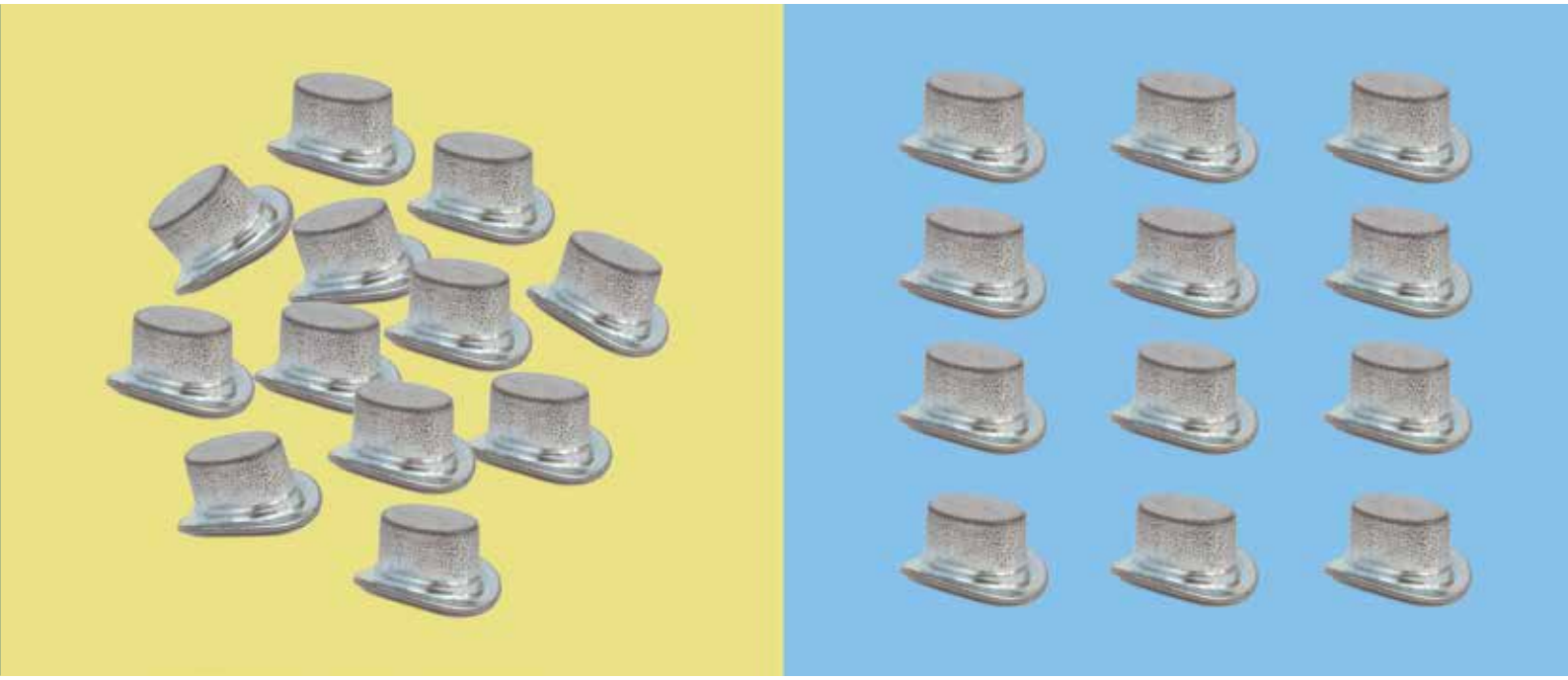
IM07

INFORME MENSUAL
NÚMERO 447 | JULIO-AGOSTO 2020



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS

ECONOMÍA INTERNACIONAL
Ahorros y COVID-19: ¿hasta dónde llegará la fiebre ahorradora de los europeos?

ECONOMÍA ESPAÑOLA
Rastreando el consumo privado durante la crisis de la COVID-19

ECONOMÍA PORTUGUESA

DOSSIER: CAPITALISMO(S): HACIA UNA NUEVA ETAPA

Capitalismo: ¿crisis?, ¿qué crisis?

