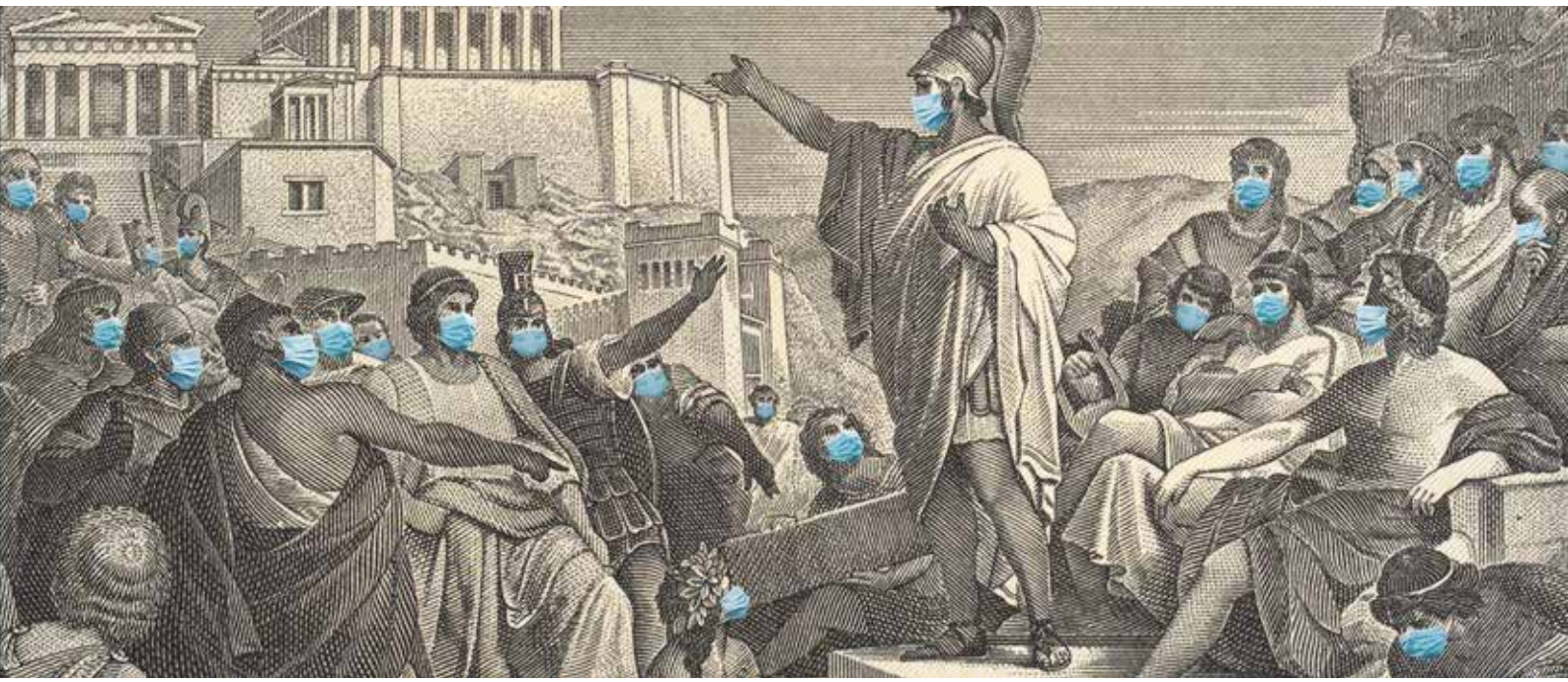
IM02

INFORME MENSUAL
NÚMERO 453 | FEBRERO 2021



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS
Repunte abrupto de la deuda pública: ¿resistirá la eurozona?

ECONOMÍA INTERNACIONAL
Brexit*: de hermanos a primos lejanos*

ECONOMÍA PORTUGUESA
Renta disponible en Portugal: comportamiento positivo en una crisis histórica

DOSSIER: DEMOCRACIAS EN TIEMPOS DE PANDEMIA

Democracia y COVID-19: el momento decisivo

¿Han sido las democracias más laxas en materia de confinamiento y testeo?

¿Han conseguido las democracias un mejor control de las interacciones sociales?

Democracia y pandemia: más luz que oscuridad

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Febrero 2021

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

CaixaBank Research
www.caixabankresearch.com
research@caixabank.com
Enric Fernández
Economista jefe
Oriol Aspachs
Director de Estudios
Sandra Jódar
Directora de Estrategia Bancaria
Adrià Morron Salmeron
Coordinador del *Informe Mensual*
Javier Garcia-Arenas
Coordinador del Dossier

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

Fecha de cierre de esta edición:
31 de enero de 2021

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 LAS CLAVES DEL MES

4 PREVISIONES

7 MERCADOS FINANCIEROS

9 *Repunte abrupto de la deuda pública: ¿resistirá la eurozona?*
Adrià Morron Salmeron

11 *Materias primas: el resurgir de un mercado en medio de la recesión global*
Beatriz Villafranca

14 ECONOMÍA INTERNACIONAL

17 Brexit*: de hermanos a primos lejanos*
Álvaro Leandro

21 ECONOMÍA ESPAÑOLA

24 ECONOMÍA PORTUGUESA

26 *Renta disponible en Portugal: comportamiento positivo en una crisis histórica*
Vânia Duarte

29 DOSSIER: DEMOCRACIAS EN TIEMPOS DE PANDEMIA

29 *Democracia y COVID-19: el momento decisivo*
Álvaro Leandro y Àlex Ruiz

31 *¿Han sido las democracias más laxas en materia de confinamiento y testeo?*
Álvaro Leandro y Àlex Ruiz

33 *¿Han conseguido las democracias un mejor control de las interacciones sociales?*
Álvaro Leandro y Àlex Ruiz

35 *Democracia y pandemia: más luz que oscuridad*
Álvaro Leandro y Àlex Ruiz

Operación verano

La economía española retrocedió el año pasado un 11%, unos 4 puntos más que el conjunto de la eurozona. Buena parte de esta diferencia se explica por el elevado peso del turismo en nuestro país, un sector enormemente golpeado por la pandemia. Por esa misma razón, las perspectivas para 2021 están fuertemente ligadas a la recuperación de la actividad turística.

El año ha comenzado mal, condicionados como estamos por los rebrotes, y será difícil que las cosas cambien mucho de cara a la Semana Santa, que ya está a la vuelta de la esquina. Pero es necesario hacer todo lo posible para que en la primavera se produzca un punto de inflexión y la campaña del verano marque el inicio de una recuperación fuerte del sector. Si nos falla el turismo, 2021 no podrá ser un buen año para la economía española.

Según los cálculos del INE, el turismo aportó el 12,4% del PIB en 2019. Más de la mitad de dicha aportación provino del turismo internacional, pero este se desplomó el año pasado casi un 80% (la caída no fue mayor gracias a la actividad del primer trimestre). El turismo nacional aguantó algo más, en parte porque no se viajó fuera, pero la caída aún se situó alrededor del 50%. En su conjunto, el descenso de la actividad turística se puede cifrar en torno al 65%, lo que restó unos 8 puntos al PIB (multipliquen 0,124 x 65%). Lo equivalente a 100.000 millones de euros (multipliquen 0,08 x 1,25 billones, que fue el PIB de 2019).

La clave para que estas cifras mejoren está en las vacunas (aunque los test rápidos también serán un instrumento importante). Si se despliegan según lo previsto y mantienen su efectividad ante las mutaciones del virus, estaremos ante una situación completamente distinta. Esto no quiere decir que podamos volver a cifras de 2019, ni mucho menos, pero sí a registros mucho mejores que los del año pasado, que permitan al sector comenzar a rehacerse.

Aunque no está previsto alcanzar la inmunidad de grupo antes de finales de verano, el efecto de las vacunas sobre la actividad económica en general y el turismo en particular debería notarse bastante antes. Según los datos publicados por el Instituto de Salud Carlos III, casi 1 de cada 2 hospitalizaciones por COVID-19 y 1 de cada 3 ingresos en UCI ha afectado a personas de más de 70 años. Si ampliamos el grupo de edad para incluir a todos los mayores de 60 años, estos representan 2 de cada 3 hospitalizaciones o ingresos en UCI. Esto quiere decir que la inmunización de estos grupos de edad puede reducir enormemente la presión sobre el sistema asistencial y facilitaría la relajación de las actuales restricciones de movilidad. De hecho, estos grupos de edad, una vez inmunizados, podrían ser los primeros en contribuir a relanzar el turismo esta primavera.

Obviamente, no solo España deberá desplegar tan rápido como sea posible las vacunas, sino que también será importante que lo hagan los países emisores de turistas internacionales. En este sentido, hay razones para ser optimista cuando nos fijamos en nuestros principales mercados. El primer emisor de turistas a nuestro país es el Reino Unido, con una cuota de casi el 20%, y el proceso de vacunación allí va más avanzado. Francia, Alemania, Italia, Bélgica y Países Bajos nos aportan 1 de cada 3 turistas internacionales y estos países deberían seguir un ritmo de vacunación similar al nuestro. Además, es importante subrayar que la mayoría de estos turistas ya conocen bien nuestro país y lo perciben como un destino seguro. Si pueden venir, vendrán.

Además de las vacunas, es necesario que el sector turístico afronte la recuperación desde una posición que no sea de extrema debilidad. La crisis se ha alargado más de lo que se preveía inicialmente y, aunque los ERTE y los ICO han sido muy útiles, ahora son necesarias sobre todo subvenciones directas. Ayudas, por ejemplo, para cubrir costes fijos o para pagar los impuestos y las cotizaciones que aún deben pagarse o que se han tenido que pagar todos estos meses con ingresos en mínimos. Ayudas, en definitiva, para no llegar asfixiados a la línea de meta o, mejor dicho, a la línea de salida.

Enric Fernández
Economista jefe
Febrero 2021

Cronología

ENERO 2021

15 El recuento oficial de muertos por COVID-19 a nivel mundial supera la cifra de los 2 millones de personas.
20 Joe Biden toma juramento como nuevo presidente de los EE. UU. A principios de mes, simpatizantes de Donald Trump habían irrumpido en la sede del Congreso en protesta por los resultados electorales.

NOVIEMBRE 2020

15 Australia, Nueva Zelanda y 13 economías asiáticas (incluyendo China) firmaron un acuerdo comercial a gran escala (el *Regional Comprehensive Economic Partnership*).
20 Las primeras vacunas contra la COVID-19 solicitan la aprobación oficial de las autoridades tras concluir la fase de ensayo.

SEPTIEMBRE 2020

25 El Consejo Europeo aprueba la concesión de 87.400 millones de euros en préstamos SURE a 16 Estados miembros. España recibirá 21.300 millones.
28 El recuento oficial de muertos por COVID-19 a nivel mundial supera la cifra de 1 millón de personas.

DICIEMBRE 2020

2 El Reino Unido se convierte en el primer país occidental en aprobar el uso de una vacuna para la COVID-19.
10 El BCE amplía la dotación del PEPP hasta los 1,85 billones, prolonga sus compras netas hasta marzo de 2022 y lanza tres nuevas TLTRO-III.
24 La UE y el Reino Unido alcanzan un acuerdo comercial para regular sus relaciones económicas a partir del 1 de enero de 2021, cuando el Reino Unido abandona el mercado único y la unión aduanera.

OCTUBRE 2020

16 La agencia de calificación Moody's reduce la nota crediticia del Reino Unido, de Aa2 a Aa3.
25 El Gobierno de España decreta un nuevo estado de alarma.
28 Francia anuncia un nuevo confinamiento y otros países europeos (como Alemania) también endurecen las restricciones a la movilidad de manera más significativa que en los meses anteriores.

AGOSTO 2020

27 La Fed actualiza el marco estratégico de la política monetaria y anuncia que perseguirá una inflación promedio del 2%, tolerando temporalmente inflaciones superiores tras periodos con una inflación inferior al 2%.

Agenda

FEBRERO 2021

2 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (enero).
Portugal: avance del PIB (4T).
Eurozona: PIB de la eurozona (4T).
10 Portugal: empleo y desempleo (4T).
15 Portugal: actividad turística (diciembre).
Japón: PIB (4T).
19 España: comercio exterior (diciembre).
24 España: créditos, depósitos y tasa de morosidad (diciembre).
25 Eurozona: índice de sentimiento económico (febrero).
Portugal: indicador de confianza de empresas y consumidores (febrero).
26 España: balanza de pagos (diciembre).
España: avance del IPC (febrero).
Portugal: avance del IPC (febrero).

MARZO 2021

2 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (febrero).
3 Portugal: empleo y desempleo (enero).
5 España: *rating* Moody's.
11 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
12 Portugal: *rating* S&P.
16-17 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
17 España: encuesta trimestral de coste laboral (4T).
19 España: *rating* S&P.
Portugal: *rating* Moody's.
22 España: créditos, depósitos y tasa de morosidad (4T).
25 España: balanza de pagos y PIIN (4T).
Portugal: precios de la vivienda (febrero).
25-26 Consejo Europeo.
26 España: desglose del PIB (4T).
Portugal: desglose del PIB (4T).
30 España: avance del IPC (marzo).
Eurozona: índice de sentimiento económico (marzo).
31 España: tasa de ahorro de los hogares (4T).
España: ejecución presupuestaria del Estado (febrero).

La economía resiste a la segunda ola

«El miedo siempre está dispuesto a ver las cosas peor de lo que son». Son palabras viejas, de Tito Livio, y sabias. Muy pertinentes en el contexto actual de pandemia. Vivimos rodeados de un flujo constante de noticias negativas y preocupantes. Muchas familias y empresas se encuentran en una situación crítica. En estas circunstancias, discernir que algunas cosas están yendo mejor de lo que esperábamos hace pocos meses parece un ejercicio voluntarista. Pero la economía, en conjunto y aunque no lo parezca, es una de ellas. El repunte de los contagios que se ha producido en los principales países desarrollados y la dureza y la persistencia de las restricciones a la movilidad y a la actividad nos han devuelto a los peores momentos del pasado mes de abril. Pero nos hemos adaptado, con resignación y también con espíritu de superación.

Ciertamente, la caída de la actividad que se produjo el pasado año fue histórica (puedes sustituir este adjetivo por otro más grandilocuente), pero fue inferior a la que esperábamos hace pocos meses, como mínimo la gran mayoría de los economistas, incluidos los de esta casa. Para EE. UU., la eurozona y España, en octubre de 2020 (no hace tanto), menos del 15% de las casas de análisis que participan en el llamado consenso de economistas acertaron sus previsiones o se pasaron de optimistas. El grueso pecamos de pesimistas, y eso que en aquellos momentos no esperábamos que se produjera una segunda ola de contagios tan virulenta. De haberlo sabido, seguro que todos hubiéramos pintado un escenario económico todavía más lúgubre. La capacidad de resistencia que ha exhibido la economía durante los últimos meses cuando tenemos en cuenta este factor resulta todavía más sorprendente. Una vez más, se han puesto de manifiesto las dificultades que tenemos para anticipar cambios en el comportamiento de las personas, de la política o de la tecnología. Y en los últimos meses, se ha mejorado mucho en todos los frentes. ¿Volveremos a pecar de pesimistas?

Los últimos indicadores apuntan a que el proceso de recuperación se ha estancado en las principales economías desarrolladas. Algunas cerraron el 4T 2020 con ligeros avances en términos intertrimestrales, como EE. UU. (+1,0%), España (+0,4%) o Alemania (+0,1%), mientras otras dieron un paso atrás, como Francia (–1,3%) o Italia (–2,0%). Los indicadores del mes de enero muestran que esta tónica se mantiene. El proceso de recuperación está en pausa. No se observan grandes avances, ni tampoco recaídas como las vividas en la primera ola. En España, la tasa de variación interanual de los afiliados a la Seguridad Social que no se encuentran en situación de ERTE solo mejoró ligeramente en enero respecto a los registros de los meses anteriores. El consumo de los hogares, según el indicador en tiempo real de CaixaBank Research, presenta una dinámica similar. Y la desigualdad salarial, que aumentó sobremanera los meses de abril y mayo, pero mejoró de forma notable los siguientes meses, no ha repuntado tras el estallido de la segunda ola, también según el monitor de desigualdad en tiempo real de CaixaBank Research.

El nuevo escenario de previsiones del FMI contempla que esta dinámica se mantendrá hasta que la distribución de las vacunas haya protegido a los grupos de riesgo. Un hito que la mayoría de las economías desarrolladas esperan alcanzar durante el segundo trimestre. Mientras esto no suceda, los riesgos a la baja sobresalen: las dificultades técnicas que entrañan los ambiciosos planes de vacunación en marcha son evidentes y las nuevas variantes del virus suponen una amenaza aterradora. Pero el FMI también indica que, una vez alcanzado este hito, las sorpresas positivas pueden ser sustanciales: la mejora de la confianza que se puede producir una vez inmunizada la población puede ir acompañada de un repunte del consumo y la inversión mayor de lo esperado. En conjunto, el FMI pronostica un crecimiento global del 5,5% este año y del 5,9% para España (unas cifras muy parecidas a las del escenario de CaixaBank Research). Pero apunta que el crecimiento puede ser 0,75 p. p. superior a nivel global si se materializan los riesgos positivos, y que el repunte podría ser superior en las economías desarrolladas.

En el plano financiero, el FMI destaca que, a pesar de que los problemas de solvencia de las empresas no financieras han sido limitados hasta la fecha, la presión sobre el sector empresarial seguirá siendo elevada en todos los países y señala que es de esperar que se produzca un repunte de los impagos, especialmente si las medidas de apoyo al tejido productivo se retiran antes de que la recuperación esté bien asentada. En este sentido, cabe recordar que en España se ha producido un fuerte repunte de la deuda empresarial, pero que el punto de partida, a nivel agregado, era relativamente confortable después de años de desendeudamiento. Así, el nivel de deuda se mantiene claramente por debajo de los niveles alcanzados durante la anterior crisis y también por debajo de los registros del conjunto de la eurozona. Ello no quita que haya situaciones de sobreendeudamiento, sobre todo en los sectores más golpeados por la crisis, pero no se trata de un problema generalizado.

Retratar la realidad económica que nos rodea es extremadamente complejo. Requiere combinar constantemente palabras grandilocuentes, porque sentimos que estamos viviendo momentos históricos, con un gran surtido de matices, porque la incertidumbre es muy elevada y los acontecimientos suceden a una velocidad nunca vista. Pero el desconcierto y el agotamiento que ello puede acabar generando no deberían condicionar nuestros puntos de vista y hacernos ver las cosas peor de lo que ya son.

Oriol Aspachs
Director de Estudios

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

Mercados financieros

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2017	2018	2019	2020	2021	2022
TIPOS DE INTERÉS							
Dólar							
Fed funds (límite superior)	3,43	0,55	2,50	1,75	0,25	0,25	0,25
Líbor 3 meses	3,62	0,75	2,79	1,91	0,23	0,25	0,35
Líbor 12 meses	3,86	1,26	3,08	1,97	0,34	0,50	0,70
Deuda pública 2 años	3,70	0,80	2,68	1,63	0,13	0,25	0,50
Deuda pública 10 años	4,70	2,58	2,83	1,86	0,93	1,40	1,50
Euro							
Depo BCE	2,05	0,32	–0,40	–0,50	–0,50	–0,50	–0,50
Refi BCE	3,05	0,90	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eonia	3,12	0,55	–0,36	–0,46	–0,47	–0,45	–0,45
Euríbor 1 mes	3,18	0,67	–0,37	–0,45	–0,56	–0,48	–0,43
Euríbor 3 meses	3,24	0,85	–0,31	–0,40	–0,54	–0,50	–0,40
Euríbor 6 meses	3,29	1,00	–0,24	–0,34	–0,52	–0,48	–0,38
Euríbor 12 meses	3,40	1,19	–0,13	–0,26	–0,50	–0,45	–0,35
Alemania							
Deuda pública 2 años	3,41	0,55	–0,60	–0,63	–0,73	–0,60	–0,45
Deuda pública 10 años	4,30	1,82	0,25	–0,27	–0,57	–0,40	0,00
España							
Deuda pública 3 años	3,62	2,06	–0,02	–0,36	–0,57	–0,39	–0,06
Deuda pública 5 años	3,91	2,59	0,36	–0,09	–0,41	–0,28	0,12
Deuda pública 10 años	4,42	3,60	1,42	0,44	0,05	0,10	0,50
Prima de riesgo	11	178	117	71	62	50	50
Portugal							
Deuda pública 3 años	3,68	4,02	–0,18	–0,34	–0,61	–0,32	0,05
Deuda pública 5 años	3,96	4,67	0,47	–0,12	–0,45	–0,32	0,14
Deuda pública 10 años	4,49	5,35	1,72	0,40	0,02	0,10	0,53
Prima de riesgo	19	353	147	67	60	50	53
TIPO DE CAMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,29	1,14	1,11	1,22	1,22	1,22
EUR/JPY (yenes por euro)	129,50	126,40	127,89	121,40	126,39	130,54	130,54
USD/JPY (yenes por dólar)	115,34	98,97	112,38	109,25	103,83	107,00	107,00
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,83	0,90	0,85	0,90	0,89	0,90
USD/GBP (libras por dólar)	0,59	0,64	0,79	0,76	0,74	0,73	0,74
PETRÓLEO							
Brent ($/barril)	42,3	82,5	57,7	65,2	50,2	60,0	62,0
Brent (euros/barril)	36,4	63,2	50,7	58,6	41,3	49,2	50,8

Previsiones

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

Economía internacional

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2017	2018	2019	2020	2021	2022
CRECIMIENTO DEL PIB							
Mundial	4,5	3,4	3,5	2,8	–3,5	5,5	4,0
Países desarrollados	*2,7*	*1,3*	*2,2*	*1,7*	*–4,9*	*4,6*	*3,0*
Estados Unidos	2,7	1,5	3,0	2,2	–3,5	4,9	3,4
Eurozona	2,2	0,7	1,9	1,2	–6,8	4,3	2,7
Alemania	1,6	1,3	1,6	0,6	–5,3	3,2	2,2
Francia	2,2	0,8	1,7	1,5	–8,3	5,7	3,1
Italia	1,5	–0,5	0,8	0,3	–8,9	5,0	2,5
Portugal	1,5	0,0	2,9	2,2	–7,6	4,9	3,1
España	3,7	0,3	2,4	2,0	–11,0	6,0	4,4
Japón	1,4	0,5	0,6	0,3	–5,2	3,5	1,3
Reino Unido	2,9	1,1	1,3	1,4	–11,0	6,9	4,1
Países emergentes y en desarrollo	*6,5*	*5,1*	*4,5*	*3,7*	*–2,5*	*6,2*	*4,6*
China	10,6	8,3	6,7	6,0	2,3	8,3	4,5
India	9,7	6,9	6,8	4,9	–8,9	9,5	7,3
Brasil	3,6	1,6	1,8	1,4	–4,4	3,0	2,5
México	2,4	2,1	2,2	0,0	–8,3	3,5	2,2
Rusia	7,2	0,9	2,5	1,3	–3,1	3,0	2,2
Turquía	5,4	5,1	2,8	0,9	–2,2	4,0	3,4
Polonia	4,2	3,4	5,4	4,6	–2,8	3,0	4,9
INFLACIÓN							
Mundial	4,1	3,7	3,6	3,5	3,2	3,5	3,2
Países desarrollados	*2,1*	*1,5*	*2,0*	*1,4*	*0,6*	*1,2*	*1,5*
Estados Unidos	2,8	1,7	2,4	1,8	1,2	2,3	2,0
Eurozona	2,1	1,4	1,8	1,2	0,3	1,1	1,2
Alemania	1,7	1,3	1,9	1,4	0,4	1,2	1,3
Francia	1,8	1,2	2,1	1,3	0,5	1,1	1,2
Italia	1,9	1,5	1,2	0,6	–0,1	0,9	1,0
Portugal	3,0	1,2	1,0	0,3	0,0	0,9	1,3
España	3,2	1,4	1,7	0,7	–0,3	1,1	1,5
Japón	–0,3	0,3	1,0	0,5	0,0	0,0	0,0
Reino Unido	1,9	2,4	2,5	1,8	0,9	1,5	1,2
Países emergentes	*6,7*	*5,7*	*4,9*	*5,1*	*5,1*	*4,5*	*4,3*
China	1,7	2,6	2,1	2,9	2,5	0,8	2,3
India	4,5	8,0	3,9	3,7	6,6	9,7	4,7
Brasil	7,3	6,1	3,7	3,7	3,2	4,1	3,5
México	5,2	4,2	4,9	3,6	3,4	3,8	3,7
Rusia	14,2	8,7	2,9	4,5	4,9	3,5	4,0
Turquía	27,2	8,4	16,2	15,5	14,6	10,4	8,0
Polonia	3,5	2,0	1,2	2,1	3,7	2,1	2,4

