} + \sum_{j=1}^{49} \delta_j I(Prov = j) + \varepsilon_{ijt}$$

Íbidem, per a més detalls sobre la metodologia utilitzada.

Probabilitat en l'ocupació durant la COVID-19 *

Variació en la probabilitat (p. p.) **

a) Quintil d'ingressos pre pandèmia**b) Edat (grup de referència: treballadors de 55 a 65 anys)****c) País de naixement (grup de referència: Espanya)****d) Gènere (grup de referència: homes)**

Notes: * Coeficients resultat d'una regressió a nivell individual de la probabilitat d'estar ocupat mes a mes, controlat per les restriccions de mobilitat a nivell provincial i en funció de les característiques individuals (gènere, edat i país de naixement) i del quintil d'ingressos del treballador abans de la pandèmia (per exemple, febrer del 2020), llevat del cas del gènere. Per a més detalls sobre la metodologia utilitzada, vegeu Aspachs, O. et al. (2021), «Real-time inequality and the welfare state in motion: evidence from Covid-19 in Spain», *Economic Policy*, de pròxima publicació.

** Per als quintils d'ingressos, el gràfic mostra la probabilitat d'ocupació i no la variació.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades internes.

afecta la desigualtat, tornarà a ser la principal palanca per corregir-lo. Millorar l'ocupabilitat dels treballadors perquè ningú es quedi enrere i incrementar la seva «intensitat» en l'ocupació són les eines claus perquè l'augment en la desigualtat no es converteixi en una cicatriu permanent de la pandèmia.

El Dossier «Per una recuperació menys desigual» ha estat elaborat per: Oriol Aspachs (CaixaBank Research), Ruben Durante (ICREA-UPF, IPEG i Barcelona GSE), Alberto Graziano (CaixaBank Research), Josep Mestres (CaixaBank Research), Jose G. Montalvo (UPF, IPEG i Barcelona GSE) i Marta Reynal-Querol (ICREA-UPF, IPEG i Barcelona GSE)

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

Et recomanem:

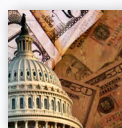
Fons europeus NGEU: la gran palanca per al salt digital

En el Dossier s'analitzen els plans digitals presentats pels principals països i el seu possible impacte macroeconòmic. Així mateix, s'entra en cert detall en l'àmbit digital del Pla de Recuperació i Resiliència espanyol.



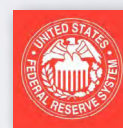
Donant voltes al sostre del deute als EUA

Un nou element ha irromput al radar fiscal nord-americà: l'apropament al límit o «sostre» del deute i la necessitat de resoldre aquesta situació perquè el Govern es pugui finançar amb normalitat abans del final d'octubre o al començament de novembre.



Notes Breus d'Actualitat Econòmica i Financera

Valoració dels principals indicadors macroeconòmics d'Espanya, Portugal, la zona de l'euro, EUA i la Xina, i de les reunions del Banc Central Europeu i de la Reserva Federal.



Monitor de consum

Anàlisi setmanal de l'evolució del consum a Espanya mitjançant tècniques de *big data*, a partir de la despesa amb targetes emeses per CaixaBank, de la despesa de no clients en TPV CaixaBank i dels reintegraments en caixers CaixaBank.



Informe Sectorial Immobiliari 2S 2021

Analitzem com s'està refent el sector de la crisi de la COVID-19, el seu impacte en la demanda estrangera residencial i en la inversió immobiliària comercial, i si hi ha risc de sobreescalfament en els mercats d'habitatge internacionals.



Informe Sectorial Agroalimentari 2021

Coneix la situació i les perspectives del sector agroalimentari a Espanya, la seva aposta per la sostenibilitat i com estan responnent els sectors porcí i vitivinícola a la crisi per la pandèmia.



Segueix-nos a:



www.caixabankresearch.com



@CABK_Research



Newsletter



CaixaBank

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

© CaixaBank, S.A., 2021

© Banco BPI, 2021

Disseny i producció: www.cegeglobal.com

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