Capitalismo, en la variedad está el gusto

Las promesas de las variedades del capitalismo, o sobre la imposibilidad de tenerlo todo

Capitalismo(s) para el mundo del mañana

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Julio-Agosto 2020

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:
30 de junio de 2020

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 LAS CLAVES DEL MES

4 PREVISIONES

7 MERCADOS FINANCIEROS

10 ECONOMÍA INTERNACIONAL

13 *Ahorros y COVID-19: ¿hasta dónde llegará la fiebre ahorradora de los europeos?*
Javier Garcia-Arenas (con asistencia técnica de Pablo Pastor y Camarasa)

17 ECONOMÍA ESPAÑOLA

19 *Rastreando el consumo privado durante la crisis de la COVID-19*
Oriol Carreras

22 *¿Qué podemos esperar de los ERTE y programas similares? Una mirada europea*
Javier Garcia-Arenas

25 ECONOMÍA PORTUGUESA

28 DOSSIER: CAPITALISMO(S): HACIA UNA NUEVA ETAPA

28 *Capitalismo: ¿crisis?, ¿qué crisis?*
Álvaro Leandro y Àlex Ruiz

30 *Capitalismo, en la variedad está el gusto*
Álvaro Leandro y Àlex Ruiz

32 *Las promesas de las variedades del capitalismo, o sobre la imposibilidad de tenerlo todo*
Álvaro Leandro y Àlex Ruiz

35 *Capitalismo(s) para el mundo del mañana*
Álvaro Leandro y Àlex Ruiz

Cinco prioridades para impulsar la recuperación

El desconfinamiento ha traído un rebote generalizado en los indicadores de actividad. Lo importante ahora es mantenernos en esta senda y dar fuerza y continuidad a la recuperación. Sin duda, el desafío es enorme –el choque que han supuesto los casi dos meses de confinamiento estricto ha sido tremendo y aún tendremos que convivir con el virus sin vacuna y sin un tratamiento efectivo–, pero también es cierto que existe un camino para mitigar los efectos de la crisis e intentar superarla cuanto antes. Este camino pasa por cinco ámbitos prioritarios entrelazados: controlar el virus, estimular la demanda a corto plazo, mejorar el potencial de crecimiento económico, pensar en la sostenibilidad fiscal a medio plazo e impulsar el proyecto europeo.

La prioridad número uno sigue siendo la contención del virus. Ya que tendremos que vivir con él, deberíamos intentar hacerlo de la forma más armónica posible. Evitar una propagación descontrolada, que nos obligaría a volver a confinarnos, y minimizar los costes en términos de actividad social y económica son dos objetivos que deben ir de la mano. Es una responsabilidad compartida. A escala individual, mediante la higiene de manos, el mantenimiento de distancias de seguridad y el uso de mascarilla. Desde las empresas, garantizando un entorno seguro para los trabajadores y los clientes. Y por parte de las autoridades sanitarias, detectando de forma precoz los casos de contagio, haciendo un seguimiento de los contactos y promoviendo el aislamiento o la cuarentena de los afectados. Hoy en día, la mejor inversión posible es en capacidad para detectar y contener posibles rebrotes.

A corto plazo, el estímulo de la demanda también es un ingrediente esencial, no solo para apoyar la actividad sino para preservar la cohesión social. Las medidas que, por ahora, están ayudando a sostener el consumo y salvaguardar el tejido productivo, como los subsidios a la regulación temporal de empleo, los avales para créditos o las moratorias crediticias, deben ir concentrándose en los colectivos y sectores más afectados, mientras que los incentivos a la inversión y las compras de bienes duraderos deben ganar peso. Tiene sentido, por ejemplo, apoyar la renovación del parque automovilístico o la adquisición o rehabilitación de viviendas para aprovechar la capacidad de arrastre de estos sectores y contrarrestar el efecto que la incertidumbre puede tener sobre estas grandes decisiones de gasto. Es un buen momento, también, para apoyar la inversión empresarial ligada a la transición energética y la transformación digital. Aprovechemos la necesidad de estimular la economía para promover inversiones necesarias y rentables.

Dichas inversiones no solo estimularían la actividad a corto plazo, sino que también tendrían la capacidad de mejorar la competitividad y, por ende, el potencial de crecimiento económico a medio plazo, lo que liga con el tercer ámbito de prioridades mencionado más arriba. Además de inversiones, son necesarias reformas que impulsen un aumento de la productividad. Reformas, por ejemplo, que ayuden a reducir la dualidad del mercado de trabajo, impulsen la formación profesional, mejoren los servicios públicos de empleo, modernicen la administración de justicia o fomenten el crecimiento de las empresas. Este último punto merece subrayarse: España necesita que las pymes quieran ser grandes empresas y, para ello, no se las puede penalizar si crecen, tal y como sucede ahora.