Previsiones

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

Economía española

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2017	2018	2019	2020	2021	2022
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	3,6	–0,6	1,8	0,9	–12,6	7,9	3,5
Consumo de las AA. PP.	5,0	0,9	2,6	2,3	4,5	6,3	2,4
Formación bruta de capital fijo	5,6	–2,8	6,1	2,7	–12,4	5,6	7,5
Bienes de equipo	4,9	–0,5	5,4	4,4	–13,4	12,7	8,0
Construcción	5,7	–5,2	9,3	1,6	–15,8	0,8	7,1
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,4	–0,7	2,7	1,5	–8,7	6,7	4,0
Exportación de bienes y servicios	4,7	3,1	2,3	2,3	–20,9	6,6	7,6
Importación de bienes y servicios	7,0	–0,3	4,2	0,7	–16,8	7,8	6,6
Producto interior bruto	**3,7**	**0,3**	**2,4**	**2,0**	**–11,0**	**6,0**	**4,4**
Otras variables							
Empleo	3,2	–1,0	2,6	2,3	–7,5	0,0	2,2
Tasa de paro (% pobl. activa)	10,5	20,5	15,3	14,1	15,5	17,9	16,5
Índice de precios de consumo	3,2	1,4	1,7	0,7	–0,3	1,1	1,5
Costes laborales unitarios	3,0	0,1	1,2	2,4	5,8	–5,6	–0,1
Saldo op. corrientes (% PIB)	–5,9	–0,8	1,9	2,0	1,1	1,6	2,1
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	–5,2	–0,4	2,4	2,4	1,3	1,8	2,3
Saldo público (% PIB) [1]	0,4	–6,7	–2,5	–2,8	–12,4	–9,2	–6,6

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

Previsiones

Economía portuguesa

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2017	2018	2019	2020	2021	2022
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	1,7	0,1	2,6	2,4	–6,7	4,0	3,6
Consumo de las AA. PP.	2,3	–0,6	0,6	0,7	0,7	2,2	0,2
Formación bruta de capital fijo	–0,3	–2,0	6,2	5,4	–7,4	–0,6	4,1
Bienes de equipo	1,2	1,2	8,9	2,8	–	–	–
Construcción	–1,5	–4,4	4,7	7,2	–	–	–
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	–0,5	3,1	2,7	–5,6	3,4	3,8
Exportación de bienes y servicios	5,2	4,0	4,2	3,5	–16,4	20,3	8,2
Importación de bienes y servicios	3,6	2,2	5,0	4,7	–11,0	15,5	8,4
Producto interior bruto	**1,5**	**0,0**	**2,9**	**2,2**	**–7,6**	**4,9**	**3,1**
Otras variables							
Empleo	0,4	–0,6	2,3	1,0	–3,9	–0,8	1,7
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,1	11,8	7,0	6,5	7,4	9,1	7,7
Índice de precios de consumo	3,0	1,2	1,0	0,3	0,0	0,9	1,3
Saldo op. corrientes (% PIB)	–9,2	–3,6	0,4	–0,1	–1,8	–1,0	–0,6
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	–7,7	–2,2	1,4	0,9	–0,8	0,0	1,0
Saldo público (% PIB)	–4,6	–6,1	–0,3	0,1	–7,2	–5,7	–3,1

Previsiones

Un inicio de año dubitativo en los mercados financieros

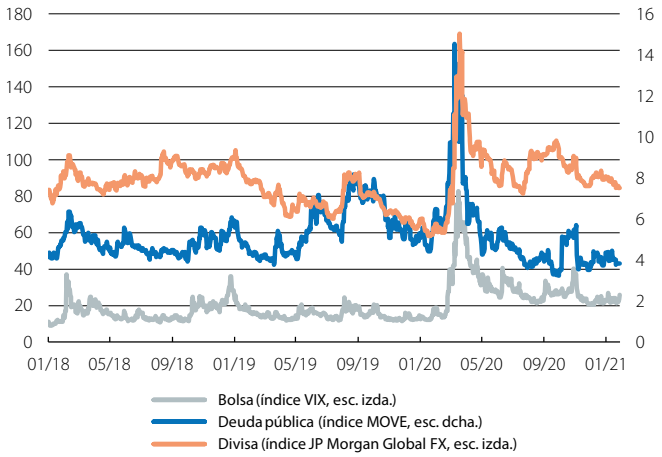
Los mercados arrancan 2021 en busca de dirección. El sentimiento inversor empezó el año con ánimo, aupado por el desvanecimiento de algunas fuentes de incertidumbre, como el *brexit* o la transición de la presidencia de los EE. UU., el inicio de las vacunaciones en diversos países y las expectativas sobre una primera propuesta de paquete fiscal de Joe Biden. Sin embargo, el empeoramiento de los indicadores de la pandemia y la extensión de las medidas de confinamiento en la mayoría de las economías avanzadas redujeron el apetito por el riesgo. Y es que los diversos indicadores de sentimiento económico se mantienen en niveles contenidos, en especial en la eurozona, y sugieren que la actividad económica seguirá frenada por la pandemia en este primer trimestre de 2021. En este contexto, las bolsas mostraron un tono mixto en el conjunto del mes de enero, mientras que los tipos de interés soberanos siguieron anclados por unos bancos centrales determinados a mantener unas condiciones financieras muy favorables. De hecho, los principales bancos centrales focalizaron sus últimas reuniones a espantar los rumores sobre una eventual retirada prematura de los estímulos monetarios. Además, como viene siendo habitual, la Fed y el BCE reiteraron que tienen la capacidad para echar más leña al fuego y ofrecer un entorno financiero todavía más acomodaticio si la coyuntura lo requiriese.

Las bolsas todavía no son inmunes a la COVID. Los principales índices bursátiles arrancaron el año con alzas generalizadas en las primeras semanas, alentados por un inicio esperanzador de la vacunación a nivel global. Sin embargo, la constatación de que la pandemia seguirá pesando sobre la actividad a lo largo del 1T terminó lastrando el ánimo de los inversores. Así, la mayoría de los índices de la eurozona registraron caídas en el conjunto del mes (Eurostoxx 50 –2,0%, Ibex 35 –3,9% y PSI-20 –2,1%), mientras que los índices estadounidenses pudieron capear mejor la situación y registrar nuevos máximos históricos en algunas sesiones apoyados, en parte, en un inicio de campaña de resultados empresariales mejor de lo esperado (S&P 500 –1,1% y Nasdaq +0,3%). En Asia, por su parte, tanto los índices de las economías emergentes como los de Japón registraron avances considerables (Asia emergente +4,2% y Japón +0,8%).

La OPEP adecúa la producción de petróleo a la evolución de la demanda. Ante la perspectiva de que el crecimiento económico sea contenido en el 1T, la OPEP y sus aliados (OPEP+) decidieron posponer el aumento de producción de 2 millones de barriles diarios (mbd) previsto anteriormente para inicios de 2021. Tras la reunión mantenida el 5 de enero, se acordó que Rusia y Kazajstán aumentaran ligera y gradualmente su producción hasta marzo (+0,15 mbd en conjunto) y que Arabia Saudí la recortara voluntariamente en 1 mbd. Así, la OPEP+ no solamente no aumentó la producción para el 1T 2021, sino que en su conjunto la recortó. Este respaldo del cártel aisló el precio del barril de Brent del deterioro en el sentimiento económico e inversor y favoreció que este, de hecho, aumentara casi un 8% en el conjunto del mes, hasta los 55 dólares.

Volatilidad implícita en los mercados financieros

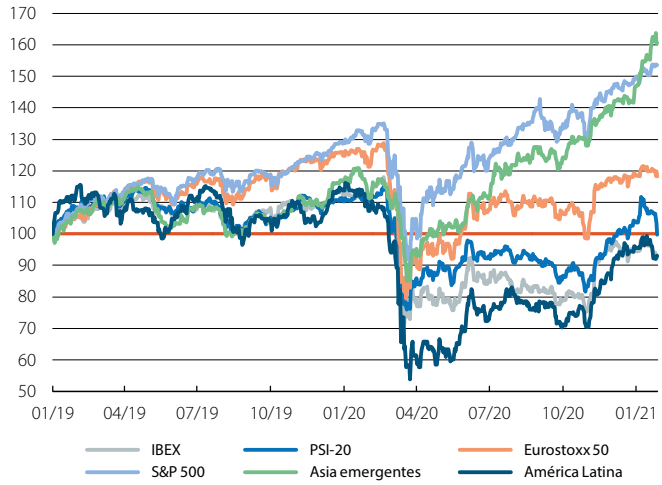
Índice *Índice*



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

Principales bolsas internacionales

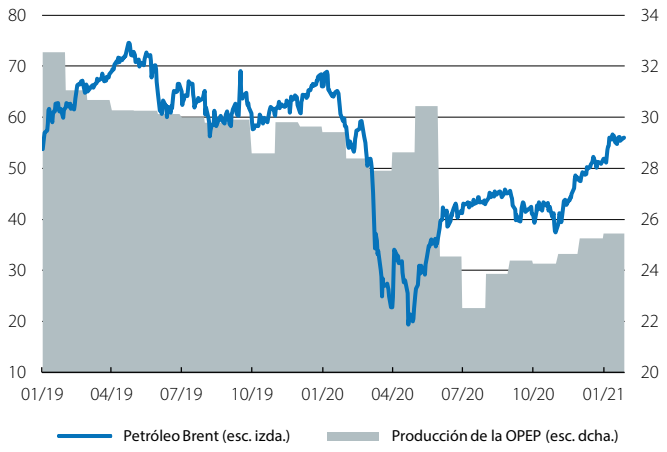
Índice (100 = enero 2019)



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

Petróleo: precio del barril de Brent y producción de la OPEP

(Dólares por barril) *(Millones de barriles diarios)*



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

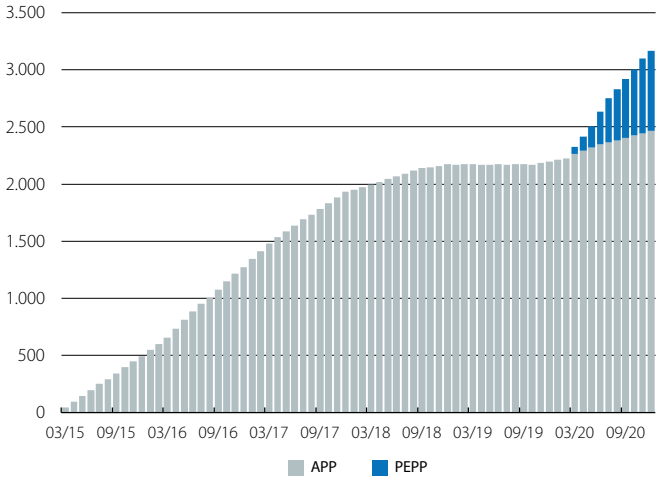
Las compras de activos del BCE continuarán siendo claves en 2021. Tras la reunión del Consejo de Gobierno celebrada el pasado 21 de enero, Christine Lagarde explicó que el BCE se siente cómodo con las previsiones económicas presentadas en diciembre, en las que el BCE ya proyectaba una continuidad de la situación pandémica durante el 1T 2021, una recuperación incompleta de la actividad económica hasta principios de 2022 y debilidad en la inflación subyacente a corto y medio plazo. Además, Lagarde señaló que, con las medidas anunciadas en diciembre, el BCE se ha dotado de músculo suficiente para afrontar 2021 con garantías. En particular, el Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) está dotado con una capacidad para comprar activos de deuda por un valor total de 1,85 billones de euros (en 2020 el BCE gastó 0,76 billones y le quedan 1,1 billones, es decir, el 9,2% del PIB prepandemia de la eurozona), que pueden utilizarse hasta el 1T 2022 con un ritmo de compras netas flexible y que se puede adaptar semanalmente a la exigencia de la coyuntura. Es decir, solo con la capacidad disponible del PEPP el BCE podría comprar tantos activos en 2021 como los que adquirió con la suma de todos sus programas en 2020 (una capacidad con la que seguirá dando cobertura a la política fiscal, como analizamos en el Focus «Repunte abrupto de la deuda pública: ¿resistirá la eurozona?» en este mismo *Informe Mensual*). Además, el BCE explicitó que es igualmente probable que no se utilice la totalidad del programa como que este deba ampliarse.

La Fed mantendrá el estímulo mientras sigan los riesgos. En su reunión de enero, la institución presidida por Jerome Powell mantuvo los tipos de interés oficiales en niveles mínimos (0,00%-0,25%) y las compras netas de activos al ritmo mensual actual (80.000 millones de dólares en *treasuries* y 40.000 millones de dólares en MBS). Aunque Powell reconoció que las perspectivas a medio plazo habían mejorado, también señaló que los riesgos a corto plazo se mantienen elevados (aumento de los contagios, nuevas variantes del virus y un ritmo de vacunación lento). Por ello, Powell fue contundente al indicar que la Fed debe mantener un entorno acomodaticio durante 2021, puso fin a especulaciones sobre una posible pronta retirada de los estímulos y recalcó que, cuando esta llegue, será gradual y anunciada con mucha antelación.

Los tipos de interés soberanos recogen una leve mejora del escenario a medio plazo. Así lo muestra el repunte con el que arrancaron el año el tipo de interés sobre el *bund* alemán y, especialmente, el *treasury* a 10 años estadounidense. En el repunte de este último tipo de interés fueron claves las expectativas sobre crecimiento e inflación que los inversores otorgaron a la propuesta de estímulo fiscal de Joe Biden. Mientras tanto, en la periferia de la eurozona, las primas de riesgo se mantuvieron relativamente estables con la excepción de Italia. Después de que el partido Italia Viva dejara de apoyar al Gobierno de Giuseppe Conte, este perdió la mayoría absoluta que tenía en las cámaras y los partidos deberán forjar nuevos apoyos para evitar la convocatoria de elecciones anticipadas. Esta situación no pasó desapercibida por los inversores y, reflejo de que no esperan que se deba acudir a las urnas anticipadamente, la prima de riesgo italiana solo repuntó ligeramente.

Deuda pública en manos del BCE

(Miles de millones de euros)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.*

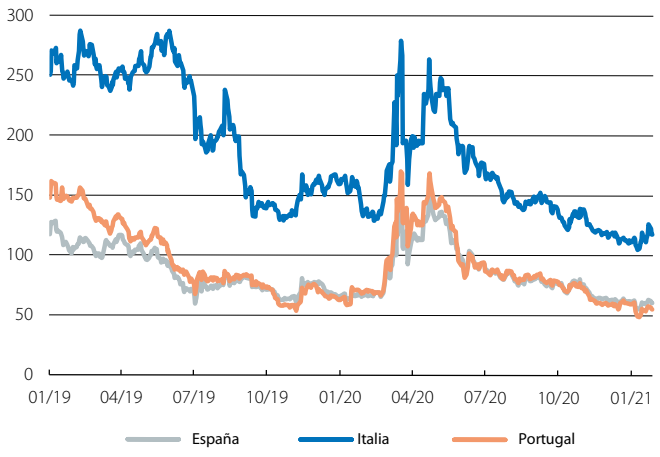
Tipos de interés de la deuda pública a 10 años

(%)

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

Eurozona: primas de riesgo de la deuda pública a 10 años

(p. b.)



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

Repunte abrupto de la deuda pública: ¿resistirá la eurozona?

- **La COVID-19 está provocando un incremento abrupto de la deuda pública. Con todo, la reducción sostenida de los tipos de interés y el alargamiento de los vencimientos dan cobertura a las economías europeas y alivian la carga financiera.**
- **En 2021, las necesidades de financiación de las Administraciones públicas cuentan con el apoyo de los fondos europeos y la política acomodaticia del BCE.**

La COVID-19 está provocando un incremento abrupto de la deuda. Desde el estallido de la pandemia, las ratios de deuda pública han aumentado de forma súbita y pronunciada y alcanzarán niveles prácticamente nunca vistos (los precedentes históricos se encuentran estrechamente vinculados a grandes guerras). Por ejemplo, en Italia y España se prevé un salto de +25 p. p. de PIB en tan solo un año, cuando, tras la crisis financiera de 2007-2008, se tardaron cinco y tres años, respectivamente, en acumular un incremento parecido (y eso que se partía de un mayor margen de maniobra fiscal).[1]

El incremento de la deuda pública es una reacción necesaria y eficaz para suavizar el daño de una caída sin precedentes en los ingresos de familias y empresas: endeudarse consiste en trocear esta caída excepcional en partes más pequeñas y distribuirlas a lo largo del tiempo. Con todo, en muchos casos se parte de niveles de deuda pública ya elevados. La sostenibilidad no está en entredicho,[2] pero ha generado inquietud y, además, a medio plazo preocupa que una mochila de deuda más pesada lastre el desempeño económico.

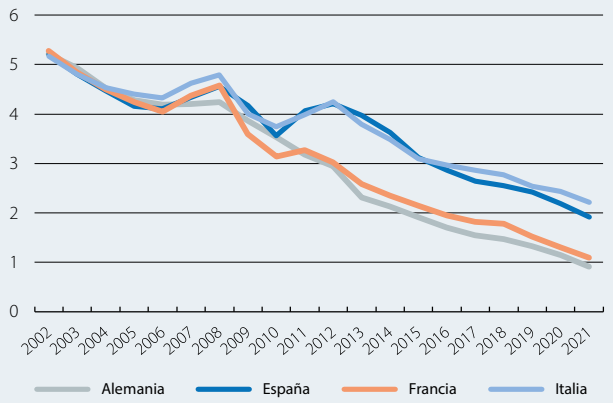
Una condición básica para gestionar el incremento abrupto de la deuda pública, y sentar las bases para irla reduciendo en el futuro, es que las economías se recuperen con crecimientos sostenidos. Para ello es clave que la crisis no se enquiste (por ejemplo, por una política económica demasiado tímida o una retirada prematura del estímulo) y que se aprovechen las oportunidades para dinamizar el crecimiento de fondo (por ejemplo, mejorando la capacidad de adaptación a las nuevas tecnologías y a las transformaciones energéticas y medioambientales).

Además, al valorar las consecuencias del aumento de la deuda, no solo hay que tener en cuenta el nivel al que se va a situar, si no que a corto plazo también es muy relevante la carga financiera que ello conlleva (los flujos de pagos de la deuda respecto a los flujos de ingresos). En un entorno de bajos tipos de interés y una deuda financiada a vencimientos largos, la carga financiera debería ser llevadera. Y, de hecho, en la eurozona se dan condiciones para que así sea. En concreto, la reducción sostenida de los tipos de interés a lo largo de las últimas dos décadas

1. Véase el artículo «El peso en deuda de la COVID-19» en el Dossier del IM10/2020.
2. Véase el Focus ¿Debe preocuparnos la sostenibilidad de la deuda pública en la eurozona? en el IM05/2020.

Tipo de interés implícito de la deuda pública

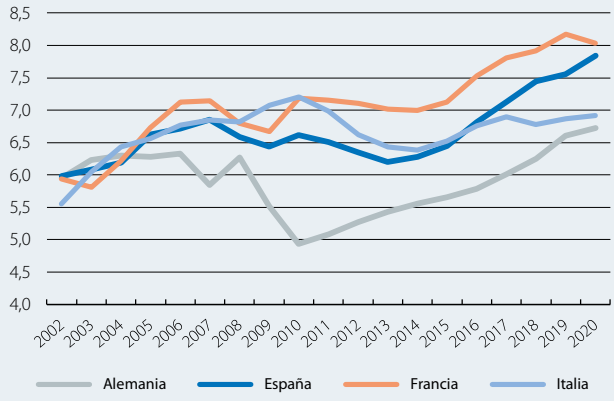
(%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos y previsiones de la Comisión Europea (Previsión de otoño de 2020).*

Vencimiento medio de la deuda pública

(Años)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de los Departamentos del Tesoro de Alemania, España, Francia e Italia.*

(véase el primer gráfico) y el alargamiento de los vencimientos de la deuda (segundo gráfico) están dando cobertura a las economías europeas y alivian la carga de su deuda en términos de flujos de pagos. En otras palabras, como muestra el tercer gráfico, la carga de la deuda (definida, formalmente, como los pagos de intereses y del principal que vence como porcentaje del PIB) se ha tensionado mucho menos de lo que podrían sugerir los incrementos abruptos en las ratios de deuda sobre PIB.

En 2021, la reactivación más sostenida de la economía debería dar cierto alivio al peso de la deuda, tanto por el

«efecto denominador» del PIB en las ratios de deuda pública o las ratios de déficit público como por el propio impacto cíclico de la actividad económica sobre las cuentas públicas (con la recuperación de ingresos fiscales y una menor presión de los estabilizadores automáticos sobre el gasto). Por otro lado, aunque en este escenario en 2021 las cuentas públicas no serán tan deficitarias como en 2020, los saldos públicos todavía seguirán en terreno claramente negativo. Sin embargo, las necesidades de financiación de las Administraciones públicas cuentan con una buena cobertura. En primer lugar, el apetito de los inversores ha resistido bien el embate de la pandemia, como atestigua el éxito de las emisiones de deuda de todos los Tesoros nacionales en 2020. En segundo lugar, en 2021 llegarán los primeros desembolsos de los fondos europeos dentro del programa Next Generation EU.[3] Y, en tercer lugar, la política monetaria acomodaticia del BCE seguirá ofreciendo un paraguas a la necesaria acción de la política fiscal. De hecho, los programas de compras de activos del BCE seguirán bien activos en los mercados secundarios a lo largo de 2021, lo que genera una liquidez muy notable y favorece la disposición de los inversores privados a absorber las necesidades de financiación públicas en los mercados primarios (véase el cuarto gráfico).

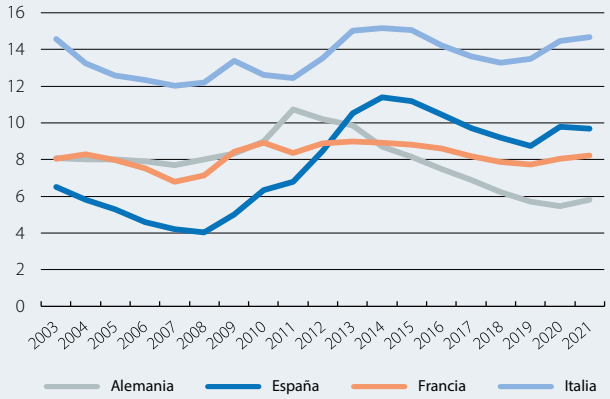
La importancia del BCE destaca no solo cuando se analizan los déficits públicos de 2021, sino también cuando se evalúa el peso del endeudamiento en términos de las ratios de deuda sobre PIB. Y es que las ratios de deuda pública ofrecen cifras mucho menos tensionadas cuando se tiene en cuenta el papel del BCE (véase el último gráfico). O, dicho de otro modo: la deuda pública cuenta, en su conjunto, con una base inversora más estable y que la protege de turbulencias. Además, las ratios también denotan menos tensión cuando se tiene en cuenta la deuda neta: es decir, se descuenta de las ratios que se utilizan habitualmente (brutas) los activos financieros que posee el Gobierno (como reservas de oro, divisas extranjeras, depósitos o títulos de deuda). Con todo, no hay que olvidar que algún día el banco central dejará de acumular deuda pública en su balance. Será importante que, para entonces, los gobiernos hayan saneado suficientemente sus cuentas.

Adrià Morron Salmeron

3. Véase « Todo lo que siempre quiso saber sobre el Plan de Recuperación europeo y nunca se atrevió a preguntar» en el IM11/2020. Además, los Estados que lo deseen también pueden contar con los préstamos del Mecanismo Europeo de Estabilización (MEDE).

*Estimación de la carga de la deuda **

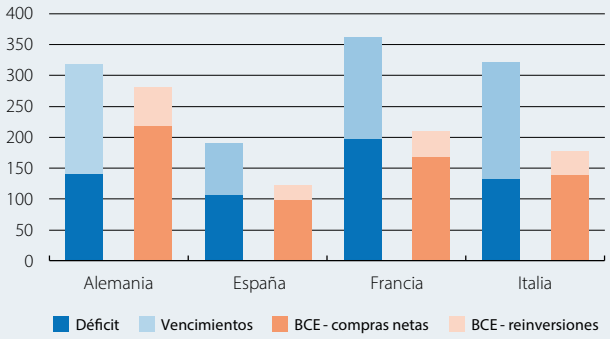
(% del PIB)



Nota: ** Ratio entre los pagos de intereses y de vencimientos anuales y el PIB nominal.*
Fuente: *CaixaBank Research, cálculos propios a partir de datos de la Comisión Europea (coste medio de la deuda, PIB nominal y deuda pública bruta) y de los Departamentos del Tesoro de Alemania, España, Francia e Italia (vida media de la deuda).*

Necesidades de financiación pública en 2021

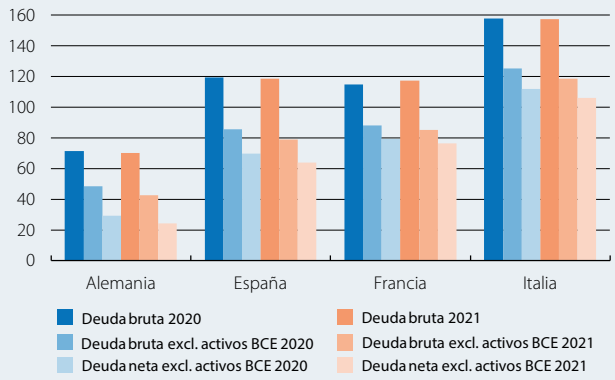
(Miles de millones de euros)



Nota: *Se asume que el BCE realiza compras bajo el PEPP a un ritmo de 60.000 millones mensuales (es decir, parecido al del 4T 2020 y con el que en 2021 se gasta un 65% de la capacidad total restante del programa), mientras que el APP sigue con unas compras netas de 20.000 millones mensuales a lo largo de todo 2021.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de cálculos y previsiones propias, previsiones de la Comisión Europea (Autumn Forecasts) y datos de los Departamentos del Tesoro de Alemania, España, Francia e Italia.*

Deuda pública (1,2)

(% del PIB)



Notas: *1. Se asume que el BCE realiza compras bajo el PEPP a un ritmo de 60.000 millones mensuales (es decir, parecido al del 4T 2020 y con el que en 2021 se gasta un 65% de la capacidad total restante del programa), mientras que el APP sigue con unas compras netas de 20.000 millones mensuales a lo largo de todo 2021. 2. La deuda neta sustrae los activos financieros propiedad del Gobierno (oro, divisas, depósitos, títulos de deuda, préstamos, seguros, etc.) de la deuda bruta.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de cálculos y previsiones propias y previsiones de la Comisión Europea y el Fondo Monetario Internacional.*

Materias primas: el resurgir de un mercado en medio de la recesión global

- **Los precios de las materias primas finalizaron 2020 con un crecimiento significativo, mientras que las grandes economías mundiales (excepto China) sufrían fuertes caídas en sus PIB.**
- **La conjunción de factores de demanda y oferta y de elementos de la coyuntura financiera han desencadenado el desajuste entre los precios de las materias primas y la actividad de la economía real.**

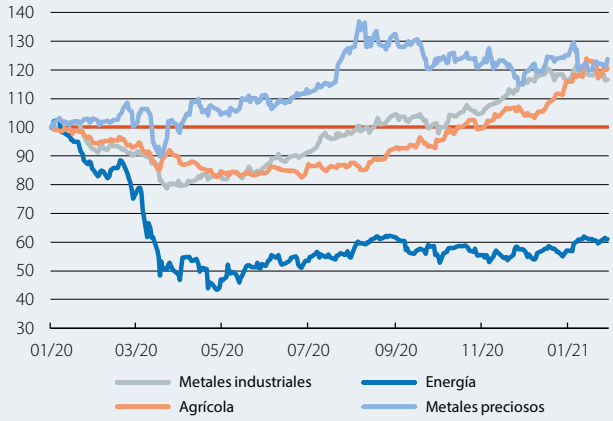
La COVID-19 ha supuesto un duro *shock* para la economía mundial y la ha sumido en la recesión más profunda desde la Segunda Guerra Mundial. Esta contracción también alcanzó al mercado de materias primas, donde inicialmente el descenso de los precios de muchos de los materiales llegó a situarlos en los niveles más bajos desde 2009, con el petróleo como principal protagonista de estas caídas. Las estimaciones de CaixaBank Research sugieren que a finales de 2020 el PIB mundial se encontraba cerca de un 3% por debajo de su nivel anterior a la pandemia. Sin embargo, este dato contrasta con la significativa recuperación de los precios de las *commodities*, que concluyeron en su mayoría por encima de los niveles de cierre de 2019 (véase el primer gráfico).

¿Por qué se encarecieron las materias primas si la economía mundial estaba atravesando una profunda crisis? La respuesta la encontramos en una combinación de factores de demanda y oferta y de elementos financieros.

En primer lugar, analizamos los catalizadores de demanda. Tras el impacto inicial de la pandemia, el levantamiento gradual de las restricciones a la movilidad a partir del 2T y los paquetes de estímulo económico impulsaron la recuperación de la actividad y, por lo tanto, derivaron en un incremento de la demanda de materias primas, principalmente de aquellas vinculadas al ciclo económico. En otoño, ante el incremento de los contagios, muchos países tuvieron que restaurar parte de las restricciones a la movilidad. Sin embargo, al hacerlo de manera menos severa, no truncaron la continuidad de la recuperación de la actividad industrial y del aumento del comercio internacional (que incluso superó sus niveles de finales de 2019). Asimismo, y a diferencia del resto del mundo, el control de la pandemia de China permitió que su economía siguiera creciendo (+6,5% interanual en el 4T 2020), en gran parte gracias a su músculo industrial, y relanzó sus importaciones de materias primas, principalmente de metales industriales.

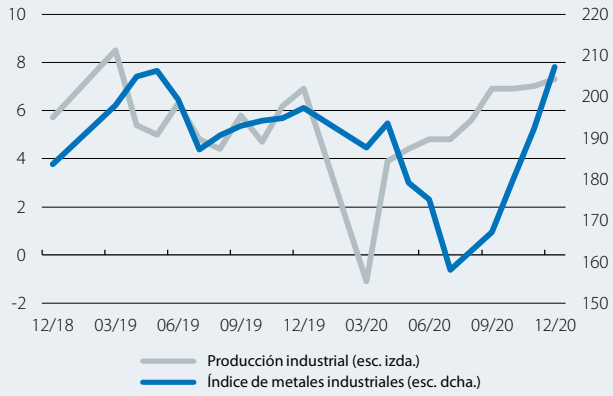
Adicionalmente, hay otro factor de demanda, aunque más a medio plazo, que también ha favorecido el ascenso de los precios de algunas materias primas. Como vía para paliar los efectos negativos de la COVID-19 sobre sus economías, muchos gobiernos han diseñado planes de recuperación orientados a impulsar la transformación hacia un sistema energético más respetuoso con el medio ambiente. Esto ha fomentado el ascenso de los metales estrechamente vinculados a la transición energética, como el cobre,[1] cuyo precio a final de año acumuló un ascenso del 70% desde su nivel mínimo de marzo. Esta revalorización, aunque en menor porcentaje, también se produjo en el aluminio, el zinc y el mineral de hierro.

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



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

Producción industrial de China e índice de precios de metales industriales
Variacion interanual (%) *Índice*



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

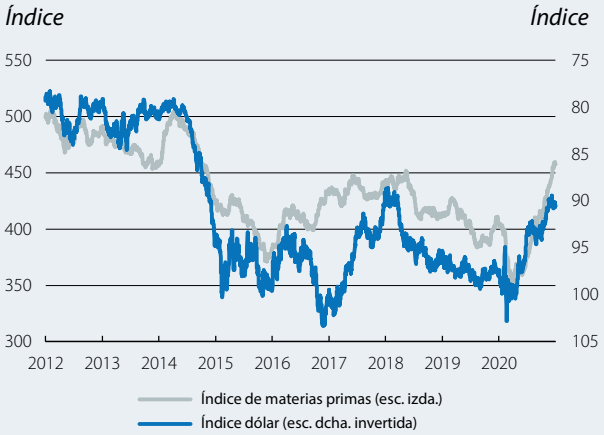
En segundo lugar, encontramos los catalizadores de oferta. Las restricciones a la movilidad no solo debilitaron la

1. El cobre se ha convertido en un metal de uso generalizado en todas las transiciones hacia energías verdes (electrificación, energías renovables, comunicaciones 5G), con la particularidad de que no puede ser sustituido por otros metales en estos procesos.

demanda de materias primas, sino que también congelaron la oferta en muchas economías productoras y exportadoras de *commodities* (como, por ejemplo, en Chile, principal productor de mineral de cobre, o en la India y Brasil, productores de cereales y donde las tasas de incidencia de la pandemia han sido muy elevadas). A ello se sumaron distintas catástrofes climatológicas, como la Niña (en el Pacífico Sur), sequías extremas o huracanes, que también penalizaron la capacidad productiva (especialmente en materias primas agrícolas y, en concreto, los cereales como el trigo o la soja). En conjunto, los inventarios de materias primas disminuyeron a nivel global y dieron algo de soporte a los precios. Una de las excepciones a esta reducción de inventarios la encontramos en el caso del petróleo. En este mercado, la OPEP y sus aliados recortaron la producción para apoyar la recuperación de los precios, pero el mercado siguió marcado por un exceso de oferta y el precio del Brent terminó todavía un 20% por debajo de su nivel prepandemia.

En tercer lugar, en esta recuperación de las materias primas también encontramos algunos elementos más específicos de los mercados financieros. Por un lado, los estímulos fiscales y monetarios, unas restricciones a la movilidad más flexibles y los avances médicos frente a la pandemia (especialmente con el desarrollo de las vacunas) favorecieron una mejora generalizada del sentimiento de los inversores a partir del verano, que fue especialmente visible en las alzas de las bolsas, pero que afectó positivamente al conjunto de activos financieros estrechamente vinculados al ciclo económico, como las *commodities*. Además, esta mejora del sentimiento conllevó una depreciación del dólar (divisa que habitualmente los inversores consideran como activo refugio en momentos de turbulencias) y ofreció un empuje adicional a los precios de las materias primas.[2] Por otro lado, la pandemia ha generado un entorno de incertidumbre elevada y persistente, ante el cual los grandes fondos de inversión y muchos bancos centrales de países emergentes han incrementado la compra de metales preciosos como cobertura de riesgo (como el oro, cuyo precio se encareció un 25% en 2020 y alcanzó los 2.000 dólares por onza).

Índice de precios de materias primas e índice dólar



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

En definitiva, el efecto conjunto de estos factores sugiere, en gran medida, que el alza de los precios de las materias primas observada en 2020 refleja la anticipación por parte de los inversores de una reactivación más sostenida de la economía mundial en 2021, mejoras que a su vez ya se están vislumbrando en el desempeño de la producción industrial y la dinamización del comercio internacional.

Beatriz Villafranca

2. Desde Bretton Woods, el precio de la mayoría de las materias primas se fija en dólares. Cuando el dólar se debilita, las *commodities* se abaratan en términos de las otras divisas, lo que anima la demanda de materias primas de todos aquellos que poseen esas divisas, y finalmente presionan al alza los precios.

Tipos de interés (%)

	31-ene.	31-dic.	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2020 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euríbor 3 meses	–0,55	–0,55	0	–0,3	–15,5
Euríbor 12 meses	–0,51	–0,50	–1	–1,3	–22,8
Deuda pública a 1 año (Alemania)	–0,65	–0,71	6	6,1	–5,0
Deuda pública a 2 años (Alemania)	–0,73	–0,70	–3	–3,3	–6,3
Deuda pública a 10 años (Alemania)	–0,52	–0,57	5	5,1	–8,4
Deuda pública a 10 años (España)	0,10	0,05	5	5,1	–13,7
Deuda pública a 10 años (Portugal)	0,04	0,03	1	0,9	–22,7
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	0,25	0,25	0	0,0	–150,0
Líbor 3 meses	0,20	0,24	–4	–3,7	–154,9
Líbor 12 meses	0,31	0,34	–3	–3,1	–149,6
Deuda pública a 1 año	0,08	0,10	–3	–2,8	–134,7
Deuda pública a 2 años	0,11	0,12	–1	–1,2	–120,4
Deuda pública a 10 años	1,07	0,91	15	15,2	–44,1

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

	31-ene.	31-dic.	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2020 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	52	48	4	4,3	5,8
Itraxx Financiero Sénior	63	59	4	4,0	8,8
Itraxx Financiero Subordinado	118	111	7	7,5	3,8

Tipos de cambio

	31-ene.	31-dic.	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2020 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,214	1,222	–0,7	–0,7	9,4
EUR/JPY (yenes por euro)	127,130	126,180	0,8	0,8	5,8
EUR/GBP (libras por euro)	0,886	0,894	–0,9	–0,9	5,4
USD/JPY (yenes por dólar)	104,680	103,250	1,4	1,4	–3,4

Materias primas

	31-ene.	31-dic.	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2020 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	458,4	443,8	3,3	3,3	13,4
Brent ($/barril)	55,9	51,8	7,9	7,9	–3,9
Oro ($/onza)	1.847,7	1.898,4	–2,7	–2,7	16,3

Renta variable

	31-ene.	31-dic.	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2020 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	3.714,2	3.756,1	–1,1	–1,1	15,2
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.481,4	3.552,6	–2,0	–2,0	–4,4
Ibex 35 (España)	7.757,5	8.073,7	–3,9	–3,9	–17,2
PSI 20 (Portugal)	4.794,6	4.898,4	–2,1	–2,1	–8,7
Nikkei 225 (Japón)	27.663,4	27.444,2	0,8	0,8	19,2
MSCI emergentes	1.329,6	1.291,3	3,0	3,0	25,2

Recuperación mundial en 2021, pero con incertidumbres

Los rebrotes marcan la actividad económica a principios de 2021. Por un lado, en los países europeos, donde los rebrotes y las restricciones a la movilidad se intensificaron a finales de 2020 y se han mantenido en los primeros compases de 2021, los indicadores de actividad más recientes muestran que la economía sigue frenada por la pandemia. Es el caso del índice de sentimiento empresarial compuesto (el PMI) de la eurozona, que retrocedió hasta los 47,8 puntos en enero (49,1 en diciembre) y sigue por debajo de los 50 puntos, límite que separa la zona expansiva de la contractiva. Una debilidad debida, en gran medida, al descenso del sector servicios, especialmente afectado por las mencionadas restricciones. En cambio, la actividad económica estadounidense sigue resistiendo mejor los embates de la pandemia. Y es que, a pesar de la elevada incidencia de la COVID-19 en el país, numerosos estados han evitado imponer nuevas restricciones a la movilidad. La excepción era el importante estado de California, que precisamente ha rebajado en los últimos días las estrictas limitaciones a la movilidad que había impuesto a finales del pasado año.

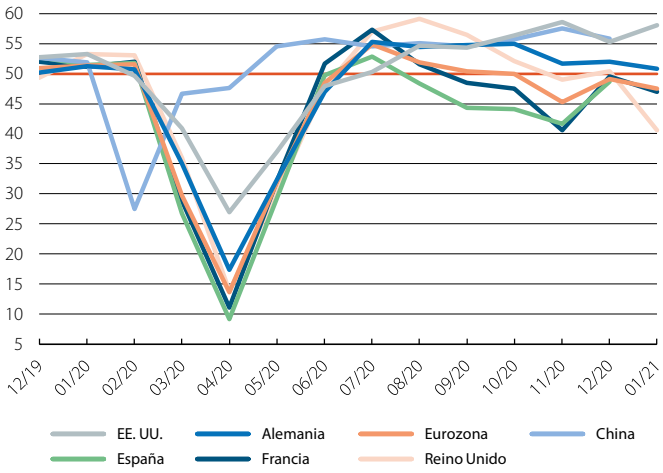
Perspectivas razonablemente positivas para el conjunto de 2021. A medio plazo, las perspectivas para el conjunto de 2021 son razonablemente positivas: un avance del +5,5% para la economía mundial, tras una contracción estimada del 3,5% en 2020, según las previsiones más recientes de CaixaBank Research. Se trata de un escenario muy parecido al presentado por el FMI en su actualización de Perspectivas de enero. De hecho, el Fondo ha revisado ligeramente al alza su pronóstico para la economía global, ante las menores caídas de actividad ocurridas en 2020 y una recuperación que estima más vigorosa en 2021 gracias a las vacunas. Es más, el FMI sigue viendo riesgos a la baja, pero los circunscribe al primer tramo de 2021, mientras que a medio plazo apunta que el desempeño económico podría ser mejor de lo esperado, precisamente debido al despliegue de las vacunas. Aunque el escenario está dominado por la pandemia (con vacunas, terapias y evolución de las variantes víricas) y las medidas económicas necesarias para paliar sus efectos sobre la actividad, cabe no olvidar que la incertidumbre geopolítica no desaparecerá del panorama global. En concreto, las tensiones entre China y EE. UU. seguirán presentes con Biden en la Casa Blanca (véase el Focus «EE. UU.: ¿qué nos traerá la nueva legislatura?» en el IM12/2020). En este sentido, el nuevo presidente ya ha firmado una orden ejecutiva que prioriza la compra de bienes americanos para los contratos con el Gobierno federal. Un paso en consonancia con el lema *Buy American* proclamado durante su campaña y que no se aleja del *America First* de su predecesor. Por su parte, Janet Yellen, la nueva secretaria del Tesoro americano, criticó duramente las prácticas «abusivas» de China frente al Comité Financiero del Senado.

CHINA

China, la única gran economía que habrá crecido en 2020: +2,3%. El país fue el primero en sufrir los efectos de la COVID-19,

PMI compuesto por países

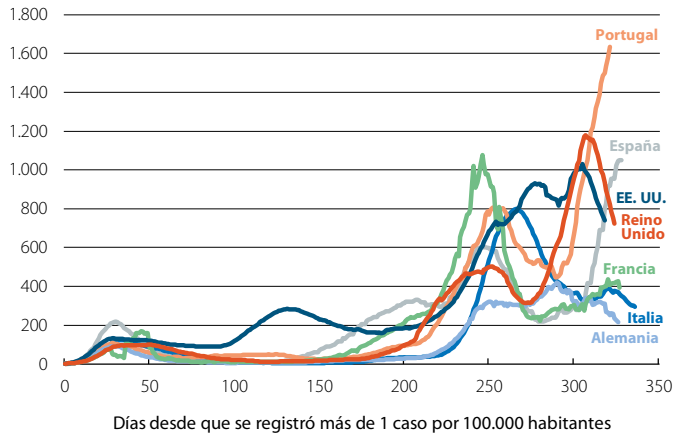
Nivel



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

Incidencia acumulada de COVID-19

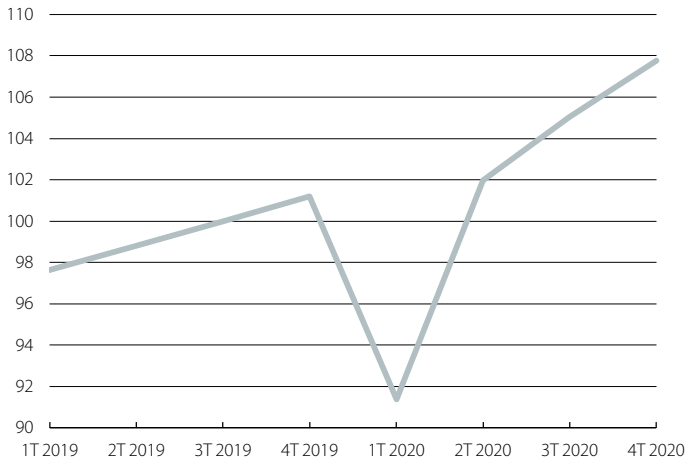
*Casos por 100.000 habitantes acumulados en 14 días **



Nota: ** Desde que se registró > 1 muerte por millón de habitantes. Datos disponibles hasta el 28 de enero de 2021.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de Johns Hopkins CSSE, UN World Population Prospects.*

China: PIB real trimestral

Nivel (100 = 3T 2019)



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

pero también ha sido el primero en recuperar el nivel de actividad económica previo a la pandemia. Unas agresivas y rápidas medidas de contención, un considerable apoyo fiscal y monetario y una fuerte recuperación del comercio mundial de bienes han favorecido el veloz rebote del gigante asiático. En concreto, en el tramo final del año el PIB creció un 6,5% interanual, un ritmo superior al esperado y el mayor desde finales de 2018. En términos intertrimestrales, el avance fue del +2,6%, lo que dejó el cómputo anual en el 2,3% (véase la Nota Breve en www.caixabankresearch.com). Dentro de este buen tono, en diciembre, la producción industrial creció un 7,3% interanual, el ritmo más rápido desde marzo de 2019; las ventas minoristas crecieron un 4,6%, algo por debajo del dato de noviembre (5,0%), y las exportaciones siguieron marcando avances contundentes (+18,1% interanual), apoyadas en la recuperación de ventas hacia EE. UU. A pesar de las buenas cifras, es importante mencionar que el país mantiene desequilibrios que debe corregir, como una excesiva dependencia de la inversión frente al consumo o un elevado endeudamiento (especialmente, privado). Estos elementos han motivado al Ejecutivo a poner mayor énfasis en la mejora de la calidad del crecimiento económico y, en particular, del crédito, como atestigua el repunte de impagos observado en los últimos meses en el mercado de bonos corporativos, tolerado por unas autoridades que, con la recuperación económica asentada, vuelven a retomar el proceso de saneamiento financiero.