No cabe duda de que la situación que vivimos, y las políticas de estímulo fiscal, dispararán el déficit público y la deuda. Esta es la actuación responsable, lo que ahora toca hacer. Pero también es verdad que será necesario enmarcar estas actuaciones dentro de un plan de medio plazo que garantice la sostenibilidad de las cuentas públicas. Esto es clave para retener la confianza de los compradores de la deuda pública y para recuperar un margen de maniobra fiscal que será necesario el día que llegue una nueva crisis. Será necesario revisar el sistema tributario y hacerlo más eficiente, sobre todo simplificándolo, pero también existe un amplio margen para reducir la economía sumergida y la evasión fiscal, y para mejorar la eficiencia del gasto público. Aunque puede ser necesaria una subida transitoria de determinados impuestos, sería preferible esperar a que la recuperación esté bien encarrilada, quizás a mediados del año próximo, antes de llevarla a cabo.

Por último, la situación que vivimos requiere impulsar el proyecto europeo y, en particular, las instituciones de estabilización fiscal necesarias para contrarrestar grandes choques como el que vivimos. El plan de recuperación propuesto por la Comisión Europea es un gran paso en esta dirección y esperemos que se pueda concretar este mes de julio. Para sacarlo adelante puede ser necesario ligar los desembolsos a cierta condicionalidad, algo que nadie debería temer ni tampoco estigmatizar. Al fin y al cabo, dicha condicionalidad, si está bien definida, debería servir para reducir las vulnerabilidades de los distintos países, potenciar su capacidad de crecimiento y promover la cohesión social, tres principios a los que nadie puede renunciar.

Enric Fernández
Economista jefe
30 de junio de 2020

Cronología

MARZO 2020

3 La Fed reduce sus tipos de interés de referencia en 50 p. b., hasta el intervalo 1,00%-1,25%.
11 La Organización Mundial de la Salud declara la pandemia por la COVID-19.
12 El BCE aumenta las compras de activos de 2020 en 120.000 millones de euros, mejora el atractivo de las TLTRO-III, introduce operaciones de liquidez puente (LTRO hasta junio) y flexibiliza requisitos regulatorios.
14 El Gobierno de España implementa el estado de alarma.
15 La Fed reduce sus tipos de interés de referencia en 100 p. b., hasta el intervalo 0,00%-0,25%, y lanza una batería de medidas (compras de *treasuries* y MBS de 500.000 y 200.000 millones de dólares, recorte en 150 p. b. del tipo de la ventana de descuento y eliminación de requerimientos mínimos de reservas).
18 El BCE lanza un programa de compras contra la COVID-19 (PEPP), dotado con 750.000 millones de euros. No está sujeto a límites de emisor/emisión, permite desviaciones temporales de la clave de capital y activos con un abanico de vencimientos más amplio.
El Gobierno de España aprueba medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto de la COVID-19.
23 La Fed anuncia que las compras de *treasuries* y MBS serán ilimitadas y lanza otros programas de compras (deuda corporativa, pagarés, activos respaldados por crédito al consumo, etc.).

ABRIL 2020

9 El Eurogrupo acuerda un paquete de 540.000 millones de euros de ayudas en forma de préstamos para ayudar a combatir la COVID-19.
12 La OPEP y sus aliados alcanzan un nuevo acuerdo de recortes de la producción de crudo hasta principios de 2022.
30 El BCE refuerza la abundancia de liquidez con mejoras en las TLTRO-III y el lanzamiento de inyecciones extraordinarias contra la pandemia (PELTRO).

MAYO 2020

5 El Tribunal Constitucional de Alemania dictamina que el PSPP (programa de compras de deuda pública que el BCE viene implementando desde 2015) no tiene debidamente en cuenta el principio de proporcionalidad y pide un análisis de sus costes y beneficios antes de tres meses.
27 La Comisión Europea propone un plan de recuperación en el que destaca un fondo de 750.000 millones de euros financiado con emisión de deuda por parte de la propia Comisión y en el que 500.000 euros se distribuirían entre los países de la UE en forma de transferencias (no reembolsables).

JUNIO 2020

4 El BCE amplía la dotación del programa de compras contra la COVID-19 (PEPP) en 600.000 millones de euros (hasta los 1,35 billones), alarga su duración hasta mediados de 2021 y anuncia un programa de reinversiones para el PEPP hasta finales de 2022.
21 El Gobierno de España finaliza el estado de alarma.

Agenda

JULIO 2020

1 Portugal: empleo y desempleo (mayo).
2 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (junio).
9 Portugal: estadística coyuntural de la inversión (1S).
10 Portugal: comercio internacional (mayo).
15 España: cuentas financieras (1T).
Portugal: actividad turística (mayo).
16 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
17 Portugal: indicador coincidente de actividad (junio).
Portugal: *rating* Moody's.
22 España: créditos, depósitos y tasa de morosidad (mayo).
28 España: encuesta de población activa (2T).
28-29 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
30 España: avance del IPC (julio).
España: ejecución presupuestaria del Estado (junio).
Eurozona: índice de sentimiento económico (julio).
EE. UU.: PIB (2T).
31 España: avance del PIB (2T).
Eurozona: PIB (2T).

AGOSTO 2020

4 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (julio).
5 Portugal: empleo (2T).
6 Portugal: tasa de morosidad (1T).
7 España: producción industrial (junio).
10 Portugal: cifra de negocios en la industria y servicios (junio).
14 Portugal: avance del PIB (2T).
Portugal: actividad turística (junio).
17 Japón: PIB (2T).
21 España: comercio exterior (junio).
España: créditos, depósitos y morosidad (junio).
28 Eurozona: índice de sentimiento económico (agosto).
31 España: avance del IPC (agosto).

Reactivación económica incompleta

Una vez más, nos vemos obligados a ajustar de manera significativa el escenario de previsiones. No lo hacemos porque la respuesta de política económica no esté a la altura de las circunstancias. De hecho, en la mayoría de los países, tanto desde el flanco monetario como fiscal, se están tomando medidas contundentes, rápidas y efectivas para amortiguar el impacto de la crisis económica. Y confiamos que así seguirá siendo en los próximos trimestres. Durante el último mes, los principales bancos centrales se han mantenido muy activos, ajustando o ampliando los paquetes de medidas que han ido poniendo en marcha desde el estallido de la crisis. En el flanco fiscal, las últimas noticias también son positivas. Cada vez parece más probable que se acabe aprobando el plan de recuperación propuesto por la Comisión Europea. Sería una gran noticia, por el refuerzo de las medidas de estímulo de la demanda y de mejora de la capacidad productiva que conllevaría y por la mejora de la arquitectura institucional europea que podría comportar a medio plazo.

También los indicadores de actividad económica que se han ido publicando durante el último mes han inyectado algo de optimismo. Tras unos meses de hibernación, empezamos a observar un notable rebote de la actividad en la mayoría de los países a medida que se relajan las medidas de confinamiento y las restricciones a la movilidad.

Sin embargo, todo apunta a que la caída del PIB del segundo trimestre habrá sido superior a la que contemplaba nuestro escenario de previsiones. El rebote de los indicadores es pronunciado, pero el punto de partida era muy bajo, y la mayoría de ellos aún se mantienen lejos de los niveles previos a la crisis. Las diferencias entre países son notables, en función de la dureza de las medidas de confinamiento que se aplicaron y la afectación de la pandemia, la estructura productiva y la respuesta de política económica. Pero la caída del PIB será generalizada y fortísima. Histórica.

Además, cuando miramos hacia el futuro, la incertidumbre sigue siendo muy elevada, en gran medida porque es muy difícil anticipar el comportamiento que tendrá el virus en los próximos meses. Hoy en día, todo apunta a que deberemos convivir con él durante un tiempo, pero confiamos en que no tendremos que recurrir a medidas extremas y generalizadas de confinamiento. Ello debería permitir que, durante la segunda mitad del año, se mantenga el rebote de la actividad que ya empiezan a dibujar los indicadores más recientes. Sin embargo, la confianza no se podrá recuperar plenamente hasta que no dejemos la pandemia definitivamente atrás.

Todo ello nos lleva a trabajar con un escenario de previsiones que contempla una caída de la actividad muy pronunciada en 2020. A nivel global, esperamos que el retroceso del PIB supere el 4% este año. En la eurozona, muy condicionada por la fuerte caída que probablemente experimentará el PIB del segundo trimestre debido a las severas medidas de confinamiento que se tomaron en la mayoría de los países, esperamos que el retroceso se sitúe alrededor del 10%. En cambio, en EE. UU., donde las medidas de confinamiento han sido menos restrictivas, y las medidas de política económica muy contundentes, esperamos un descenso de alrededor del 6%. Más allá de las diferencias en la caída del PIB en 2020, la recuperación se espera que sea gradual y que en la mayoría de los países no se alcancen los niveles previos a la crisis hasta finales de 2022 o 2023.