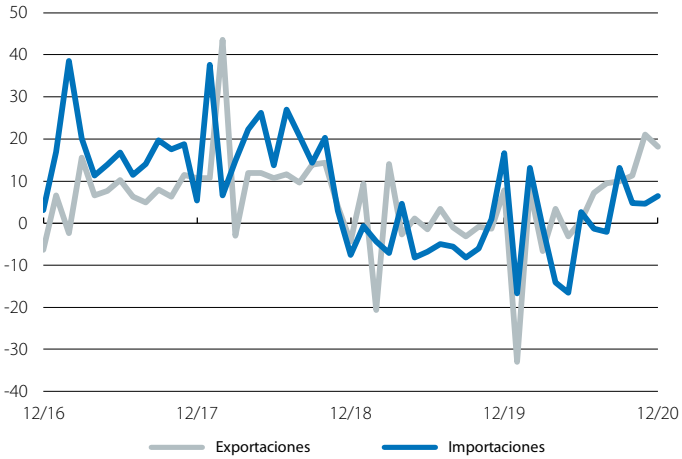
ESTADOS UNIDOS

El PIB estadounidense se contrajo un 3,5% en 2020, tras un avance correcto en el tramo final del año. Se trata de una caída anual sustancialmente superior a la ocurrida en la Gran Recesión de 2009 (−2,5%), lo cual muestra el fuerte impacto que la pandemia ha ejercido sobre la actividad económica estadounidense. Sin embargo, en la segunda mitad de 2020 el PIB ya crecía a tasas positivas tras el fuerte desplome ocurrido en el 2T 2020. En concreto, en el 4T 2020, el PIB creció un 1,0% respecto al trimestre anterior (4,0% anualizado). Se trata de una tasa de crecimiento significativa y que siguió al excepcional avance en el 3T (+7,5% intertrimestral), tras la fuerte contracción en el 2T (−9,0% intertrimestral). Así, en el 4T el PIB solo se encontraba un −2,5% por debajo de sus niveles prepandemia (véase la Nota Breve en www.caixabankresearch.com).

Se anticipa una recuperación considerable en 2021, favorecida por las políticas económicas. De cara al 1T 2021, los rebrotes y las nuevas variantes del virus podrían enfriar la recuperación, pero los últimos indicadores de actividad, como el PMI o el indicador semanal de la Fed de Nueva York, siguen mostrando una economía que está resistiendo mejor que la mayoría de las avanzadas europeas. Por otro lado, el *shock* económico también ha sido menos intenso y la recuperación más sólida gracias, en buena parte, a una rápida y muy contundente respuesta en políticas económicas. En concreto, mientras la Fed mantiene una política monetaria muy acomodaticia (véase la sección de Mercados financieros), los paquetes fiscales aprobados durante 2020 (el más reciente a finales de diciembre) se estiman en torno a los 4 billones de dólares (~20% del PIB), de los que la mitad serían en forma de gasto directo. Asi-

*China: comercio exterior de bienes **

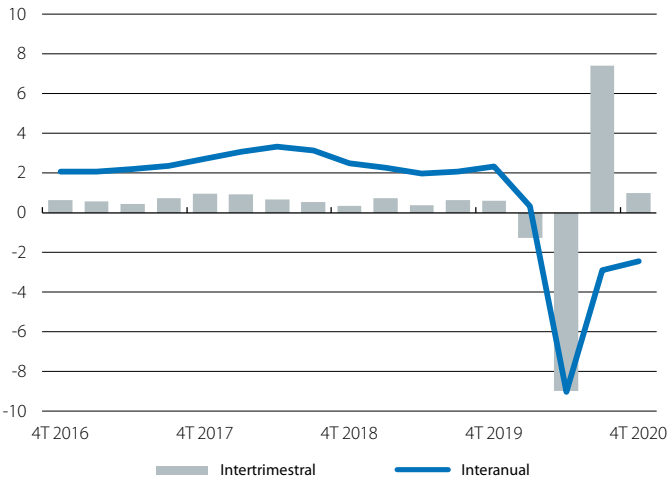
Variación interanual (%)



Nota: ** Variación obtenida a partir de datos nominales en dólares.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Aduana china.*

EE. UU.: PIB

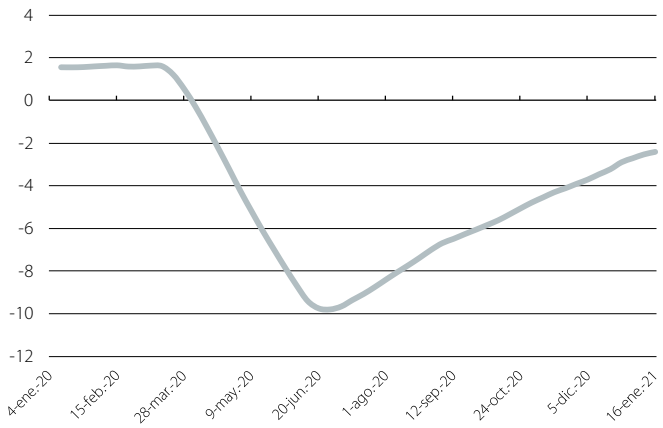
Variación (%)



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

EE. UU.: índice económico semanal

*Variación (%, media móvil de 13 semanas) **



Nota: ** El índice semanal está escalado para coincidir con el crecimiento interanual del PIB. Se usa el promedio de 13 semanas para coincidir con un trimestre.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Fed de Nueva York.*

mismo, el presidente Biden ya ha anunciado que quiere aprobar un nuevo paquete por valor de 1,9 billones de dólares. Aunque ello se decidirá en el Congreso, la mayoría demócrata en ambas cámaras podría favorecer un acuerdo que no se aleje mucho de la sustancial propuesta del recién estrenado presidente. Por todo ello, hemos revisado al alza nuestras previsiones del PIB estadounidense para el cómputo total de 2021 en +0,7 p. p. hasta el 4,9%.

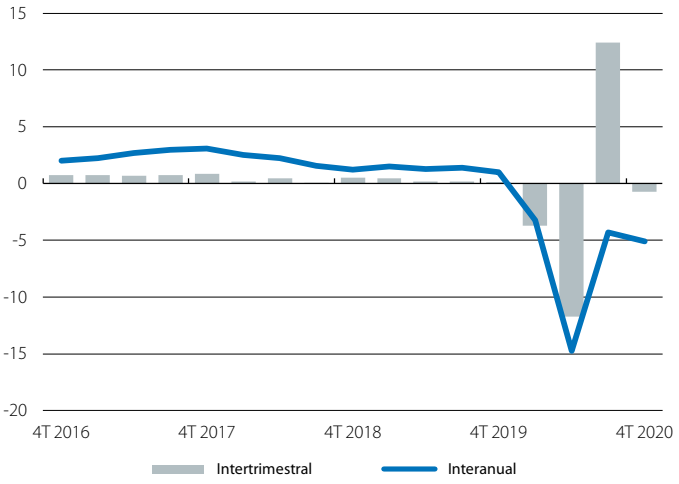
UNIÓN EUROPEA

El PIB de la eurozona retrocedió un considerable 6,8% en 2020, tras una nueva contracción en el 4T. Como en el caso estadounidense, se trata de una caída anual superior a la ocurrida en 2009 (–4,5%). Pero a diferencia del caso americano, el PIB de la eurozona retrocedió en el último trimestre del año (–0,7% intertrimestral, –5,1% interanual) tras haber rebotado con fuerza en el 3T (+12,4% intertrimestral). Con todo, el retroceso fue algo menor al previsto, fruto de unas restricciones más focalizadas, con menor impacto sobre el sector de manufacturas y, posiblemente, por una cierta adaptación a la pandemia por parte de empresas y trabajadores (véase la Nota Breve en www.caixabankresearch.com). Por países, la caída de la actividad en el cómputo total de 2020 ha sido dispar: el PIB cayó un 5,3% en Alemania, un 8,3% en Francia, un 11,0% en España (véase la sección de Economía española) y un 8,9% en Italia. Una disparidad que refleja la diferente estructura de la economía en cada país y las diferentes medidas de contención y de apoyo económico que tomaron los diferentes gobiernos. En el tramo final del año, las diferencias entre países también han sido relevantes: con contracciones en Francia e Italia, donde el PIB cayó un 1,3% y un 2,0% intertrimestral, respectivamente, y pequeños avances en Alemania y España, donde el PIB creció un 0,1% y un 0,4%, respectivamente.

Recuperación en 2021, a pesar de un inicio de año complicado. Mientras que el final del año 2020 ha sido algo mejor de lo esperado, el 1T 2021 podría ser algo más negativo. El tensionamiento del sistema sanitario y la incidencia de casos de COVID-19 en los principales países europeos en las últimas semanas han comportado una prolongación de las restricciones a la movilidad y posiblemente frenarán la reactivación de la eurozona en el 1T 2021. Así lo muestran indicadores de sentimiento como el PMI compuesto, cuyos 47,8 puntos de enero sugieren una ligera contracción de la actividad en el primer mes del año. Al igual que en el 4T, la debilidad del inicio del año se concentra en los servicios (PMI del sector en los 45,4 puntos), mientras que la recuperación de la industria parece continuar (en los 54,8 puntos, el PMI manufacturero se mantuvo en zona expansiva en enero). Para el agregado del año, no obstante, prevemos una recuperación considerable (+4,3%), que ganará velocidad a partir del 2T respaldada por el avance en la vacunación y por las políticas económicas, de la mano tanto del Next Generation EU como del mantenimiento de una política monetaria muy acomodaticia por parte del BCE (véase la sección de Mercados financieros). Una recuperación que, aun así, probablemente todavía será insuficiente para que el conjunto de la región recupere sus niveles prepandemia ya en 2021.

Eurozona: PIB

Variación (%)



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

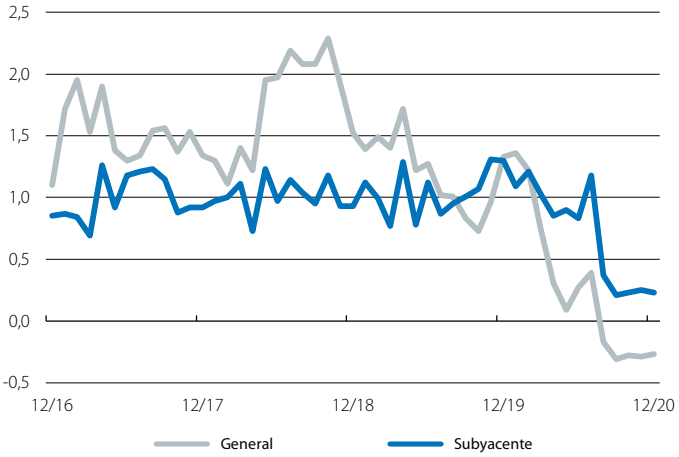
Alemania: índice Ifo de clima empresarial

Nivel (100 = 2015)

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

*Eurozona: IPC **

Variación interanual (%)



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

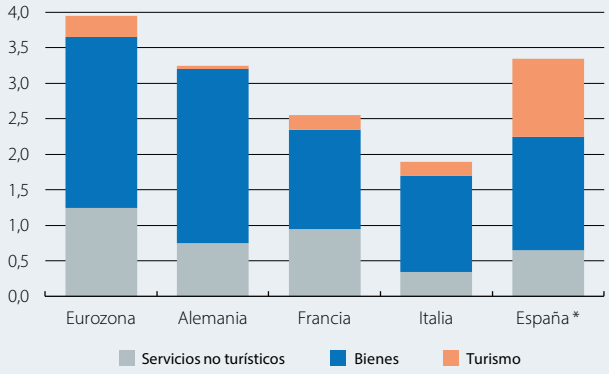
Brexit: de hermanos a primos lejanos

- **El Acuerdo Comercial y de Cooperación entre el Reino Unido y la UE evita una frontera «dura» en Irlanda, y preserva, dentro de la UE, la indivisibilidad de las «cuatro libertades» del mercado único: el movimiento de bienes, de servicios, de capital y de personas.**
- **No evita un aumento de las barreras en el comercio de servicios, pero garantiza que el comercio de bienes entre el Reino Unido y la UE se producirá sin aranceles ni cuotas. Además, fija un mecanismo para resolver disputas, aunque el Tribunal de Justicia Europeo no tendrá un papel en este esquema.**
- **El acuerdo mitiga el impacto económico a corto plazo del *brexit*, tanto en el Reino Unido como en Europa. Entre los países europeos, el impacto variará según el vínculo comercial y financiero con el Reino Unido.**

Tras un acuerdo en el último momento, el Reino Unido abandonó el mercado único y la unión aduanera con la UE el 1 de enero de 2021. Hasta entonces, el Reino Unido estaba en un periodo de transición estipulado en el Withdrawal Agreement (acuerdo de salida), que había oficializado el *brexit* en febrero de 2020 y dio paso a las negociaciones para llegar a un acuerdo comercial y de cooperación entre el Reino Unido y la UE y así evitar una relación comercial regida por las reglas de la OMC, que hubieran implicado aranceles y otras fricciones comerciales. Además de determinar la relación comercial de bienes, este acuerdo también afecta a otros aspectos, como los derechos de pesca en el Mar del Norte, el comercio de servicios, el turismo, la participación del Reino Unido en diversos programas europeos (como Erasmus, por ejemplo, en el que el Reino Unido dejará de participar), la seguridad, la aviación y mucho más. El documento del Acuerdo es de 1.246 páginas, pero valoramos a continuación los puntos más importantes.

Exportaciones de bienes y servicios a Reino Unido. Comparación internacional

(% del PIB)



Nota: ** Para España: 2019. Resto de países: 2018.*
Fuente: *Banco de España («Brexit: situación y consecuencias económicas», diciembre de 2020).*

Comercio de bienes y de servicios

El acuerdo entre la UE y el Reino Unido puede resumirse como «un acuerdo de libre comercio básico». Asegura que no existirán aranceles sobre los bienes cuando cruzan las fronteras y tampoco habrá límites o cuotas en la cantidad de productos que se lleguen a intercambiar. Con estas nuevas reglas, la relación comercial será de las más estrechas del mundo. Sin embargo, no evita nuevas fricciones, que son significativas comparadas con la relación comercial anterior (controles fronterizos y regulatorios, normas de origen,[1] requisitos estrictos de contenido local, etc.).

En el ámbito del comercio de servicios, el acuerdo va más allá de las disposiciones de la OMC en algunos aspectos (por ejemplo, facilita viajes de negocios de corta duración y el traslado temporal de empleados altamente cualificados), pero no evita un incremento de las barreras, dado que no incluye aspectos como el reconocimiento mutuo (automático) de cualificaciones profesionales o muchos otros elementos relevantes para el sector financiero.

En el área de los servicios financieros, al salir del mercado único, los bancos británicos perdieron sus «derechos de pasaporte», un mecanismo europeo que permite a los bancos de cualquier Estado miembro abrir sucursales y tener clientes en toda Europa siempre que adopten una serie de normas regulatorias y de supervisión relacionadas con los servicios financieros. No significa que los bancos británicos hayan perdido todo acceso a Europa, o viceversa. Existe un sistema de «equivalencia», bajo el cual Europa o el Reino Unido pueden otorgar acceso al mercado a un país tercero si consideran que hay «equivalencia», es decir, que sus leyes tienen el mismo espíritu, y logran el mismo resultado, que la regulación propia. Sin embargo, la facilidad que proporciona este sistema es inferior a la de los pasaportes y la «equivalencia» se tendrá que determinar por cada tipo de servicio financiero diferente.[2] Además, la Comisión Europea reserva el derecho a retirar unilateralmente la concesión en un plazo de 30 días si se alteran las condiciones. Con todo, al salir de la UE, el Reino Unido perdió acceso a un marco de relaciones financieras europeas especialmente estrecho y estable, pero tanto la UE como el Reino Unido están ya en proceso de aprobar «equivalencias» en algunas áreas, un proceso que continuará durante los próximos meses y que determinará las relaciones financieras entre los dos bloques.

1. Las reglas de origen exigen que los bienes (un % de su valor añadido) se hayan producido en el Reino Unido o la UE. Evita, por ejemplo, que el Reino Unido reexporte a la UE bienes importados de otros países que podrían entrar al Reino Unido con aranceles más bajos que en la UE.

2. Hasta ahora se ha priorizado la equivalencia en las áreas más importantes para la estabilidad financiera. Por ejemplo, ya se ha acordado la equivalencia en el área de las cámaras de compensación.

Un terreno de juego igualado

Otro de los elementos clave de la negociación era asegurar un terreno de juego igualado (*level playing field*), una expresión que describe un marco de igualdad de condiciones para garantizar un nivel de competencia justo entre ambas regiones y evitar cambios de normas y regulaciones en diferentes ámbitos que podrían resultar en competencia desleal. Con la nueva relación, el Reino Unido y la UE tendrán libertad para mantener un elevado nivel de amparo en ámbitos como la protección del medio ambiente, la lucha contra el cambio climático, la tarificación del carbono, los derechos sociales y laborales, la transparencia fiscal y las ayudas estatales. Así, es posible que, a medio plazo, surjan fricciones a medida que los marcos legales y regulatorios vayan divergiendo. Bajo el acuerdo, las dos regiones dispondrán de un mecanismo de resolución de disputas, bajo el cual podrán adoptar represalias si una de las regiones se desmarca del acuerdo. Este mecanismo prevé medidas de compensación o reequilibrio, incluida la suspensión de partes del acuerdo o la imposición de aranceles. Crucialmente, no habrá ningún papel en el Reino Unido para el Tribunal de Justicia Europeo, una línea roja británica. Las disputas que no puedan resolverse entre el Reino Unido y la UE se remitirán a un tribunal independiente.

Pesca

En materia de pesca, el Reino Unido y la UE han acordado un nuevo marco para la gestión conjunta de las poblaciones de peces en aguas de la UE y el Reino Unido. En concreto, a lo largo de un periodo de transición de 5,5 años la UE irá reduciendo gradualmente sus cuotas de pesca en aguas del Reino Unido (en un total del 25%), con consultas anuales a partir de entonces.

Turismo y desplazamientos

El movimiento de personas entre el Reino Unido y la UE deberá afrontar algunas barreras que lo harán menos fluido. Los viajeros deberán pasar controles de pasaporte y los ciudadanos del Reino Unido ya no podrán utilizar la cola para ciudadanos europeos al entrar en Europa, lo que supondrá esperas más largas en los aeropuertos y fronteras. En ambos casos, también se requerirán visados para estadías prolongadas en el extranjero, generalmente por periodos superiores a 6 o 12 meses. Las normas de inmigración (como los permisos de trabajo) se aplicarán a las personas que se trasladen entre la UE y el Reino Unido, aunque las personas de la UE que actualmente residen en el Reino Unido, y viceversa, probablemente tendrán un periodo de transición para obtener las autorizaciones y los documentos necesarios.

Ratificación

El acuerdo ha sido ratificado por la Cámara de los Comunes del Reino Unido, mientras que la ratificación por parte de la UE tardará todavía unos meses. Sin embargo, la Comisión Europea presentó el tratado como un acuerdo exclusivo de la UE con una aplicación provisional limitada hasta el 28 de febrero de 2021. Esto significa que la UE puede implementar provisionalmente el acuerdo con la aprobación de los países de la UE pero sin el consentimiento del Parlamento Europeo. Los eurodiputados dijeron que analizarán el acuerdo a principios del 2021 y, por lo tanto, esperamos una ratificación final antes de que se acabe la aplicación provisional.

Recepción del acuerdo y consecuencias

Los mercados financieros recibieron el acuerdo sin grandes movimientos en las cotizaciones, lo que refleja que el acuerdo estuvo en consonancia con lo que ya venían esperando los inversores desde hace tiempo.[3] En conjunto, como hemos mencionado anteriormente, se trata de un acuerdo básico pero amplio. Además, nada impide seguir negociando para alcanzar acuerdos adicionales y más extensos en ámbitos que han quedado fuera del acuerdo comercial o en los que este no profundiza. Por ejemplo, se pueden seguir negociando nuevos acuerdos para volver a estrechar la relación comercial en el ámbito de los servicios financieros (como se ha comentado antes, con el acuerdo alcanzado, el sector financiero británico pierde el pasaporte financiero) o mejorar la coordinación en los ámbitos de seguridad y de intercambio de datos. En términos de impacto macroeconómico, el acuerdo evita disrupciones a corto plazo, tanto en el Reino Unido como en Europa, y aunque el *brexit* supone una serie de nuevas barreras no arancelarias al comercio, al turismo y en otros ámbitos económicos, a corto plazo estos lastres quedan empequeñecidos por la COVID-19, dado que la evolución de la pandemia sigue siendo, con diferencia, el principal factor que condiciona las economías británica y europea. A más largo plazo, el acuerdo fija una relación entre el Reino Unido y la UE parecida a la que se preveía en escenarios intermedios analizados por estudios del Banco de Inglaterra y del Banco de España, en los que proyectaban un impacto macroeconómico mayor sobre la economía británica que sobre la europea.[4] Con todo, sus consecuencias finales son inciertas y dependerán de la evolución del comercio entre el Reino Unido y Europa, la evolución de la inversión extranjera y la prevalencia de Londres como centro financiero internacional. En Europa, el impacto será heterogéneo entre las distintas economías, dado que parten de vínculos comerciales y financieros dispares con el Reino Unido.

Álvaro Leandro

3. El tipo de cambio entre el euro y la libra apenas se movió el día del acuerdo.
4. El estudio del Banco de Inglaterra (https://www.bankofengland.co.uk/report/2018/eu-withdrawal-scenarios-and-monetary-and-financial-stability) estimaba un impacto de entre el –1,25% y el –3,5% sobre el PIB británico a tres años vista, mientras que el estudio del Banco de España (https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/ArticulosAnaliticos/20/T4/descargar/Files/be2004-art40e.pdf) estimaba un impacto de tan solo –0,4% sobre el PIB de la UE.