La economía española acusará de forma especial las severas medidas de confinamiento que tuvo que aplicar y la caída del PIB podría situarse cerca del 20% intertrimestral en el 2T 2020. Además, el elevado peso del turismo, un sector especialmente vulnerable a las restricciones a la movilidad, hará que la recuperación sea algo más lenta. Concretamente, prevemos que el PIB retroceda entre un 13% y un 15% en 2020 y que la tasa de paro se acerque al 20%. En 2021, esperamos que la recuperación tome fuerza y que el PIB crezca más de un 10%, pero probablemente tendremos que esperar hasta 2023 para recuperar los niveles de actividad previos a la crisis. Finalmente, es previsible que el esfuerzo fiscal necesario para proteger el tejido productivo y las familias conlleve un deterioro muy acusado de las cuentas públicas: el déficit público probablemente se acercará al 14% del PIB este año, y la deuda pública podría superar el 120%.

Realizar previsiones en un contexto tan incierto es muy difícil. En función de la evolución de la pandemia, la caída del PIB podría ser inferior este año o la recuperación del año que viene algo más rápida. Las cifras pueden acabar siendo distintas. Pero, desafortunadamente, parece poco probable que los calificativos utilizados para describir el escenario vayan a cambiar.

Oriol Aspachs
Director de Estudios

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

Mercados financieros

	Promedio 2000–2007	Promedio 2008–2016	2017	2018	2019	2020	2021
TIPOS DE INTERÉS							
Dólar							
Fed funds (límite superior)	3,43	0,48	1,50	2,50	1,75	0,25	0,25
Líbor 3 meses	3,62	0,70	1,61	2,79	1,91	0,40	0,40
Líbor 12 meses	3,86	1,20	2,05	3,08	1,97	0,80	0,90
Deuda pública 2 años	3,70	0,73	1,84	2,68	1,63	0,40	0,50
Deuda pública 10 años	4,70	2,61	2,41	2,83	1,86	0,95	1,10
Euro							
Depo BCE	2,05	0,40	–0,40	–0,40	–0,50	–0,50	–0,50
Refi BCE	3,05	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eonia	3,12	0,65	–0,34	–0,36	–0,46	–0,45	–0,45
Euríbor 1 mes	3,18	0,79	–0,37	–0,37	–0,45	–0,43	–0,43
Euríbor 3 meses	3,24	0,98	–0,33	–0,31	–0,40	–0,40	–0,40
Euríbor 6 meses	3,29	1,14	–0,27	–0,24	–0,34	–0,33	–0,33
Euríbor 12 meses	3,40	1,34	–0,19	–0,13	–0,26	–0,25	–0,25
Alemania							
Deuda pública 2 años	3,41	0,69	–0,69	–0,60	–0,63	–0,60	–0,50
Deuda pública 10 años	4,30	1,98	0,35	0,25	–0,27	–0,30	–0,15
España							
Deuda pública 3 años	3,62	2,30	–0,04	–0,02	–0,36	0,09	0,21
Deuda pública 5 años	3,91	2,85	0,31	0,36	–0,09	0,28	0,37
Deuda pública 10 años	4,42	3,82	1,46	1,42	0,44	0,70	0,65
Prima de riesgo	11	184	110	117	71	100	80
Portugal							
Deuda pública 3 años	3,68	4,42	–0,05	–0,18	–0,34	0,22	0,32
Deuda pública 5 años	3,96	5,03	0,46	0,47	–0,12	0,48	0,53
Deuda pública 10 años	4,49	5,60	1,84	1,72	0,40	0,75	0,75
Prima de riesgo	19	362	149	147	67	105	90
TIPO DE CAMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,31	1,18	1,14	1,11	1,15	1,18
EUR/JPY (yenes por euro)	129,50	126,36	133,70	127,89	121,40	123,25	126,26
USD/JPY (yenes por dólar)	115,34	97,50	113,02	112,38	109,25	107,18	107,00
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,83	0,88	0,90	0,85	0,91	0,91
USD/GBP (libras por dólar)	0,59	0,63	0,75	0,79	0,76	0,79	0,77
PETRÓLEO							
Brent ($/barril)	42,3	85,6	64,1	57,7	65,2	42,0	55,0
Brent (euros/barril)	36,4	64,8	54,2	50,7	58,6	36,5	46,6