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

ESTADOS UNIDOS

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	10/20	11/20	12/20
Actividad									
PIB real	2,2	–3,5	0,3	–9,0	–2,8	–2,5	–	–	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	3,9	2,1	3,1	–4,9	5,3	4,7	6,3	5,3	2,6
Confianza del consumidor *(valor)*	128,3	101,0	127,3	90,0	93,1	93,8	101,4	92,9	87,1
Producción industrial	0,9	–6,8	–1,9	–14,2	–6,5	–4,7	–5,0	–5,4	–3,6
Índice de actividad manufacturera (ISM) *(valor)*	51,2	52,5	50,4	45,7	55,0	59,0	58,8	57,7	60,5
Viviendas iniciadas *(miles)*	1.295	1.397	1.484	1.079	1.432	1.592	1.530	1.578	1.669
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano *(valor)*	217	...	222	224	229	...	236	239	...
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	3,7	8,1	3,8	13,1	8,8	6,8	6,9	6,7	6,7
Tasa de empleo *(% pobl. > 16 años)*	60,8	56,8	60,7	52,9	56,1	57,4	57,4	57,4	57,4
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	–2,7	...	–2,6	–2,7	–2,9	...	–3,0	–3,1	...
Precios									
Inflación general	1,8	1,2	2,1	0,4	1,2	1,2	1,2	1,2	1,4
Inflación subyacente	2,2	1,7	2,2	1,3	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6

JAPÓN

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	10/20	11/20	12/20
Actividad									
PIB real	0,3	...	–2,1	–10,3	–5,7	...	–	–	–
Confianza del consumidor *(valor)*	38,9	31,1	36,0	24,7	30,5	33,0	33,6	33,7	31,8
Producción industrial	–2,7	–10,3	–4,3	–20,5	–12,6	–3,7	–3,2	–3,1	–4,8
Índice actividad empresarial (Tankan) *(valor)*	6,0	–19,8	–8,0	–34,0	–27,0	–10,0	–	–	–
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	2,4	2,8	2,4	2,8	3,0	3,0	3,1	2,9	2,9
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	–0,3	0,1	–0,2	–0,5	–0,3	0,1	–0,2	0,0	0,1
Precios									
Inflación general	0,5	0,0	0,5	0,1	0,2	–0,8	–0,4	–1,0	–1,2
Inflación subyacente	0,6	0,2	0,7	0,3	0,1	–0,3	–0,2	–0,3	–0,4

CHINA

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	10/20	11/20	12/20
Actividad									
PIB real	6,0	2,3	–6,8	3,2	4,9	6,5	–	–	–
Ventas al por menor	8,1	–2,9	–18,2	–4,0	0,9	4,6	4,3	5,0	4,6
Producción industrial	5,8	3,4	–7,3	4,4	5,8	7,1	6,9	7,0	7,3
PMI manufacturas (oficial)	49,7	49,9	45,9	50,8	51,2	51,8	51,4	52,1	51,9
Sector exterior									
Balanza comercial [1,2]	421	535	361	411	450	535	411	449	480
Exportaciones	0,5	3,6	–13,6	–0,2	8,4	16,7	10,9	20,6	18,1
Importaciones	–2,7	–1,1	–3,1	–9,9	2,9	5,0	4,4	3,9	6,5
Precios									
Inflación general	2,9	2,5	5,0	2,7	2,3	0,1	0,5	–0,5	0,2
Tipo de interés de referencia [3]	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Renminbi por dólar	6,9	6,9	7,0	7,1	6,9	6,6	6,7	6,6	6,5

Notas: *1. Saldo acumulado durante los últimos 12 meses. 2. Miles de millones de dólares. 3. Final del periodo.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM, Departamento de Comunicaciones de Japón, Banco de Japón, Oficina Nacional de Estadística china y Refinitiv.*

EUROZONA

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	10/20	11/20	12/20
Ventas al por menor *(variación interanual)*	2,4	...	–1,2	–6,8	2,4	...	4,2	–2,9	...
Producción industrial *(variación interanual)*	–1,3	...	–5,8	–20,2	–6,6	...	–3,5	–0,6	...
Confianza del consumidor	–7,1	–14,3	–8,8	–18,5	–14,5	–15,6	–15,5	–17,6	–13,9
Sentimiento económico	103,1	88,2	100,0	69,4	86,9	91,4	91,1	87,7	90,4
PMI manufacturas	47,4	48,6	47,2	40,1	52,4	54,6	54,8	53,8	55,2
PMI servicios	52,7	42,5	43,8	30,3	51,1	45,0	46,9	41,7	46,4
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) *(variación interanual)*	1,2	...	0,4	–3,0	–2,1	...	–	...	–
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	7,6	8,0	7,3	7,6	8,6	8,3	8,4	8,3	8,3
Alemania *(% pobl. activa)*	3,1	4,2	3,6	4,2	4,5	4,5	4,5	4,5	4,6
Francia *(% pobl. activa)*	8,5	8,2	7,7	7,1	9,1	8,8	8,6	8,8	8,9
Italia *(% pobl. activa)*	9,9	9,1	9,2	8,5	9,7	9,1	9,5	8,9	9,0
PIB real *(variación interanual)*	1,2	–6,8	–3,2	–14,7	–4,3	–5,1	–	...	–
Alemania *(variación interanual)*	0,6	–5,3	–2,1	–11,2	–4,0	–3,9	–	...	–
Francia *(variación interanual)*	1,5	–8,3	–5,7	–18,9	–3,9	–5,0	–	...	–
Italia *(variación interanual)*	0,3	–8,9	–5,6	–18,0	–5,0	–6,6	–	...	–

Precios

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

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	10/20	11/20	12/20
General	1,2	0,3	1,1	0,2	0,0	–0,3	–0,3	–0,3	–0,3
Subyacente	1,0	0,7	1,1	0,9	0,6	0,2	0,2	0,3	0,2

Sector exterior

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

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	10/20	11/20	12/20
Saldo corriente	**2,4**	**...**	**2,1**	**2,3**	**2,1**	**...**	**2,2**	**2,2**	**...**
Alemania	7,1	...	7,1	6,8	6,9	...	7,0	7,0	...
Francia	–0,7	...	–0,8	–1,4	–1,8	...	–1,9	–2,0	...
Italia	3,0	...	3,2	2,9	3,5	...	3,4	3,5	...
Tipo de cambio efectivo nominal[1] *(valor)*	**92,4**	**94,0**	**91,2**	**93,4**	**95,6**	**95,7**	**95,8**	**95,2**	**96,1**

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	10/20	11/20	12/20
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras[2]	3,8	6,2	3,9	7,0	7,1	6,9	6,8	6,9	...
Crédito a hogares[2,3]	3,4	3,2	3,6	3,0	3,0	3,1	3,2	3,1	...
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras[4] *(%)*	1,2	...	1,1	1,2	1,3	...	1,3	1,2	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda[5] *(%)*	1,5	...	1,4	1,4	1,4	...	1,4	1,4	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	8,0	12,9	9,3	12,9	14,1	15,2	14,3	15,0	...
Otros depósitos a corto plazo	0,3	0,6	–0,2	0,3	1,0	1,4	1,4	1,2	...
Instrumentos negociables	–1,9	9,6	3,7	7,0	10,2	17,4	13,8	14,7	...
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares *(%)*	0,3	...	0,3	0,2	0,2	...	0,2	0,2	...

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

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

España: un inicio de año complicado

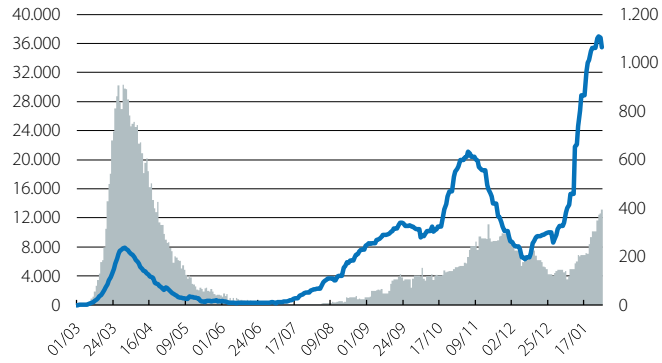
La tercera ola de contagios marca el principio del año. El retorno de las vacaciones navideñas ha venido acompañado por un nuevo y fuerte repunte de contagios de COVID-19. Esta tercera ola, que se ve agravada por la aparición de una nueva cepa más contagiosa del virus (la variante británica), ha obligado a volver a imponer restricciones a la movilidad similares a las que se implementaron el pasado noviembre. La incidencia actual es mayor que la del último trimestre de 2020 (por ejemplo, los nuevos casos confirmados se acercaban a los 36.000 diarios en el momento de escribir estas líneas, mientras que el máximo alcanzado durante la segunda oleada fue de algo más de 20.000 a principios de noviembre). Sin embargo, los últimos datos muestran que las medidas contempladas para frenar su avance están empezando a tener efecto. Así, en promedio de siete días, si el porcentaje de test positivos en coronavirus durante el mes de enero escaló de manera ininterrumpida hasta alcanzar el 18% en la semana del 16-22 de enero, este porcentaje ya se ha empezado a reducir y se situó en el 16% en la semana del 23-29 de enero. Por su parte, el despliegue de la vacuna entre los grupos de riesgo prosigue y, aunque al ritmo actual de vacunación los principales grupos de riesgo estarían inmunizados para principios de verano, cabe esperar cierta aceleración a medida que aumente el ritmo de producción y distribución de las vacunas. Además, para el resto de la población, las menores complicaciones logísticas deberían facilitar una vacunación más rápida.

El PIB mantiene una resiliencia mayor de lo esperado en el tramo final del año. A pesar del lastre de las restricciones implementadas en el 4T 2020 para frenar la segunda oleada de la COVID-19, la economía consiguió seguir recuperándose a un ritmo modesto en el tramo final del año. De este modo, la actividad creció un 0,4% intertrimestral, lo que deja al PIB un 9,1% por debajo del nivel del 4T 2019. Además, y a diferencia del trimestre anterior, en el 4T la economía española mostró un mejor comportamiento que el de otros países de la eurozona, posiblemente debido a que la dureza de las medidas para contener el avance del virus fue menor en España que en otros países. Sin embargo, el detalle por componentes muestra algunas señales de fragilidad en la recuperación. Así, mientras que en el 3T la expansión de los componentes fue generalizada, en el 4T se observó un avance del consumo privado y público (2,5% y 4,0% intertrimestral, respectivamente), pero no así de la inversión y las exportaciones, que retrocedieron, respectivamente, un 3,1% y un 1,4% intertrimestral. Con esta primera estimación del PIB del 4T 2020, la caída del PIB para el conjunto de 2020 en relación con 2019 es del 11,0%, un registro sin precedentes que muestra la severidad del impacto de la COVID-19 sobre la economía.

La recuperación de la actividad se estanca en enero. Todavía hay pocos indicadores de actividad acerca de la evolución de la economía en el primer trimestre del año, pero el indicador de consumo de CaixaBank cayó en promedio un 9% interanual en enero, un registro igual al promedio del mes de noviembre y diciembre. Por su parte, el indicador de movilidad de Google en torno a los centros comerciales se situó, entre el 7 y el 26 de ene-

España: nuevos casos confirmados y fallecidos diarios

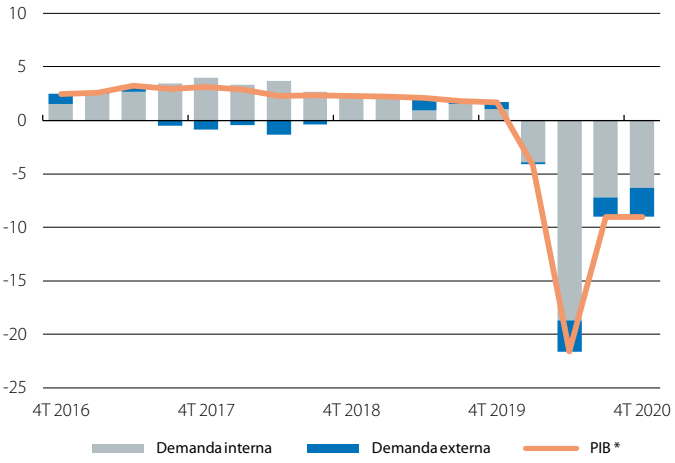
*(Casos confirmados)** *(Muertes diarias)***



Notas: *Se muestran promedios de 7 días de contagios y muertes.*
** Positivos en test PCR y de antígenos por fecha de notificación. ** Fallecidos por fecha de notificación.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Sanidad.*

España: PIB

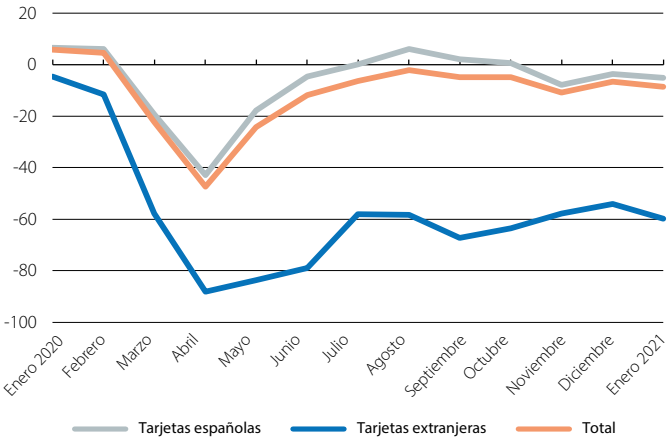
Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



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

*España: indicador CaixaBank de consumo **

Variación interanual (%)



Nota: ** Este indicador incluye el gasto con tarjetas emitidas por CaixaBank, gasto de no clientes en TPV CaixaBank y reintegros en cajeros CaixaBank.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos internos.*

ro, un 47% por debajo de la movilidad de referencia (movilidad registrada en las dos primeras semanas de febrero de 2020), una cifra peor que la de noviembre (–38%) y que refleja el impacto de las restricciones a la movilidad. Asimismo, en la semana del 20 al 26 de enero, la movilidad alrededor de espacios laborales se situó un 28% por debajo del nivel de referencia y también de los registros del mes de noviembre (–21%). De este modo, el cuadro de indicadores disponibles hasta el momento sugiere que la actividad podría situarse alrededor de los niveles del mes de noviembre. De mantenerse la lectura de los indicadores así durante todo el trimestre, el PIB podría mantenerse plano, o incluso mostrar un ligero retroceso, en el 1T 2021.

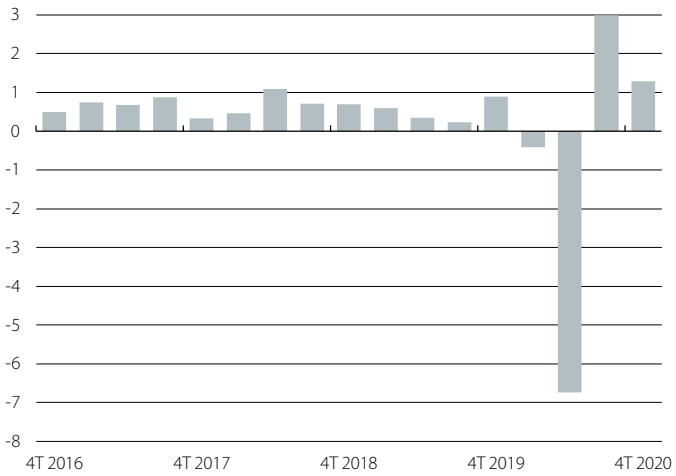
El mercado laboral sigue afectado por la COVID-19, aunque mostró un comportamiento positivo en el 4T 2020. Según la encuesta de población activa (EPA), la ocupación aumentó en 167.000 personas en el 4T (+0,9% intertrimestral y –3,1% interanual) y compensó parte de la pérdida de empleo en el primer semestre del año, por lo que la reducción de la ocupación con respecto al 4T 2019 se moderó hasta las 623.000 personas. Estas cifras dan una visión parcial, puesto que el INE (siguiendo recomendaciones de Eurostat y la OIT) considera a los trabajadores en ERTE como ocupados (hay una garantía de reincorporación al puesto de trabajo una vez finalizado el periodo de suspensión). Así, las horas trabajadas efectivas, que ofrecen un indicador más fiable de la evolución de la actividad, cayeron un 6,1% interanual en el 4T, una caída 1,1 p. p. menor a la del 3T, y corroboran el buen comportamiento del mercado laboral en el tramo final de 2020. Por su parte, el número de parados se mantuvo prácticamente estable (–3.000 personas) y la tasa de paro se situó en el 16,1%, una cifra algo menor a la del 3T (–0,2 p. p.). Para el conjunto del año 2020, la tasa de paro fue del 15,5% y, aunque supone un aumento significativo respecto a 2019 (14,1%), ha sido mucho menor de lo previsto por el consenso de analistas (17,8% el pasado septiembre, según consenso de Funcas), lo que apunta a un buen funcionamiento de los mecanismos de protección del empleo (ERTE).

Leve subida de la inflación española en enero. El IPC registró una variación interanual del 0,6% en enero (–0,5% en diciembre) impulsado por la subida de los precios de la electricidad y de los precios de la alimentación, que registran una evolución positiva más marcada que la observada hace un año. Por otro lado, el INE publicó también por primera vez el indicador adelantado del IPC subyacente, según el cual la inflación subyacente fue del 0,6% interanual en enero (+5 décimas respecto a diciembre). Ante la debilidad de la demanda, se prevé que en los próximos meses la inflación se mantenga moderada.

Ligera mejora del saldo comercial en noviembre. El déficit de la balanza de bienes se emplazó en el –1,3% del PIB (acumulado de 12 meses), lo que representa una mejora de 1,4 p. p. respecto al registro de un año anterior. La mitad de esta mejora se debió al menor déficit energético, fruto tanto de una menor demanda energética como de un precio del petróleo que todavía caía en términos interanuales, mientras que la otra mitad se debió a una caída de las importaciones no energéticas más acentuada que la de las exportaciones no energéticas (–11,0% frente a –8,1% interanual, respectivamente).

España: empleo (datos desestacionalizados)

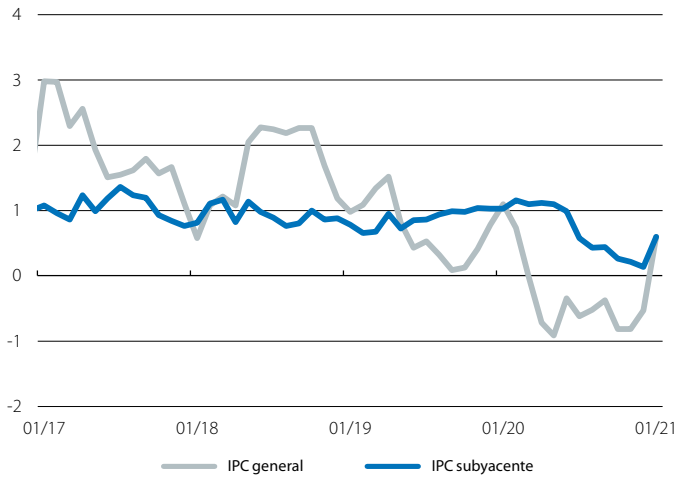
Variación intertrimestral (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE (EPA).*

España: IPC

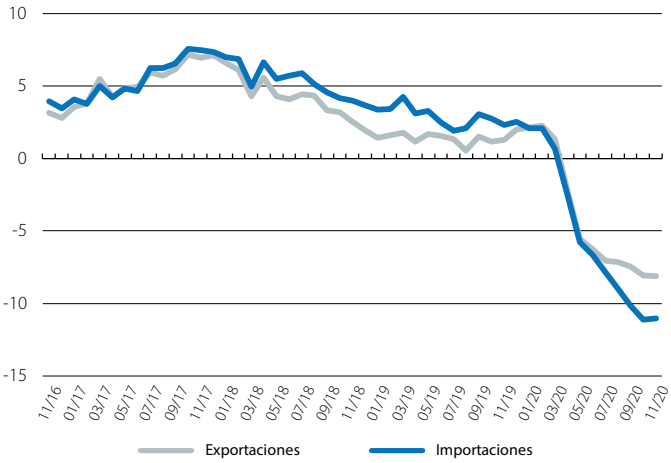
Variación interanual (%)



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

España: comercio exterior de bienes *

Variación interanual del acumulado de 12 meses (%)



Nota: ** Datos nominales, serie sin desestacionalizar. No incluye energía.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Dpto. de Aduanas.*

Indicadores de actividad y empleo

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

	2018	2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	10/20	11/20	12/20
Industria										
Índice de producción industrial	0,3	0,7	0,2	–6,4	–24,3	–4,9	...	–1,6	–3,8	...
Indicador de confianza en la industria (*valor*)	–0,1	–3,9	–5,2	–5,4	–27,8	–11,9	–11,0	–10,8	–11,7	–10,6
PMI de manufacturas (*valor*)	53,2	49,1	47,2	48,2	39,4	51,4	51,1	52,5	49,8	51,0
Construcción										
Visados de obra nueva (*acum. 12 meses*)	25,7	17,2	8,0	0,1	–12,5	–19,1	...	–21,9	–18,2	...
Compraventa de viviendas (*acum. 12 meses*)	14,2	3,6	–2,0	–3,7	–12,3	–18,2	...	–18,6	–17,9	...
Precio de la vivienda	6,7	5,1	3,6	3,2	2,1	1,7	...	–	–	–
Servicios										
Turistas extranjeros (*acum. 12 meses*)	4,0	1,4	1,2	–1,0	–22,8	–50,7	–72,5	–67,7	–72,8	–77,1
PMI de servicios (*valor*)	54,6	53,9	53,6	42,5	28,4	47,3	43,0	41,4	39,5	48,0
Consumo										
Ventas comercio minorista	0,7	2,3	2,3	–3,9	–18,4	–3,4	–2,7	–2,8	–3,9	–1,5
Matriculaciones de automóviles	7,8	–3,6	5,1	–27,6	–68,6	–7,5	–13,2	–21,0	–18,7	0,0
Indicador de confianza de los consumidores (*valor*)	–4,2	–6,3	–10,5	–10,3	–27,9	–26,9	–26,3	–26,7	–29,0	–23,1
Mercado de trabajo										
Población ocupada [1]	2,7	2,3	2,1	1,1	–6,0	–3,5	–3,1	–	–	–
Tasa de paro (% de la población activa)	15,3	14,1	13,8	14,4	15,3	16,3	16,1	–	–	–
Afiliados a la Seguridad Social [2]	3,1	2,6	2,2	1,2	–4,4	–3,0	–2,0	–2,3	–1,8	–1,9
PIB	**2,4**	**2,0**	**1,7**	**–4,2**	**–21,6**	**–9,0**	**–9,1**	**–**	**–**	**–**

Precios

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

	2018	2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	10/20	11/20	12/20
General	1,7	0,7	0,4	0,6	–0,7	–0,5	–0,7	–0,8	–0,8	–0,5
Subyacente	0,9	0,9	1,0	1,1	1,1	0,5	0,2	0,3	0,2	0,6

Sector exterior

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

	2018	2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	10/20	11/20	12/20
Comercio de bienes										
Exportaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	2,9	1,8	1,8	1,0	–7,2	–8,9	...	–9,6	–9,6	...
Importaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	5,6	1,0	1,0	–1,0	–9,3	–13,3	...	–14,2	–14,4	...
Saldo corriente	**23,2**	**26,6**	**26,6**	**27,1**	**17,7**	**11,0**	**...**	**9,5**	**9,5**	**...**
Bienes y servicios	32,8	37,5	37,5	38,0	27,8	20,5	...	18,9	18,4	...
Rentas primarias y secundarias	–9,5	–10,9	–10,9	–10,9	–10,2	–9,5	...	–9,4	–8,9	...
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación	**29,0**	**30,8**	**30,8**	**31,3**	**21,6**	**15,1**	**...**	**13,9**	**14,1**	**...**

Crédito y depósitos de los sectores no financieros [3]

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

	2018	2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	10/20	11/20	12/20
Depósitos										
Depósitos de hogares y empresas	3,2	5,4	5,4	4,4	8,0	9,0	8,7	9,2	7,9	9,0
A la vista y ahorro	10,9	10,7	10,3	8,9	13,0	13,8	13,6	14,2	12,8	13,8
A plazo y preaviso	–19,9	–13,4	–13,9	–16,4	–16,1	–16,5	–16,8	–16,2	–16,5	–17,6
Depósitos de AA. PP.	15,4	8,8	–2,1	–6,2	–6,6	5,2	11,8	4,4	14,6	16,3
TOTAL	**3,9**	**5,6**	**4,8**	**3,8**	**7,1**	**8,7**	**8,9**	**8,9**	**8,4**	**9,4**
Saldo vivo de crédito										
Sector privado	–2,4	–1,5	–1,5	–1,0	1,5	2,0	2,3	2,4	2,1	2,4
Empresas no financieras	–5,5	–3,4	–3,0	–1,7	6,1	7,1	7,8	7,8	7,5	8,1
Hogares - viviendas	–1,1	–1,3	–1,5	–1,7	–2,1	–1,8	–1,5	–1,6	–1,6	–1,3
Hogares - otras finalidades	2,8	3,2	2,2	2,5	0,7	0,3	–0,2	0,9	–0,5	–0,8
Administraciones públicas	–10,6	–6,0	–1,2	1,7	0,1	1,1	8,9	2,8	8,3	15,6
TOTAL	**–2,9**	**–1,7**	**–1,5**	**–0,9**	**1,5**	**1,9**	**2,7**	**2,5**	**2,4**	**3,1**
Tasa de morosidad (%) [4]	**5,8**	**4,8**	**4,8**	**4,8**	**4,7**	**4,6**	**4,6**	**4,6**	**4,6**	**4,6**

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

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

La tercera ola pospone la recuperación de Portugal

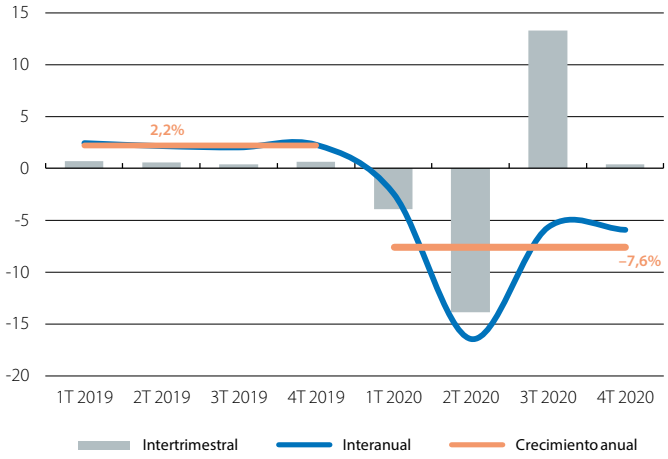
La pandemia provocó una caída del PIB del 7,6% en 2020, una contracción histórica y más intensa que la sufrida en la Gran Recesión (–3,1% en 2009) o la crisis de la deuda soberana (–4,1% en 2012). Con todo, la economía ha demostrado una notable capacidad de reactivación. En concreto, en el 4T el PIB consiguió aumentar un 0,4% intertrimestral a pesar del lastre de las restricciones a la movilidad, con lo que moderó su pérdida respecto a los niveles prepandemia hasta el –5,9% interanual. Estas cifras fueron mejores de lo que inicialmente sugerían los indicadores y reflejan el hecho de que las restricciones del 4T 2020 fueron más focalizadas que en el 2T 2020. Además, también sugieren una cierta adaptación de los agentes económicos a la situación de pandemia y muestran que la actividad tiene capacidad para retomar una recuperación más sólida cuando el control de la pandemia permita relajar el confinamiento. Sin embargo, por el momento, todo apunta a que esta recuperación quedará temporalmente interrumpida por el intenso deterioro de la situación sanitaria que sufre Portugal en los primeros compases de 2021 (en enero el país sufrió casi el mismo número de muertes por COVID-19 que el registrado en todo 2020).

2021 empieza ensombrecido por la tercera ola de contagios. El fuerte incremento en las infecciones y el tensionamiento del sistema sanitario han forzado un confinamiento más restrictivo y pesarán sobre el conjunto del 1T 2021, con la interrupción de la recuperación iniciada el pasado verano. Así lo apunta el indicador diario de actividad económica del Banco de Portugal, que disminuyó sostenidamente a lo largo de enero. No obstante, las perspectivas de recuperación a medio plazo siguen siendo positivas. Por un lado, la vacunación está recuperando terreno y será fundamental para el aumento de la movilidad y la recuperación del turismo y de la actividad en general. Además, las empresas han mostrado capacidad de adaptación al comercio digital y al teletrabajo, mientras que el Gobierno ha agilizado y reforzado las ayudas a familias y empresas (se ha reactivado el esquema simplificado de ajuste temporal del empleo, para mitigar las pérdidas de ingresos, y se han reforzado las líneas de crédito con garantía estatal). Asimismo, Portugal también contará con el impulso de los fondos europeos (NGEU y fondos plurianuales reforzados) y la política monetaria acomodaticia del BCE.

El mercado laboral ha resistido mejor que en el pasado. La tasa de paro cayó por cuarto mes consecutivo en diciembre, hasta alcanzar un 6,5%, un nivel incluso inferior al de diciembre de 2019 (6,7%). Sin embargo, la población empleada disminuyó un 0,2% intermensual, hasta los 4.793.400 personas, lo que amplía la brecha frente a los niveles prepandemia en –45.200 puestos de trabajo. En conjunto, estos datos reflejan un impacto de la pandemia sobre el mercado laboral más benigno que en crisis anteriores y muestran el importante papel protector que han ejercido las políticas de apoyo, como los programas de ajuste temporal del empleo. De hecho, con el deterioro de la pandemia, el Gobierno ha prolongado su apoyo al mercado laboral y el esquema simplificado de ajuste temporal del empleo (disponible para empresas que se ven obligadas a cerrar en el actual estado de emergencia) cuenta ya con 86.300 personas. Con todo, el entorno sigue siendo muy exigente y es

Portugal: PIB

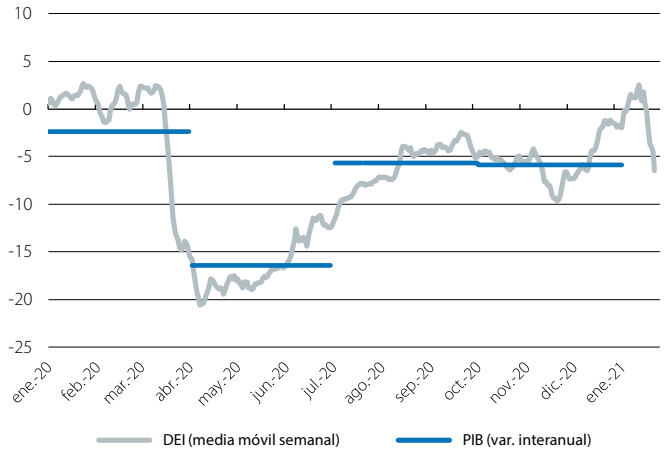
Variación (%)



Nota: *PIB a precios constantes y corregido de efectos estacionales y de calendario.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.*

Portugal: indicador de actividad diario (DEI) y PIB

(%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de Portugal y el INE de Portugal.*

Portugal: movilidad en comercio y ocio

*Variación con respecto al nivel base (%) **

Nota: *Datos en media móvil de 7 días. * El nivel base corresponde a la movilidad promedio registrada en el mismo día de la semana entre el 3 de enero y el 6 de febrero de 2020.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Google Mobility Report.*

posible que, cuando se empiece a retirar la protección al empleo, la tasa de paro se mueva al alza.

La pandemia arrastró el déficit presupuestario, aunque acabó el año mejor de lo esperado. Concretamente, el déficit público (criterio de caja) se habrá situado en el –5,2% del PIB (–10.320 millones de euros), una cifra que, aunque representa un aumento considerable respecto a 2019 (–0,3%), es sensiblemente menor a las previsiones del Gobierno (–7,1% del PIB). Este comportamiento se explica por una ejecución de los ingresos mejor de la esperada (+1.068 millones de euros respecto a lo estimado en los Presupuestos del Estado), junto con una menor ejecución de gastos (–2.600 millones de euros, también respecto a lo presupuestado). En el conjunto del año 2020, las medidas de apoyo a empresas, familias y gastos relacionados con la COVID-19 superaron los 4.500 millones de euros, es decir, alrededor del 2,3% del PIB. Esta ejecución presupuestaria sugiere que, cuando se publiquen las cifras de déficit público bajo el criterio del devengo, este se situará, según reveló el propio Gobierno, en el 6,3% del PIB, 1 punto menor de lo previsto en los Presupuestos del Estado de 2021, mientras que la deuda pública habría alcanzado el 133,7% del PIB (+16,5 p. p. respecto a 2019).

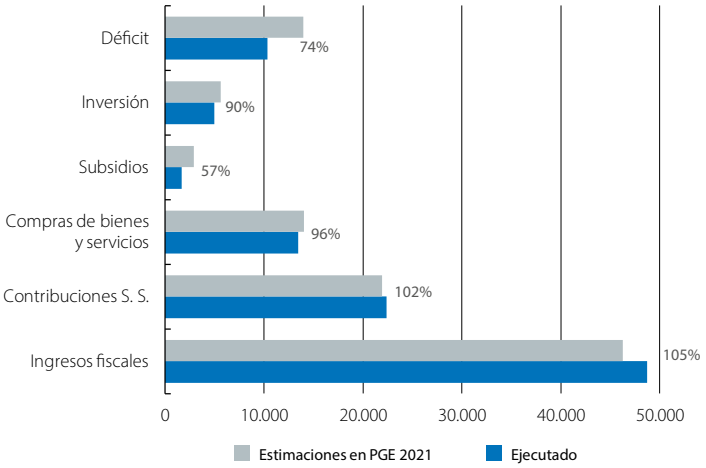
El déficit por cuenta corriente se estabiliza. En el acumulado de 12 meses, el saldo de la balanza por cuenta corriente se mantuvo en el –1,1% del PIB en noviembre. Por un lado, mejoró el saldo de bienes (–5,8% del PIB), con un descenso de las exportaciones (–8,8% interanual) más moderado que el de las importaciones (–13,6%). Pero, por el otro, el superávit de la balanza de servicios cayó hasta el 4,3% del PIB (–3,9 p. p. interanual), arrastrado por un desplome de las exportaciones de turismo (–52,2% interanual) superior al de las importaciones turísticas (–38,4%). En 2021 se prevé una recuperación de las exportaciones, especialmente en las ventas de bienes de capital e industriales, aunque en su conjunto se estima que continuarán cerca de un 10% por debajo del nivel de 2019.

El turismo termina 2020 con el menor número de pernoctaciones desde 1993. En diciembre, el número de huéspedes en alojamiento turístico cayó un 70,7% interanual, hasta los 462.500 (en noviembre la caída había sido del 76,8%). El número de pernoctaciones disminuyó un 53,8%, tanto por la caída de los residentes como por las de los no residentes. Así, la pandemia llevó los números de turismo en 2020 hasta mínimos históricos: en total, hubo 10,5 millones de huéspedes y 26 millones de pernoctaciones, lo que corresponde a unas disminuciones anuales del 61,2% y del 63%, respectivamente. La sacudida en el conjunto del año fue especialmente intensa en las pernoctaciones de los no residentes (–74,9% frente al –35,3% por parte de los residentes).

El mercado inmobiliario muestra las primeras señales de enfriamiento. Según datos de Confidencial Imobiliário, el precio de la vivienda siguió desacelerándose y aumentó un 4,8% interanual en diciembre, su menor ritmo desde agosto de 2016. De todos modos, el nivel de precios terminó 2020 un 1,8% por encima de su nivel prepandemia. Sin embargo, hay que destacar que, en el 4T 2020, el precio de la vivienda en Lisboa cayó un 0,8% (su primer descenso desde junio de 2015). Con estas dinámicas, y el posible retraso en la reactivación del turismo, es probable que en 2021 el precio de la vivienda dé más señales de ajuste (cabe recordar que el mercado inmobiliario tiende a reaccionar con retraso a los impactos reales de la economía).

Portugal: ejecución presupuestaria por partidas

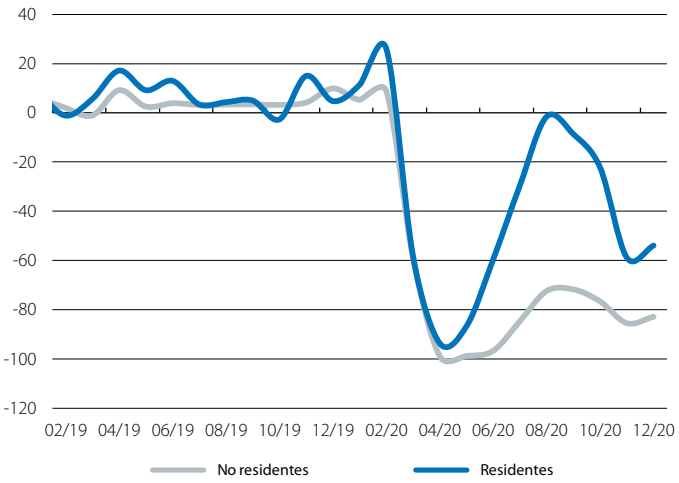
Millones de euros y grado de ejecución (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la DGO y los Presupuestos del Estado de Portugal 2021.*

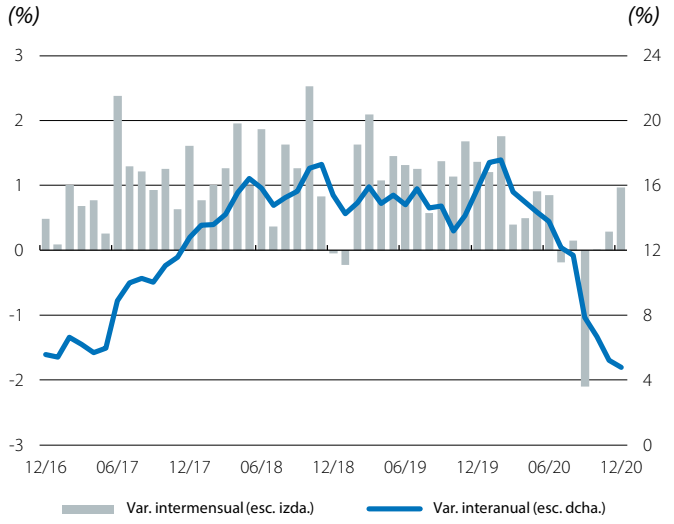
Portugal: pernoctaciones en alojamientos turísticos

Variación interanual (%)



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

Portugal: precio de la vivienda



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Confidencial Imobiliário.*

Renta disponible en Portugal: comportamiento positivo en una crisis histórica

- **La pandemia forzó a las familias a aplazar el consumo en 2020. Sin embargo, a diferencia de crisis anteriores, esta vez la renta disponible no ha sufrido un retroceso.**
- **Este mejor tono de la renta disponible refleja las medidas públicas de apoyo al empleo y los ingresos.**

En la crisis provocada por la COVID-19, el consumo privado de Portugal ha sufrido una fuerte contracción (casi un 6% interanual en términos nominales en el acumulado de los primeros tres trimestres de 2020). Esta caída fue muy significativa, pero no sorprendente, pues ha sido habitual en crisis anteriores. Sin embargo, y al contrario de lo ocurrido en 2011 y 2012, el descenso del consumo no se explica por la reducción de la renta disponible. De hecho, a diferencia de las pasadas crisis, en 2020 la renta disponible aumentó ligeramente (véase el primer gráfico). ¿Qué puede explicar este comportamiento ante la crisis pandémica?

En primer lugar, es importante aclarar el concepto de renta disponible bruta (RDB) de las familias.[1] La RDB incluye las remuneraciones de los trabajadores, las rentas de propiedades (alquileres, intereses, dividendos), el excedente bruto de explotación de autónomos y las transferencias internas y externas (prestaciones sociales del Estado y remesas de emigrantes) a las que se restan los impuestos y las contribuciones sociales abonadas. En Portugal, más de la mitad de la renta disponible proviene de remuneraciones del trabajo.

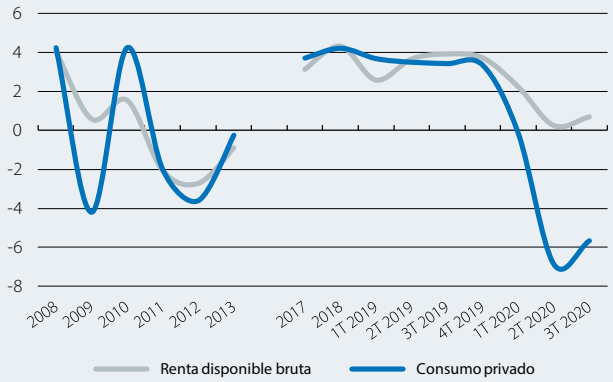
Con datos hasta el 3T 2020, la RDB había aumentado un 0,7% interanual en el acumulado del año, en claro contraste con las caídas sufridas en la crisis de la deuda soberana (–2,0% en 2011 y –2,7% en 2012). Además, la evolución de la RDB en Portugal también destaca en comparación con la de la eurozona (0,0% en el acumulado de los tres primeros trimestres de 2020), la UE (–1,3%)[2] o, por ejemplo, España (–3,5%).

Este comportamiento diferencial respecto a crisis anteriores se explica por distintas razones. En primer lugar, destaca la evolución del mercado laboral: en los primeros tres trimestres de 2020, la población empleada había caído de media un 2,4% interanual, sensiblemente menos que el –3,2% y el –4,1% de 2011 y 2012, respectivamente. Dos factores atenuaron el impacto de la pandemia en el mercado laboral: i) la posibilidad de recurrir al teletrabajo (se estima que más del 23% de la población empleada –más de un millón de trabajadores– estuvo siempre o casi siempre en teletrabajo en el 2T)[3] y ii) las medidas públicas de apoyo al empleo.

1. Cuando nos referimos a las familias, también estamos incluyendo las entidades sin fines lucrativos al servicio de las familias.
2. El último dato disponible referente a la UE es del 2T.
3. Datos del INE de Portugal.

Portugal: consumo privado y renta disponible *

Variación interanual (%)



Nota: ** Precios corrientes y acumulado de tres trimestres (por ejemplo, en el 3T 2020 se muestra la caída en el acumulado de 2020).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

En particular, los programas de ajuste temporal del empleo llegaron a alcanzar a más de 880.000 personas el pasado julio (casi el 19% de la población empleada portuguesa) y han sido claves para minimizar la pérdida de ingresos de las familias (y la incertidumbre). En Portugal, estos programas garantizan dos tercios de la remuneración. Además, mientras que la tasa de paro se situó en el 5,6% en el 2T, estimamos que hubiera podido superar el 20% de no haberse aplicado estas medidas.[4,5]

Junto con las medidas de respaldo al empleo, el Gobierno creó otros apoyos sociales, también importantes en la estabilización de la renta de las familias. En la primera ola de la pandemia, y con el cierre de las escuelas, los padres tenían acceso a un apoyo financiero para el cuidado de los hijos equivalente a dos tercios de la remuneración base, con un mínimo de 635 euros. Además, en caso de aislamiento médico preventivo, se concede un apoyo financiero equivalente al 100% de la remuneración durante 14 días. En caso de contagio, la persona tiene derecho a un

4. Las estimaciones sugieren que, en la eurozona, los ingresos laborales de las familias hubieran caído cerca de un 22% en ausencia de estas medidas de apoyo (frente a un descenso realmente observado del 7%). Además, los programas de apoyo al empleo difieren entre los distintos países de la eurozona, lo que puede ayudar a explicar por qué la renta disponible ha tenido comportamientos distintos entre los varios países. Véase Dias da Silva *et al.* (2020). «Short-time work schemes and their effects on wages and disposable income». Boletín Económico del BCE de abril.
5. Véase el Focus «El mercado laboral portugués en tiempos de pandemia», en el IM09/2020.

subsidio por enfermedad, con un importe similar al apoyo que se da en caso de aislamiento preventivo, pero durante un periodo máximo de 28 días. Estas ayudas están disponibles para los trabajadores por cuenta ajena y para los trabajadores autónomos.

Las medidas de apoyo para el pago de alquileres (suspendiéndolos temporalmente para aquellas familias que sufrieron caídas significativas en los ingresos) y las moratorias también han ayudado a las familias a acomodar el impacto económico de la pandemia. Estas medidas no afectan directamente al cálculo estadístico de la RDB pero ayudan a aliviar la presión sobre los hogares porque los gastos relacionados con la vivienda representan, en promedio, cerca de un 20% de la renta media de las familias portuguesas (destacan el alquiler o alquiler imputado, pero también incluyen reparaciones, suministros de agua, gas, electricidad, etc.).[6]

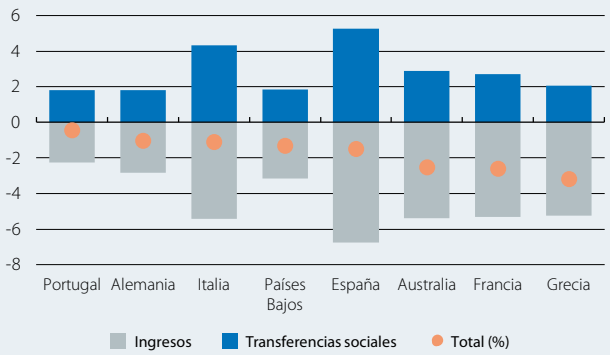
En definitiva, el conjunto de medidas públicas de apoyo a las familias en tiempos de pandemia ha atenuado la presión sobre la renta de las familias. En el caso concreto del apoyo al empleo y las transferencias, se estima que sin estas medidas la RDB en el conjunto de la UE hubiese caído un 5,9% de media en 2020.[7] En el caso concreto de Portugal, las contribuciones y prestaciones sociales han aupado la renta disponible en 1,7 p. p. (acumulado de los primeros tres trimestres del año). En otras palabras, estas contribuciones y prestaciones han crecido un 7,9% interanual, pero, si se hubieran mantenido estables, la renta disponible portuguesa hubiera caído un 1,0%.

Más allá de estas cifras agregadas, la crisis de la COVID-19 está afectando de forma distinta a los diferentes grupos de la población y, al golpear de forma más pronunciada a los más pobres, con empleos más precarios y bajas calificaciones, tiende a agravar las desigualdades sociales. No obstante, este incremento de la desigualdad también parece haber quedado atenuado por las medidas públicas de apoyo, como sugieren algunas estimaciones de la Comisión Europea.[8]

Vânia Duarte

Portugal: contribución al cambio de la renta disponible de los hogares en 2020 *

(p. p.)