Previsiones

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

Economía internacional

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021
CRECIMIENTO DEL PIB							
Mundial	4,5	3,4	3,9	3,6	2,9	–4,2	6,1
Países desarrollados	*2,7*	*1,2*	*2,5*	*2,2*	*1,7*	*–7,6*	*6,3*
Estados Unidos	2,7	1,4	2,4	2,9	2,3	–6,1	5,1
Eurozona	2,2	0,4	2,7	1,9	1,2	–10,4	8,4
Alemania	1,6	1,1	2,8	1,6	0,6	–7,3	5,9
Francia	2,2	0,6	2,4	1,7	1,2	–12,9	9,6
Italia	1,5	–0,7	1,8	0,7	0,3	–14,0	10,0
Portugal	1,5	–0,3	3,5	2,6	2,2	–12,0	8,2
España	3,7	0,0	2,9	2,4	2,0	–14,0	10,5
Japón	1,5	0,4	2,2	0,3	0,7	–6,9	3,3
Reino Unido	2,9	1,1	1,9	1,3	1,4	–12,0	8,0
Países emergentes y en desarrollo	*6,5*	*5,2*	*4,8*	*4,5*	*3,7*	*–2,1*	*6,0*
China	10,5	8,4	6,9	6,6	6,1	1,0	9,3
India	9,7	6,9	6,6	6,8	4,9	–4,5	5,0
Indonesia	5,5	5,7	5,1	5,2	5,0	–1,0	4,0
Brasil	3,6	1,7	1,3	1,3	1,1	–4,5	1,9
México	2,4	2,0	2,1	2,2	–0,3	–8,5	2,6
Chile	5,0	3,3	1,2	4,0	1,1	–4,7	3,5
Rusia	7,2	0,9	1,8	2,5	1,3	–6,3	2,5
Turquía	5,4	4,8	7,5	2,8	0,9	–5,3	3,3
Polonia	4,0	3,2	4,9	5,2	4,1	–4,6	4,2
Sudáfrica	4,4	1,8	1,4	0,8	0,2	–5,4	0,4
INFLACIÓN							
Mundial	4,2	3,8	3,2	3,6	3,6	2,8	3,5
Países desarrollados	*2,1*	*1,5*	*1,7*	*2,0*	*1,4*	*0,7*	*1,7*
Estados Unidos	2,8	1,6	2,1	2,4	1,8	0,7	1,9
Eurozona	2,1	1,4	1,5	1,8	1,2	0,9	1,8
Alemania	1,7	1,3	1,7	1,9	1,4	1,0	1,9
Francia	1,8	1,2	1,2	2,1	1,3	1,1	1,9
Italia	1,9	1,5	1,3	1,2	0,6	0,5	1,6
Portugal	3,0	1,2	1,4	1,0	0,3	–0,5	1,1
España	3,2	1,3	2,0	1,7	0,7	–0,5	1,5
Japón	–0,3	0,3	0,5	1,0	0,5	–0,1	0,5
Reino Unido	1,9	2,3	2,7	2,5	1,8	1,4	2,2
Países emergentes	*6,7*	*5,8*	*4,3*	*4,8*	*5,0*	*4,2*	*4,6*
China	1,7	2,6	1,6	2,1	2,9	2,4	2,6
India	4,5	8,5	3,3	3,9	3,7	2,5	3,5
Indonesia	8,4	5,7	3,8	3,3	2,8	2,0	4,4
Brasil	7,3	6,4	3,5	3,7	3,7	3,0	3,5
México	5,2	3,9	6,0	4,9	3,6	2,0	2,5
Chile	3,1	3,5	2,2	2,7	2,3	2,9	3,1
Rusia	14,2	9,3	3,7	2,9	4,5	2,6	3,3
Turquía	27,2	8,1	11,1	16,2	15,5	8,5	9,8
Polonia	3,5	2,1	1,6	1,2	2,1	2,8	2,7
Sudáfrica	5,3	6,2	5,3	4,6	4,1	3,9	4,2

Previsiones

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

Economía española

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	3,6	–0,6	3,0	1,8	1,1	–12,7	8,5
Consumo de las AA. PP.	5,0	0,8	1,0	1,9	2,3	5,2	2,4
Formación bruta de capital fijo	5,6	–3,8	5,9	5,3	1,8	–31,1	25,5
Bienes de equipo	4,9	–1,6	8,5	5,7	2,6	–32,2	25,5
Construcción	5,7	–6,5	5,9	6,6	0,8	–32,5	25,6
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,5	–1,2	3,1	2,6	1,5	–12,5	9,7
Exportación de bienes y servicios	4,7	2,8	5,6	2,2	2,6	–24,0	17,6
Importación de bienes y servicios	7,0	–1,1	6,6	3,3	1,2	–21,2	15,6
Producto interior bruto	**3,7**	**0,0**	**2,9**	**2,4**	**2,0**	**–14,0**	**10,5**
Otras variables							
Empleo	3,2	–1,5	2,8	2,5	2,3	–6,4	0,8
Tasa de paro (% pobl. activa)	10,5	20,8	17,2	15,3	14,1	19,3	19,5
Índice de precios de consumo	3,2	1,3	2,0	1,7	0,7	–0,5	1,5
Costes laborales unitarios	3,0	0,1	0,7	1,2	2,3	10,5	–7,9
Saldo op. corrientes (% PIB)	–5,9	–1,1	2,7	1,9	2,0	1,6	2,1
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	–5,2	–0,7	2,9	2,4	2,4	1,8	2,3
Saldo público (% PIB) [1]	0,4	–7,1	–3,0	–2,5	–2,8	–13,6	–7,6