Nota: ** Estimaciones de la OCDE. Excluyen la contribución del resto de componentes de la RBD (impuestos, contribuciones sociales) que, según la OCDE, fue pequeña en 2020.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE (2020). «OECD Economic Outlook».*

6. Véase OCDE (2020). «How's life? 2020: Measuring Well-being».
7. Véase Comisión Europea (2020). «Households' income and the cushioning effect of fiscal policy measures in the Great Lockdown».
8. *Ibid.*

Indicadores de actividad y empleo

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

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	11/20	12/20	01/21
Índice coincidente de actividad	1,0	–6,2	–3,5	–6,9	–7,8	–6,7	–6,7	–6,4	...
Industria									
Índice de producción industrial	–2,2	–7,0	–1,4	–23,5	–0,7	–2,3	–3,2	–4,4	...
Indicador de confianza en la industria (*valor*)	–3,2	–15,8	–4,6	–24,8	–19,1	–14,5	–15,0	–14,3	–14,7
Construcción									
Visados de obra nueva (*acum. 12 meses*)	5,9	...	2,1	–1,0	–0,8	...	...	...	...
Compraventa de viviendas	1,7	...	–0,7	–21,6	–1,5	...	...	...	...
Precio de la vivienda (*euro / m² - tasación*)	10,4	8,3	11,2	8,9	6,9	6,0	6,3	6,0	...
Servicios									
Turistas extranjeros (*acum. 12 meses*)	7,8	...	3,2	–29,7	–57,6	...	–71,3	...	...
Indicador de confianza en los servicios (*valor*)	12,9	–21,6	5,8	–36,9	–37,2	–18,0	–17,0	–17,2	–18,3
Consumo									
Ventas comercio minorista	4,4	–3,8	3,0	–12,9	–2,2	–3,3	–4,9	–4,1	...
Indicador coincidente del consumo privado	2,0	–5,4	–3,4	–7,3	–7,1	–3,6	–3,6	–2,1	...
Indicador de confianza de los consumidores (*valor*)	–8,0	–22,4	–8,6	–27,7	–26,9	–26,2	–26,9	–26,2	–25,7
Mercado de trabajo									
Población ocupada	1,0	...	–0,3	–3,8	–3,0	...	–1,1	–1,1	...
Tasa de paro (*% de la población activa*)	6,5	...	6,7	5,6	7,8	...	7,1	6,5	...
PIB	**2,2**	**–7,6**	**–2,4**	**–16,4**	**–5,7**	**–5,9**	**...**	**...**	**...**

Precios

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

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	11/20	12/20	01/21
General	0,3	0,0	0,4	–0,3	0,0	–0,2	–0,2	–0,2	0,3
Subyacente	0,5	0,0	0,2	–0,1	–0,1	–0,1	–0,2	–0,1	0,5

Sector exterior

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

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	11/20	12/20	01/21
Comercio de bienes									
Exportaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	3,6	...	1,5	–6,8	–7,8	...	–9,3	...	...
Importaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	6,0	...	2,8	–7,6	–12,1	...	–14,7	...	...
Saldo corriente	**–0,2**	**...**	**–0,6**	**–0,9**	**–2,4**	**...**	**–2,2**	**...**	**...**
Bienes y servicios	0,8	...	0,4	–1,1	–3,0	...	–2,9	...	...
Rentas primarias y secundarias	–1,0	...	–1,0	0,2	0,6	...	0,7	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación	**1,9**	**...**	**1,5**	**1,5**	**–0,1**	**...**	**0,1**	**...**	**...**

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	11/20	12/20	01/21
Depósitos [1]									
Depósitos de hogares y empresas	5,2	...	6,4	9,0	9,2	...	9,7	...	...
A la vista y ahorro	14,8	...	17,6	20,1	18,4	...	18,5	...	...
A plazo y preaviso	–2,9	...	–3,2	–1,0	0,4	...	1,1	...	...
Depósitos de AA. PP.	5,6	...	–10,4	–15,7	–13,8	...	–11,9	...	...
TOTAL	**5,2**	**...**	**5,7**	**7,9**	**8,2**	**...**	**8,9**	**...**	**...**
Saldo vivo de crédito [1]									
Sector privado	–0,1	...	0,5	0,5	2,1	...	2,8	...	...
Empresas no financieras	–3,7	...	–2,6	1,0	4,4	...	5,8	...	...
Hogares - viviendas	–1,3	...	–0,8	–0,3	0,5	...	1,2	...	...
Hogares - otras finalidades	16,5	...	15,7	2,2	2,0	...	0,8	...	...
Administraciones públicas	–4,7	...	–4,9	–9,7	–5,6	...	–6,2	...	...
TOTAL	**–0,3**	**...**	**0,2**	**0,1**	**1,8**	**...**	**2,4**	**...**	**...**
Tasa de morosidad *(%)* [2]	**6,2**	**...**	**6,0**	**5,5**	**5,3**	**...**	**...**	**...**	**...**

Notas: *1. Residentes en Portugal. Las variables de crédito no incluyen titulizaciones. 2. Dato fin del periodo.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de INE de Portugal, Banco de Portugal y Datastream.*

Democracia y COVID-19: el momento decisivo

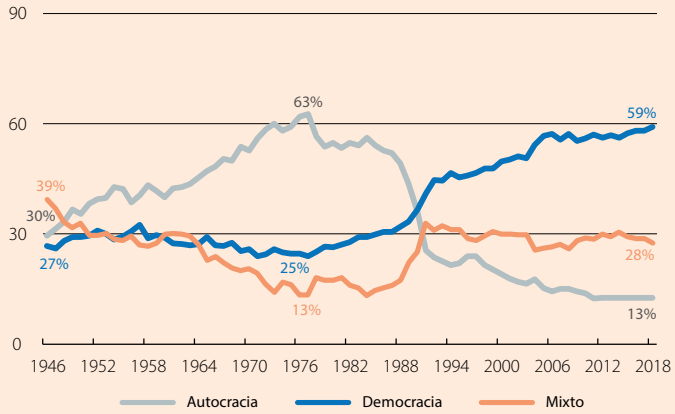
La pandemia de COVID-19 está impactando de forma intensa en muchas dimensiones de nuestra sociedad. Los cerca de 2 millones de fallecidos a causa de la COVID-19 registrados hasta la fecha no son una mera cifra, sino una verdadera tragedia humana. Angela Merkel lo expresó de forma meridianamente clara: Alemania afronta la mayor crisis desde la Segunda Guerra Mundial. Sustitúyase Alemania por el mundo y no se perderá un ápice de verdad. En esta tesitura, la exigencia por parte de los ciudadanos y de las empresas a sus gobiernos para que tomen medidas eficaces y a la altura del reto está siendo también muy elevada. ¿Están nuestros sistemas políticos en condiciones de dar la talla?

Para responder a esta pregunta conviene dar un paso atrás y tomar perspectiva. Nos encontramos en un momento único en la historia política de la humanidad, ya que en la actualidad la democracia es el sistema político mayoritario: un 59% de los países del mundo disfrutan de una forma u otra de democracia, solo un 13% son autocracias y el 28% restante comparten elementos democráticos y autocráticos.[1]

Son buenas noticias, pero la situación tiene un contrapunto menos complaciente si se tiene en cuenta que existe una creciente desafección por parte de la ciudadanía con el funcionamiento de su democracia. En este punto de la discusión, se abre el interrogante de si es solo una cuestión de debate público más superficial o tiene visos de realidad profunda. Por fortuna, una cuestión nuclear como la democracia está siendo monitorizada por numerosas instituciones y por la academia. Los resultados globales de décadas de estudio son poco debatibles.

Regímenes políticos en el mundo

(% de países clasificados en cada régimen, 1946-2018)



Nota: *Los países de la muestra cuentan con al menos 500.000 habitantes. Los etiquetados como mixtos tienen una combinación de características de regímenes democráticos y autocráticos.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Centre for Systemic Peace.*

En un reciente *survey* de Foa *et al.* (2020),[2] que se basa en más de 25 fuentes de datos, 3.500 estudios nacionales y un periodo de cerca de 50 años en los países avanzados y 25 años en los emergentes, se constata que, a partir de 2011, aproximadamente, el grado de desafección con la democracia se ha acelerado, de manera que ahora alcanza el 57,7% de los individuos encuestados (lo que representa un aumento de cerca de 20 puntos en 15 años). Pese a que la tendencia está bastante generalizada desde un punto de vista geográfico, es especialmente acusada en EE. UU., Europa Occidental y América Latina. Es lo que se conoce en la literatura económica como la «recesión democrática», aunque, dado que la tendencia de fondo sugiere un carácter más estructural que cíclico más bien habría que denominarlo el «declive democrático».

Por tanto, en un mundo todavía mayoritariamente democrático, pero con contestación creciente a dicho sistema político, la cuestión de fondo que se plantea es si las democracias pueden afrontar la crisis de la COVID-19 con garantías de éxito y, por tanto, reforzar su legitimidad y perspectivas de continuidad o, por el contrario, dicha crisis acabará acentuando aún más el declive de este sistema. La relevancia del tema se acrecienta cuando se extiende la percepción pública de que la respuesta de los modelos autocráticos (léase China) ha sido más efectiva en la lucha de la pandemia que la de otros países con sistemas democráticos.

Para abordar este punto, hay que revisitar la cuestión del desencuentro de la ciudadanía con la democracia. Aunque dicho desencuentro es una realidad empírica clara, menos consenso existe sobre cuáles son las causas precisas. Con todo, y aunque este análisis supera el foco que orienta este Dossier, sí es posible identificar una lectura de fondo que comparten muchos estudios: el problema esencial de distanciamiento ciudadano respecto a la democracia es el sentimiento de que esta está fallando en su función esencial de afrontar y solucionar los problemas del momento. Por ejemplo, se percibe una respuesta inadecuada tanto ante crisis puntuales, como la de los refugiados en 2015, como a desarrollos de más largo plazo, como el declive demográfico, la transición digital o la lucha contra el cambio climático.

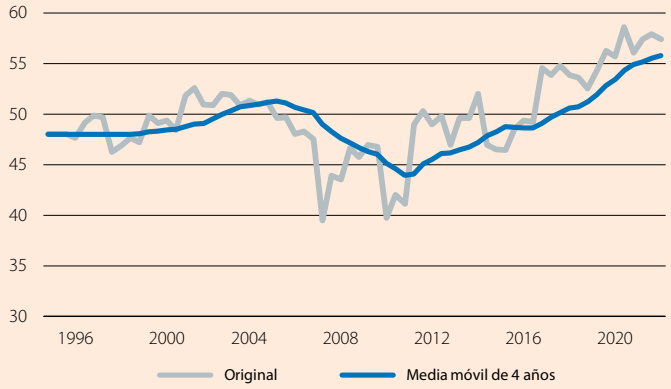
1. Del conjunto de países con población superior a los 500.000 habitantes. Datos del Center for Systemic Peace (proyecto Polity IV).
2. Foa, R. S., Klassen, A., Slade, M., Rand, A. y R. Collins (2020). «The Global Satisfaction with Democracy Report 2020». Cambridge: Centre for the Future of Democracy.

Sin embargo, esta lectura, aunque se puede compartir en términos generales, tiene el problema añadido de estar potencialmente confundiendo dos situaciones distintas. La primera, que el proceso de toma de decisiones en un sistema político tienda a dificultar la elección de las decisiones más adecuadas. Y, la segunda, que la capacidad de los estados, y en particular la de su Administración pública, no sea la óptima para ejecutar e implementar de forma adecuada las decisiones políticas.

Las causas políticas de una toma de decisiones inadecuadas para afrontar una crisis varían sobremanera, pero hay dos circunstancias que se han evidenciado como reiteradas en las democracias. La primera es que permite, en mayor medida que otros sistemas políticos, los bloqueos en el proceso de toma de decisiones, unas circunstancias más probables cuanto mayores son las divisiones políticas en el país.[3] La segunda circunstancia, también relativamente frecuente en las democracias, es el papel de los grupos de interés, que puede alejar las decisiones políticas de lo que sería el interés general.[4]

Disconformidad con la democracia

(% de los encuestados)



Nota: *Se mide la insatisfacción en democracias que representan a 2.430 millones de personas en América Latina, África, Oriente Medio, Europa, América del Norte, Asia Oriental y Australia. La muestra de democracias se mantiene constante.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Centre for Future Democracy.*

Estas causas políticas son distintas, decíamos, de la capacidad del Estado de implementar las políticas. Existe amplia evidencia, y base teórica, para defender que hay una relación clara entre el nivel de desarrollo y dicha capacidad. Pero también es cierto que, a igual nivel de desarrollo, los estados difieren en su capacidad para desarrollar de forma adecuada las políticas decididas. Además, y este es un punto crucial, existe evidencia de que los factores socioculturales importan en la puesta en marcha de las políticas. Por ejemplo, por muy eficiente que sea la Administración, en una sociedad muy tendente al individualismo, políticas que exijan comportamientos colectivos cohesionados o una mayor coordinación voluntaria serán menos exitosas que si el colectivismo fuese el rasgo dominante.[5]

Así pues, en el tema que nos ocupa, el de la respuesta ante la COVID-19 y si este puede ser un episodio que acelere o no el declive de la democracia, es relevante analizar la relación entre las decisiones para luchar contra la pandemia y los determinantes políticos, la capacidad estatal y los rasgos socioculturales. Para dar luz a estas complejas relaciones entre respuesta eficiente a la COVID-19 y sistema político y cultura, vamos a realizar un análisis empírico, objeto de los dos siguientes artículos. No se los pierdan, arrojan algunas sorpresas.

Álvaro Leandro y Àlex Ruiz

3. Véase, por ejemplo, March, J. y Olsen, J. P. (1984). «The new institutionalism: organizational factors in political life». The American Political Science Review, 78(3), 734-749.
4. Sobre esta cuestión, véase Olson, M. (1982). «The rise and decline of nations: economic growth, stagflation, and social rigidities». Yale University Press.
5. Véase Gorodnichenko, Y. y Roland, G. (2015). «Culture, institutions and democratization». National Bureau of Economic Research, n.º w21117.

¿Han sido las democracias más laxas en materia de confinamiento y testeo?

Una pandemia es una prueba decisiva para cualquier sistema político, pero, en las condiciones actuales, lo es especialmente para las democracias. En un momento de menor apoyo ciudadano a la democracia, se postula que la respuesta ante la COVID-19 de ciertos países autocráticos, China en particular, ha sido más efectiva en la lucha contra el coronavirus. Pero lo cierto es que la cuestión, así planteada, tergiversa la realidad. Con los datos disponibles en la mano, parece innegable que China ha sido muy eficaz en su lucha contra la pandemia. Testear a millones de personas en pocos días no está al alcance de cualquiera. Pero tampoco hay que olvidar que otros países claramente democráticos han sido capaces de exhibir grandes resultados en el control de la COVID-19, como es el caso ejemplar de Nueva Zelanda. Y que otros autocráticos han brillado más bien poco cuando se ha tratado de rebajar el coste humano de la crisis. En definitiva, para establecer un juicio objetivo sobre si ser o no democrático es un factor clave en la guerra contra el virus, hay que utilizar el rigor, en este caso, recurriendo a un análisis empírico.

¿Cómo se concreta dicho análisis en un tema tan complejo y cambiante? De entrada, cuando se contrasta lo que han hecho los distintos países para luchar contra la COVID-19, se pone de manifiesto que, en esencia y antes de disponer de las vacunas, se han manejado tres elementos: las medidas de confinamiento (estas engloban las restricciones a la movilidad y las medidas de distanciamiento social), la capacidad de testeo y rastreo de las cadenas de transmisión y la reducción de la movilidad que finalmente se produce. Los dos primeros son instrumentos de política sanitaria, mientras que el tercero es un resultado de las políticas implementadas.

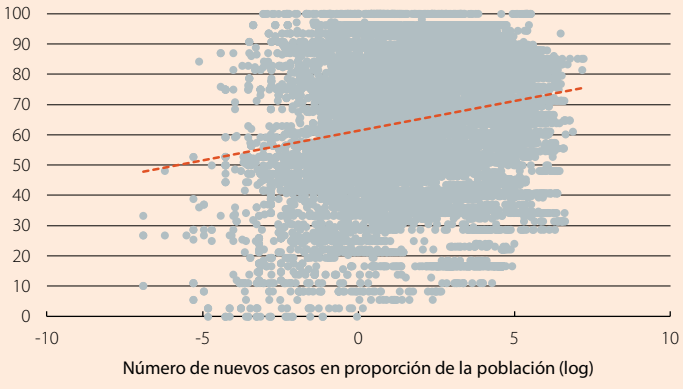
Los confinamientos y el testeo, como bien sabemos, pretenden que el virus no se extienda fuera de ciertos focos. Óptimamente se deben utilizar de forma conjunta: se identifica tempranamente el origen del brote, se detectan los contactos y se establecen cuarentenas o confinamientos de grupos pequeños. Desafortunadamente, en la mayor parte de 2020, con una capacidad de testeo y rastreo de contactos baja en muchos países, el confinamiento fue, más que selectivo, masivo.

Hecha esta caracterización, estamos en condiciones de empezar a plantearnos las preguntas clave, esto es, las relaciones entre democracia e intensidad en el uso de los instrumentos (confinamiento y testeo) y entre democracia y capacidad de control de las interacciones sociales (movilidad). La primera de estas cuestiones será analizada en este artículo del Dossier, mientras que la segunda será objeto del siguiente artículo.[1]

Así, lo que queremos entender primero es la relación entre el sistema político y la dureza, o laxitud, de las medidas de confinamiento y de la intensidad de testeo. En otras palabras, lo que queremos saber es, en primer lugar, si dos países afectados con la misma intensidad por la pandemia (una tesitura que medimos por el número de casos en proporción de la población)[2] han res-

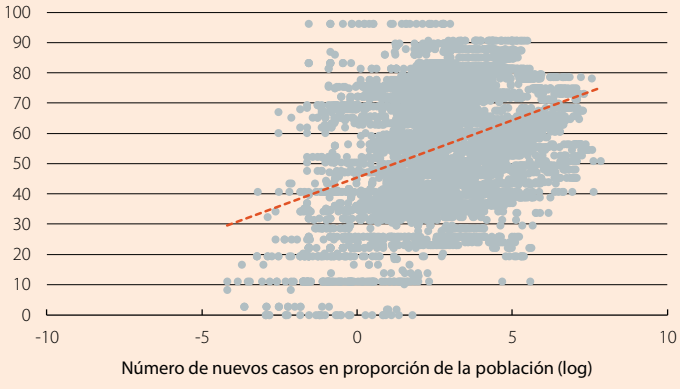
Relación entre el número de casos de COVID-19 en el país y la dureza de las restricciones en países autocráticos

Índice de dureza de las restricciones



Relación entre el número de casos de COVID-19 en el país y la dureza de las restricciones en países democráticos

Índice de dureza de las restricciones



Notas: *Datos diarios en 102 países entre febrero y noviembre de 2020. Países democráticos: con un valor superior a 90 en el índice de Freedom House.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Freedom House y de la Universidad de Oxford.*

1. Véase el artículo «¿Han conseguido las democracias un mejor control de las interacciones sociales?» en este mismo Dossier.
2. Es interesante plantearse hasta qué punto los países autocráticos pueden estar reportando menos casos de los que realmente se están produciendo, bien sea por conveniencia política (para disminuir sospechas de ineficiencia en la lucha contra la pandemia), bien sea porque sus sistemas de recolección de datos son menos desarrollados que en las democracias (que tienden a ser países más avanzados y con mejores sistemas estadísticos). Si este fuese el caso con carácter general, los resultados todavía serían más favorables a las democracias, en el sentido de que la reacción «tibia» de las autocracias aún lo es en mayor grado debido a la infraestimación de la gravedad de la pandemia.

pondido con confinamientos de diferente grado de laxitud en función de si eran más o menos democráticos. Y, en segundo lugar, nos preguntaremos si dos países con igual grado de afectación pandémica han testeado diferencialmente dependiendo de su nivel de democracia.[3]

A simple vista y de manera ilustrativa, la visualización de los datos (véanse las líneas de tendencia en los gráficos de este artículo) ya sugiere una relación más fuerte entre el número de casos y el nivel de dureza del confinamiento en los países más democráticos. Mediante un análisis de regresión de panel con controles,[4] se confirma estadísticamente que la respuesta al primer interrogante es favorable a la democracia: los países con mayor grado de democracia han respondido, a igualdad de afectación de la pandemia, con una intensidad de confinamiento superior. Este es un resultado importante, ya que contradice la visión superficial de que las democracias han sido «débiles» y que, en consecuencia, hay que plantearse hasta qué punto es importante ser más o menos democrático.

Basándonos en el modelo estimado, se concluye que el factor institucional es bastante relevante. Un ejemplo práctico ayudará a entender la sensibilidad. Siendo 100 el máximo nivel de democracia posible, según el indicador de Freedom House, España tiene un nivel de 92 y Colombia, de 55. Ahora supongamos que la intensidad de la pandemia (medida por el número de nuevos casos por 100.000 habitantes) se multiplicase por 10 (como sucedió en España entre el 6 y el 13 de marzo, por ejemplo). En este supuesto, el resultado que arroja el modelo es que el cambio en el nivel de dureza sería en España 1,5 puntos superior al cambio en Colombia. ¿Cómo interpretar 1,5 puntos? Pues sería el aumento en el nivel de dureza que se produciría al pasar las autoridades de recomendar quedarse en casa a hacer obligatorio el confinamiento domiciliario con excepción de trabajo, escuela, ejercicio y compras esenciales.[5] Un salto no menor, sin duda.

El mismo resultado se obtiene al utilizar el segundo instrumento de política sanitaria, la capacidad de testeo. Los resultados del modelo apuntan a una respuesta de las democracias más intensa que la de las autocracias. Como sucedía con el grado de dureza de los confinamientos, ser más o menos democrático representa una diferencia apreciable.

En definitiva, en contra de lo que a veces se ha criticado, las democracias no han sido laxas en su lucha contra la COVID-19 en comparación con las autocracias. Una cuestión distinta, y de hecho más trascendental, es si además de «duras» han sido efectivas. O lo que es equivalente, debemos regresar a la segunda cuestión que mencionábamos al inicio y plantearnos si se ha conseguido el comportamiento social deseado, esto es, el control de la movilidad. Exploraremos la cuestión en el siguiente artículo y estaremos más cerca de responder completamente a la compleja pregunta de si las democracias han estado a la altura en esta gran crisis sanitaria.

Álvaro Leandro y Àlex Ruiz

3. Como paso previo a este análisis, se ha estudiado si las dos variables instrumentales de salud pública (esto es, cómo son de estrictos los confinamientos y número de test) han respondido ante el número de casos. Los resultados son los esperados: las autoridades de los diferentes países han reaccionado con el aumento de la dureza de los confinamientos y el nivel de testeo cuando los casos crecen (y viceversa).

4. La relación entre la dureza o laxitud de las medidas de confinamiento, la afectación de la pandemia en el país y el sistema político se analiza mediante la siguiente regresión de panel con efectos fijos: $Stringency_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Covid_{i,t} + \alpha_2 [Covid_{i,t} \times D_i] + u_i + u_t + \mu_{i,t}$ donde $Stringency_{i,t}$ es una medida de la dureza de las medidas de confinamiento en el país *i* y en el día *t* elaborada por la Universidad de Oxford, $Covid_{i,t}$ es el número de nuevos casos COVID-19 diarios en proporción de la población del país, y D_i es una medida del sistema político en el país del 0 al 100 de menos a más democrático basada en una medida de las condiciones de los derechos políticos y las libertades civiles en 195 países elaborada por Freedom House. El coeficiente α_2 se puede interpretar como la diferencia en la dureza de las medidas de confinamiento para contrarrestar la afectación de la pandemia en democracias en relación con países autoritarios. Los datos cubren 102 países entre febrero y noviembre de 2020. Este modelo sigue un planteamiento similar al de Frey, C. B., Presidente, G. y Chen, C. (2020). «Democracy, Culture, and Contagion: Political Regimes and Countries Responsiveness to Covid-19», Covid Economics 18.

5. El índice que mide la dureza de las medidas de confinamiento es el agregado de un conjunto de métricas de distanciamiento social, una de las cuales es el grado de las restricciones domiciliarias. Cuando dicha métrica pasa de una simple recomendación de quedarse en casa a una obligación de confinarse en el domicilio, el índice agregado de la dureza de las medidas aumenta en 1,5 puntos.

¿Han conseguido las democracias un mejor control de las interacciones sociales?

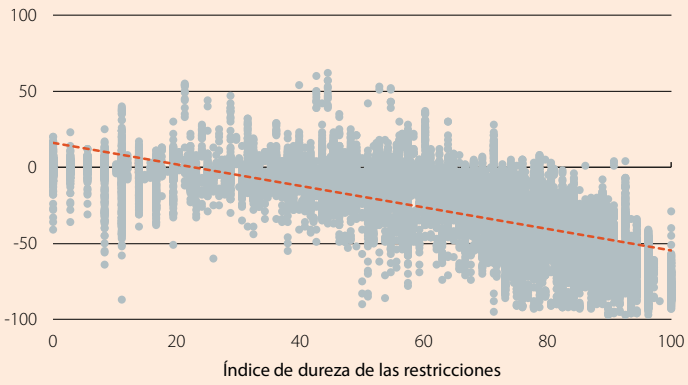
Por ahora, hemos recorrido la mitad del camino en nuestro intento de responder a la pregunta de si las democracias son más o menos exitosas en la lucha contra la pandemia. En el artículo anterior[1] hemos presentado evidencia empírica de que al menos no han sido débiles. Al contrario, han sido más «agresivas» al establecer confinamientos más rigurosos y han sido más ambiciosas en la intensidad de testeo. Sin embargo, lo que en realidad nos interesa no es la dureza, sino la efectividad. Podría ser que las democracias fuesen más agresivas en sus políticas sanitarias anti-COVID porque son bastante ineficaces a la hora de obtener el comportamiento social deseado, a saber, la reducción de la movilidad (que, como sabemos, propicia la disminución de los contactos sociales y la ruptura de las cadenas de contagio). Esta es una pregunta bastante más compleja que la que nos ocupaba en el artículo anterior, ya que intervienen, potencialmente, más factores. Vayamos, por tanto, paso a paso.

En términos concretos, la pregunta que nos interesa responder es la de si, a igual intensidad del confinamiento o del testeo, dos países con distinto grado de democracia han obtenido diferentes reducciones de movilidad en su población.[2] De nuevo, el resultado de nuestro análisis empírico es favorable a los países democráticos. El comportamiento deseado (reducción de la interacción social y movilidad) se ha dado en mayor medida[3] en los países más democráticos a igualdad de aplicación de los instrumentos.[4]

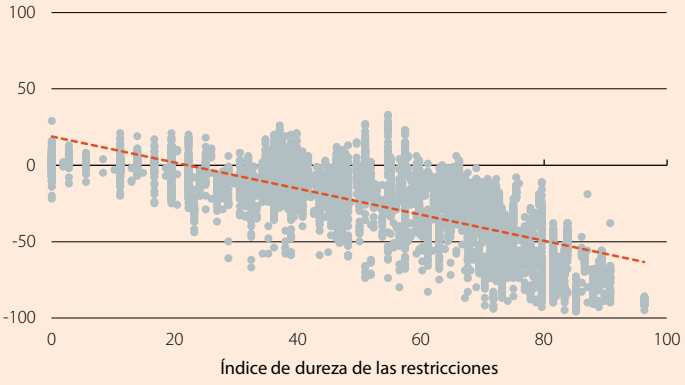
Esta relación, no obstante, solo es de primer nivel. Hemos visto en el artículo inicial del Dossier la idea de que el hecho de que la democracia funciona más o menos bien es una noción que engloba tres aspectos distintos: el propiamente político, el de la capacidad estatal y el cultural. Veamos, por tanto, si lo que hemos interpretado como buen comportamiento de los países más democráticos para reducir la movilidad se podría deber, en efecto, al grado de eficiencia de las políticas públicas o al tipo de comportamiento sociocultural más prevalente, es decir, la tendencia hacia el individualismo o hacia el colectivismo (entendiendo que, en el primer caso, hay que ser más estrictos con los instrumentos dado que el grado de «disciplina» social es previsiblemente menor).

Con estas sofisticaciones, los resultados se mantienen. En primer lugar, cuando tratamos de explicar la movilidad en función del grado de democracia y de la capacidad estatal, constatamos que, aunque como cabía esperar, a mayor capacidad administrativa de implementar las políticas públicas, mayor es la reducción de la movilidad. Según nuestros resultados, por ejemplo, si aumen-

Relación entre la movilidad y la dureza de las restricciones en países menos democráticos
Índice de movilidad



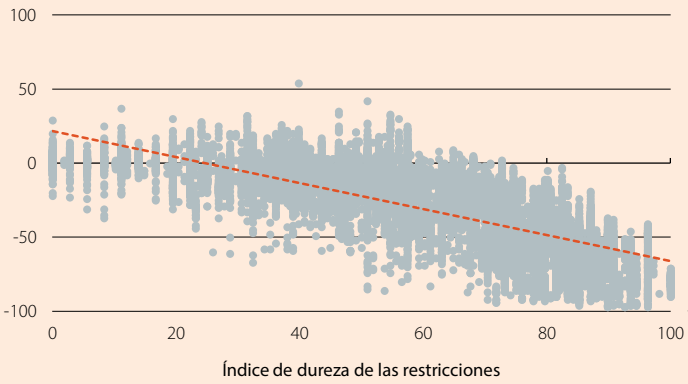
Relación entre la movilidad y la dureza de las restricciones en países más democráticos
Índice de movilidad



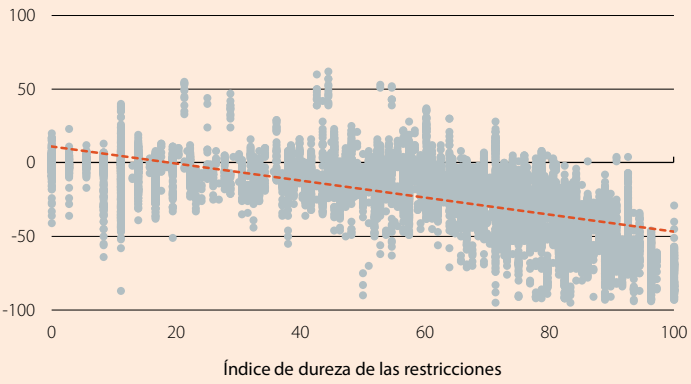
Nota: *Datos diarios en 102 países entre febrero y noviembre de 2020. Países democráticos: con un valor superior a 90 en el índice de Freedom House. «Datos de movilidad» se refieren a la movilidad de la población en comercios.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Freedom House, de la Universidad de Oxford y de Google.*

1. Véase el artículo «¿Han sido las democracias más laxas en materia de confinamiento y testeo?» en este mismo Dossier.
2. Se ha realizado un primer análisis, preliminar, para determinar si el aumento del grado de confinamiento se corresponde con una disminución de la movilidad mediante la siguiente regresión de panel con efectos fijos: $Movilidad_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Stringency_{i,t} + u_i + u_t + \mu_{i,t}$ *donde* $Movilidad_{i,t}$ es una medida de la reducción de la movilidad en el país *i* y en el día *t* respecto al año anterior elaborada por Google y $Stringency_{i,t}$ es una medida de la dureza de las medidas de confinamiento elaborada por la Universidad de Oxford. El análisis de regresión confirma la relación prevista y, por tanto, a mayor rigor en las medidas de confinamiento, más elevada es la disminución de la movilidad. En definitiva, el instrumento elegido por los países «funciona» para obtener el resultado social deseado.
3. La diferencia favorable a los países democráticos es relativamente pequeña en magnitud (véase el primer gráfico), pero los resultados son estadísticamente significativos.
4. Para realizar este análisis, se añade a la regresión descrita en la nota 1 anterior una interacción entre D_i, una medida del sistema político en el país que va de 0 a 100, basada en datos de Freedom House, y $Stringency_{i,t}$. En esta regresión, $Movilidad_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Stringency_{i,t} + \alpha_2 [Stringency_{i,t} \times D_i] + u_i + u_t + \mu_{i,t}$, el coeficiente α_2 se puede interpretar como la reducción diferencial de la movilidad, para un mismo nivel de dureza de medidas de contención, en democracias en relación con países más autoritarios. Se obtiene un coeficiente significativo y un R^2 de 0,645.

Relación entre la movilidad y la dureza de las restricciones en países menos individualistas
Índice de movilidad



Relación entre la movilidad y la dureza de las restricciones en países más individualistas
Índice de movilidad



Nota: *Datos diarios en 108 países entre febrero y noviembre de 2020. Países individualistas: con un valor superior a 80 en el índice de Hofstede (2001). «Datos de movilidad» se refieren a la movilidad de la población en comercios.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Hofstede (2001), de la Universidad de Oxford y de Google.*

tara en 10 puntos el índice de la dureza de las medidas de confinamiento (definido entre 0 y 100) en dos países idénticos, pero uno de ellos con la capacidad administrativa de España y el otro con la de Colombia (que es significativamente menor), el índice de movilidad caería unos 5,6 puntos respecto al año anterior en el país con mayor capacidad administrativa, mientras que solo caería unos 5,1 puntos en el segundo país, en igualdad de condiciones. A pesar del control por la capacidad estatal del país, el hecho de ser más democráticos se sigue correlacionando de forma positiva con el comportamiento social deseado, es decir, la disminución de la movilidad.[5]

Sucede algo semejante con los elementos socioculturales y, en concreto, con las tendencias a ser más o menos individualista, de los países.[6] En términos generales, a mayor grado de individualismo –y siempre teniendo en cuenta el grado de confinamiento–, peor resultado en términos de control de la movilidad. Repitiendo el ejercicio anterior, la movilidad caería unos 6,7 puntos en un país con el grado de individualismo de España (51/100), mientras que caería tan solo unos 6,1 puntos en un país con el grado de individualismo de EE. UU. (91/100). Tiene cierto sentido, ya que sociedades en las cuales el elemento colectivo o la importancia del grupo son más elevados, la disciplina esperada también es superior que en las sociedades más individualistas. Ahora bien, cuando incluimos en el análisis el grado de democracia, volvemos a obtener que estas son más efectivas en conseguir la disminución de la movilidad.

O, en otras palabras, aunque los estados con una mayor capacidad para implementar políticas de forma eficaz y los países con tendencias más colectivistas han sido mejores en el control de la movilidad, incluso cuando incorporamos estos factores, las democracias lo siguen haciendo mejor que las autocracias.

¿Quieren decir estos resultados que las democracias han salvado los muebles y pueden echarse a descansar? Es evidente que no. De entrada, el drama humano que estamos viviendo no permite esta complacencia. Pero, además, haberlo hecho mejor en términos relativos puede no ser suficiente de cara al ciudadano. Ejercicios como el presentado en este artículo, bien divulgados, deberían ayudar a hacer una lectura menos maniquea del estado real de la democracia. Pero no nos engañemos, la ciudadanía va a expresar su descontento con la respuesta de las democracias basándose en elementos mucho más trascendentes que el esfuerzo, obligado y necesario, de economistas y técnicos de interpretar adecuadamente el mundo. Lo que en definitiva va a decantar el juicio de la historia es situar esta crisis, sanitaria, en el contexto más amplio de la crisis política. O lo que es lo mismo, intentar aportar cierta luz a la cuestión de si la pandemia puede actuar como revulsivo de la regeneración democrática, o no. Esta sentencia se dictará dentro de unos años, pero se puede intentar una primera exploración, ejercicio tentativo que realizamos en el siguiente artículo.

Álvaro Leandro y Àlex Ruiz

5. Se le añade a la regresión descrita en la nota al pie anterior una interacción entre $Stringency_{i,t}$ y Eff_i, una medida de la capacidad estatal elaborada por el Banco Mundial, de modo que la regresión final es: $Movilidad_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Stringency_{i,t} + \alpha_2 [Stringency_{i,t} \times D_1] + \alpha_3 Stringency_{i,t} \times Eff_i] + u_i + u_t + \mu_{i,t}$. Se obtienen coeficientes significativos tanto para α_2 como para α_3 y un R^2 de 0,736.
6. El impacto de la cultura en la relación entre la dureza de las medidas de contención y la reducción de la movilidad en cada país se analiza mediante la siguiente regresión de panel con efectos fijos: $Movilidad_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Stringency_{i,t} + \alpha_2 [Stringency_{i,t} \times Individualismo_i] + u_i + u_t + \mu_{i,t}$, *donde* $Individualismo_i$ es una medida de la cultura individualista/colectivista en el país, según un análisis de Hofstede (2001). Se obtiene un coeficiente significativo para α_2 y un R^2 de 0,779.

Democracia y pandemia: más luz que oscuridad

A estas alturas del Dossier dos grandes conclusiones pueden considerarse razonablemente bien fundamentadas. La primera, que la democracia está indudablemente en baja forma y que se la acusa de ser incapaz de resolver los problemas del presente y del futuro. La segunda, que aunque la crisis de la COVID-19 llega con las democracias con el paso cambiado, la evidencia del análisis empírico realizado sugiere que su respuesta a la pandemia no ha sido, en términos generales, peor que la de las autocracias. De hecho, es más bien lo contrario. La excepción más notoria, probablemente, es China, pero decir que el gigante asiático ha dado con una buena estrategia anti-COVID no implica que las democracias lo hayan hecho mal.

Ahora demos un paso más, de carácter normativo y prospectivo. Ha llegado el momento de coger al toro por los cuernos y tratar de responder a la pregunta de si la pandemia va a ser un factor determinante que dé un giro de 180 grados a la tendencia de desafección popular con las democracias o, por el contrario, y muy desgraciadamente, si será otra oportunidad perdida para recuperar la sintonía con la democracia. Sintiéndolo mucho, quien espere respuestas definitivas, de blanco o negro, va a sentirse decepcionado. Lo que sí encontrará son algunas reflexiones que, esperamos, aporten algo de luz y que sugieran el grado de gris que leemos en este tema crucial.

Cambio de preferencias y pandemias

Una primera reflexión obligada se refiere a la cuestión clave del posible cambio de preferencias que un *shock* como esta pandemia puede inducir y a la capacidad del sistema político de dar respuesta a estas hipotéticas nuevas preferencias. La historia nos proporciona algunas lecciones importantes. De entrada, las grandes pandemias del pasado parecen haber tendido a generar respuestas políticas que sugieren que dicho cambio de preferencias efectivamente acostumbra a darse tras estas crisis sanitarias.[1]

Una segunda reflexión es que esta respuesta política no siempre ha sido exitosa. Dado que abundan las analogías entre la nefasta década de 1930 y nuestro presente, es relevante mencionar un estudio reciente de Kristian Blickle, economista de la Reserva Federal, en el que constata que existe una correspondencia entre las circunscripciones electorales alemanas más afectadas por la gripe de 1918-1920 y aquellas en las que el Partido Nazi obtuvo mejores resultados en las distintas contiendas electorales de la época.[2] El autor defiende, de manera bastante convincente, que la combinación de preferencias previas (en este caso, se documenta el antisemitismo) y el *shock* de la gripe de 1918 hicieron más atractivas las posiciones de las alternativas radicales.

En nuestra opinión, y en términos generales, las actuales democracias son mucho más funcionales que las que existían en los años treinta y es dudoso que en esta ocasión no se responda de mejor forma que en el pasado. Por tanto, creemos que las preferencias van a cambiar, pero que los decisores públicos van a ser capaces de producir políticas adaptadas a ellas y, por lo general, mejores. Esto va a depender, en no poca medida, del siguiente elemento a tomar en consideración, lo que llamamos el «blindaje» del regulador.

El papel crítico de la tecnocracia

Entramos en una cuestión extremadamente controvertida, pero inevitable, en el debate que nos ocupa, la de cómo blindar al regulador de la excesiva influencia de los grupos de interés. La respuesta es un mayor anclaje en el proceso de toma de decisiones de grupos técnicos (la tecnocracia) con un grado de independencia suficiente para limitar la presión de los *lobbies*. Si alguien piensa que esto es imposible, hay que recordar que existe un precedente muy potente de éxito indudable: el de los bancos centrales modernos. Ciertamente el «blindaje» (la independencia) de los bancos centrales responde fundamentalmente a la necesidad de aislar la política monetaria de la toma de decisiones políticas (que, en su legítima pretensión de ganar elecciones, persiguen objetivos distintos de la estabilidad de precios). Un blindaje que es efectivo: los bancos centrales independientes generan sistemáticamente expectativas de inflación más estables y bajas que los no independientes.

Pues bien, unos órganos técnicos, con igual grado de independencia, permitirían que las políticas públicas susceptibles de ser «capturadas» por intereses sectoriales, o por un excesivo electoralismo, estuviesen más protegidas. Así sería posible establecer consensos técnicos razonablemente compartidos y que pudiesen integrarse en aquellos grandes acuerdos que acostumbramos a definir como políticas de Estado y cuyos efectos tienden a materializarse en un horizonte que supera ampliamente el del ciclo electoral.

En este ámbito, de nuevo, tenemos más esperanzas que temores. La capacidad que presumimos a las democracias de emular las mejores prácticas de otros países o ámbitos justifica, en definitiva, nuestra visión que aquí, otra vez, el futuro está más cerca del blanco que del negro. Muchas democracias han tendido a establecer grupos técnicos independientes que han sido capaces de gestionar ámbitos de las políticas públicas que lo requerían. Y si preocupa que los técnicos tengan una agenda propia, recordemos que el control político en estos órganos independientes no es menor, ya que es el que establece los objetivos (ya sea la estabilidad de precios, la competencia o la salud pública) y controla su efectividad. Pero los medios quedan fuera del día a día de la política.

1. Véase el Dossier sobre el mundo después de la COVID-19 del IM05/2020, en particular el artículo «COVID-19 y cisnes negros: lecciones del pasado para un mejor futuro».
2. Véase K. S. Blickle (2020). «Pandemics Change Cities: Municipal Spending and Voter Extremism in Germany, 1918-1933». Banco de la Reserva Federal de Nueva York.

Conocimiento científico y política

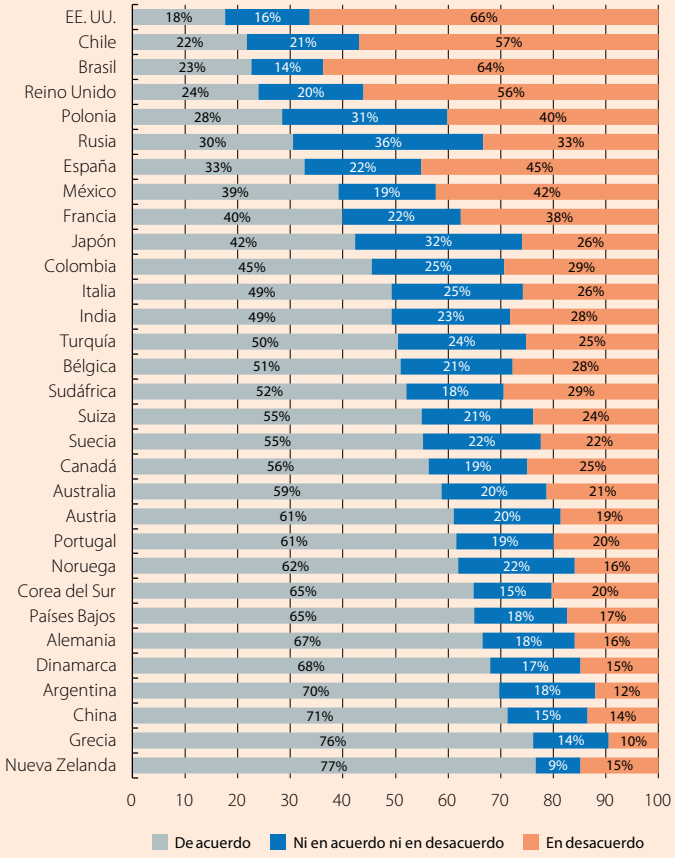
La independencia de la tecnocracia está irremediablemente asociada a lo que se denomina «políticas públicas basadas en la evidencia». Es decir, la capacidad para utilizar el mejor conocimiento científico y social disponible para elaborar las políticas públicas. Este es un legado, creemos, bastante sólido de la actual crisis: la ciencia, en este caso la que ha conducido al hito de las vacunas, se ha visto revalidada como un elemento fundamental de la sociedad. Pero hay que ir más allá. Es necesario que el atender a los criterios técnicos sea un elemento ineludible por parte de los decisores públicos. Queda mucho camino por recorrer, como la propia pandemia ha puesto de manifiesto (para una muestra relevante véase el gráfico adjunto), pero las democracias deberían estar en mejores condiciones de afrontarlo.

La política eficiente será global o no será

Otro elemento clave para la implementación de políticas públicas eficientes, y mediante las cuales se refuerce la legitimidad de la democracia, es que estas se diseñen en el marco geográfico adecuado. O, en otras palabras, si muchos de los bienes (y males) públicos que la democracia persigue son globales, la escala óptima será necesariamente supranacional. Las políticas claves para afrontar el cambio estructural presente en relación con el cambio climático o la digitalización, por ejemplo, deben diseñarse con una óptica y coordinación globales. Típicamente, esto exige un marco internacional de cooperación y el más fuerte de ellos es, para nosotros, el de la UE. Si en dicho marco se fijan directrices que entran en contradicción con las preferencias locales, la desafección política crecerá. La solución, compleja, pasa por hallar elementos comunes en las preferencias de los distintos estados y encontrar formas de implementación local que ofrezcan el margen de maniobra para una adaptación a los factores idiosincráticos nacionales. ¿Están nuestras democracias capacitadas para alcanzar este complejo equilibrio? No podemos ser taxativos, ni tampoco queremos ser negativos, pero el reto es mayúsculo y quizás las posibilidades de éxito no son claras. En nuestra analogía cromática, un gris más oscuro de lo que desearíamos.

Uso de asesoramiento científico sobre la COVID-19 por parte de los políticos

(% de las personas encuestadas)



Nota: *Porcentaje de los científicos consultados que consideran que su asesoramiento en temas de COVID-19 es tomado en cuenta por parte de los políticos.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Frontiers.*

La fragmentación política

Y, finalmente, entramos ahora en otro tema controvertido y complejo, el de la polarización y la fragmentación política, que hemos visto que es uno de los factores que subyace a la tendencia a generar bloqueos que afectan negativamente a los procesos de toma de decisiones. Como no puede ser de otra manera, es un tema fundamental al que se ha dedicado mucho espacio y esfuerzo en las páginas del *Informe Mensual* en los últimos años. Nuestra síntesis podría ser la siguiente: i) la historia concluye que la polarización política está presente en muchos cambios políticos sistémicos seculares y ii) los factores de fondo que en el pasado han alimentado el aumento de la polarización (en particular, cambio tecnológico, globalización y demografía; quizás también los factores culturales) están activos en nuestras sociedades contemporáneas.

Esto no implica que estemos condenados a repetir las crisis del pasado. Los factores estructurales condicionan pero no determinan el destino, especialmente en sociedades que tienen la fortuna de tener voz y voto en el proceso. Churchill probablemente estaba en lo cierto, la democracia es el peor de los sistemas, con la salvedad de todos los restantes. En el mismo espíritu, las actuales democracias liberales distan de la perfección, es indudable, pero su calidad y, sobre todo, su potencial de mejora deberían permitir que se encuentren formas para recuperar el imprescindible relato común que toda sociedad necesita para construir su futuro.

Álvaro Leandro y Àlex Ruiz

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

Te recomendamos:

La gran oportunidad verde tras la COVID-19

La COVID-19 ha hecho patente que las fuerzas de la naturaleza pueden ser devastadoras. Ahora que ha quedado claro que no invertíamos lo suficiente en la prevención de epidemias, y en el sistema sanitario en general, es momento de preguntarnos si estamos haciendo lo suficiente en la lucha contra el cambio climático.

COVID-19 y riesgo país en la eurozona: ¡esta vez es diferente!

Con todo lo que implica la crisis de la COVID-19 en términos de caída del PIB y consecuente ampliación de la deuda pública, deberíamos ver un impacto más persistente en el riesgo país. Pero no está siendo así. ¿Por qué?

China, el largo camino hacia la primacía económica

Gracias a un éxito rotundo en la lucha contra la COVID-19, China ha sido la única gran economía que acabó 2020 en positivo. El futuro no está escrito, pero en 2020 China ha dado pasos significativos para volver a ser la primera economía mundial, como fue norma en el pasado.

¿Cómo ha afectado la COVID-19 a la desigualdad?

Analizamos la evolución de la desigualdad y el papel del estado del bienestar en tiempo real, a partir de datos internos de CaixaBank y la aplicación de técnicas de *big data*. Visualízalo y descárgate los datos en https://inequality-tracker.caixabankresearch.com/

El empleo aguanta el tipo esta vez, pero la dualidad en el mercado laboral sigue haciendo estragos

Por primera vez, las caídas del PIB han ido acompañadas de un descenso del empleo mucho menor. Este resultado no solo se debe a las singularidades de esta crisis, cuyo origen es sanitario, sino también a una respuesta de política económica muy diferente.

Informe sectorial inmobiliario 1S 2021

¿Cómo está capeando el mercado inmobiliario español la crisis de la COVID-19? ¿Cuáles son sus perspectivas para 2021? Lo analizamos junto con las implicaciones que los fondos de recuperación europeos (NGEU) pueden tener para el sector.

Síguenos en: www.caixabankresearch.com @CABK_Research Newsletter CaixaBank

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

© CaixaBank, S.A., 2021
© Banco BPI, 2021

Diseño y producción: www.cegeglobal.com
Depósito Legal: B. 10511-1980 ISSN: 1134-1947

CaixaBank Research

ELEMENTAL CHLORINE FREE GUARANTEED

FSC
www.fsc.org
MIXTO
Papel procedente de fuentes responsables
FSC® C015618