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

Previsiones

Economía portuguesa

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	1,7	–0,2	2,1	2,9	2,2	–10,6	9,2
Consumo de las AA. PP.	2,3	–0,7	0,2	0,9	1,1	3,8	–1,6
Formación bruta de capital fijo	–0,3	–3,5	11,5	5,8	6,6	–25,7	9,7
Bienes de equipo	1,2	–0,1	12,5	7,5	3,6		
Construcción	–1,5	–6,2	12,2	4,6	9,0		
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	–1,0	3,3	3,1	2,8	–11,2	7,5
Exportación de bienes y servicios	5,2	3,5	8,4	4,5	3,7	–33,7	51,1
Importación de bienes y servicios	3,6	1,6	8,1	5,8	5,3	–32,4	46,0
Producto interior bruto	**1,5**	**–0,3**	**3,5**	**2,6**	**2,2**	**–12,0**	**8,2**
Otras variables							
Empleo	0,4	–1,1	3,3	2,3	1,0	–6,4	1,4
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,1	12,2	8,9	7,0	6,5	11,6	10,5
Índice de precios de consumo	3,0	1,2	1,4	1,0	0,3	–0,5	1,1
Saldo op. corrientes (% PIB)	–9,2	–4,1	1,2	0,4	–0,1	–0,3	–0,1
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	–7,7	–2,7	2,1	1,4	0,9	0,8	1,0
Saldo público (% PIB)	–4,6	–6,4	–3,0	–0,4	0,2	–11,8	–6,2

Previsiones

Pese a las dudas, los mercados financieros continúan recuperándose

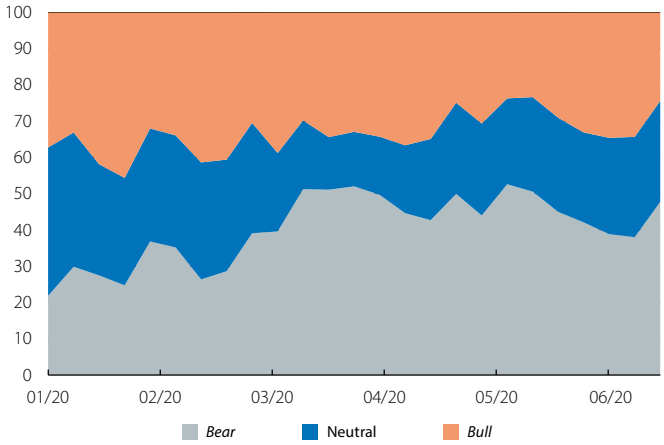
Los inversores se debaten entre rebote o rebrote. Atrás quedan las semanas de marzo en las que la paralización de la mayoría de las economías mundiales por la COVID-19 y unas grandes dosis de incertidumbre entre los inversores generaron el mayor desplome de los mercados financieros en varias décadas. Desde entonces, los potentes estímulos monetarios y fiscales de los bancos centrales y los gobiernos, así como la paulatina reducción de las medidas de distanciamiento social, fueron progresivamente alimentando el ánimo de los inversores y favorecieron la revalorización de los activos de riesgo, como las bolsas, la deuda corporativa de grado especulativo y las materias primas. Sin embargo, después de estas fases de estabilización y restablecimiento del sentimiento, en las últimas semanas los inversores se han mostrado más cautelosos. En junio, los mercados también mantuvieron un tono positivo, pero el apetito por el riesgo ya mostró algo más de contención, puesto que los datos económicos han ido confirmando que la caída de la actividad en los últimos meses ha sido muy abrupta y las proyecciones siguen apuntando a que la recuperación de la economía será gradual y estará condicionada por posibles nuevos rebrotes (de hecho, en junio ya se vivieron algunas sesiones de volatilidad financiera por el incremento de los contagios, especialmente en EE. UU. y América Latina).

Las bolsas avanzan en un escenario incierto. Desde las intensas cesiones de las bolsas en marzo, la renta variable ha experimentado una contundente revalorización a nivel global (el índice MSCI global registra un alza del 35%), a pesar de que en el cómputo anual se siguen registrando pérdidas. La recuperación de los índices bursátiles se ha producido de manera desigual entre regiones debido, principalmente, a la composición sectorial de cada índice y al distinto recorrido que ofrecían las ratios de valoración de estos. Sin embargo, entre los aspectos comunes que han respaldado las ganancias están la mejora de las expectativas económicas y el amplio abanico de estímulos fiscales y monetarios. El ejemplo más representativo se encuentra en las bolsas estadounidenses y europeas, donde las respuestas contundentes de la Fed y el BCE y la propuesta del Fondo de Recuperación de la UE favorecieron en junio el apetito por el riesgo de los inversores (Eurostoxx 50 +6,0%, S&P 500 +1,8% y Nasdaq +6,0%). Sin embargo, este dinamismo en las cotizaciones no estuvo exento de volatilidad. Fueron diversas las sesiones en las que el aumento de los contagios de la COVID-19 y la cautela de las instituciones sobre el ritmo de recuperación de la economía arrastraron los índices bursátiles a la baja.

El precio del crudo se aleja de sus mínimos. Otro activo que evolucionó de forma muy similar es el petróleo. En junio, el precio del barril de Brent siguió ascendiendo y llegó a superar los 43 dólares, nivel no visto desde inicios de marzo. Esta escalada se debió a la aceleración gradual de la demanda de carburantes (vinculada a la restauración de la actividad en la mayoría de los países y a la mejora del sentimiento de los inversores) y a la continuidad del descenso de la oferta de la OPEP y sus aliados. Precisamente este factor ganó peso tras la extensión del acuerdo de recortes en la producción de 9,7 millones de barriles dia-

EE. UU.: sentimiento del mercado

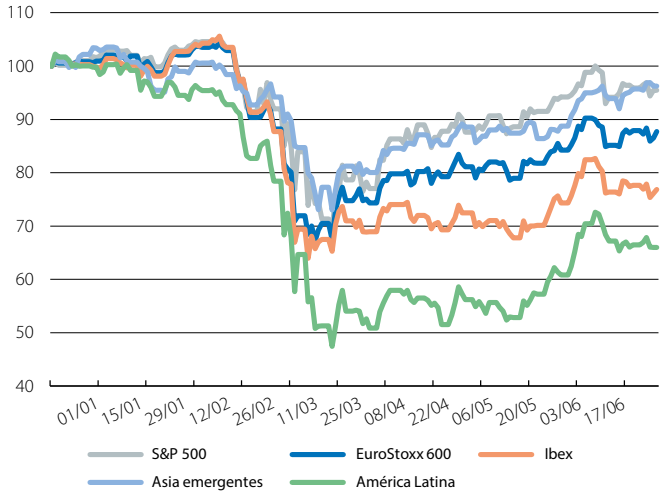
(%)



Nota: *Porcentaje de inversores que responden a la encuesta de American Association of Individual Investors sobre su sentimiento: optimista (bull), pesimista (bear) o neutral.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Principales bolsas internacionales

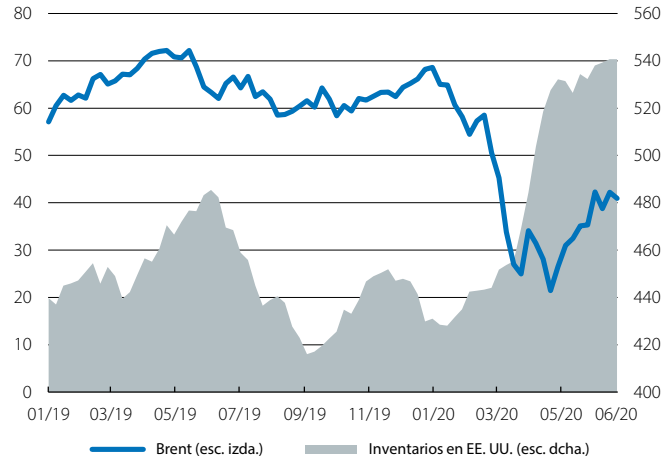
Índice (100 = enero 2020)



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

Petróleo: precio del barril de Brent e inventarios de crudo en EE. UU.

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



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

rios hasta finales de julio (inicialmente estaba previsto que empezaran a relajarse a principios de julio) y una postura más contundente del cártel contra el incumplimiento de las cuotas de producción de sus miembros. Por su parte, el precio del barril de WTI (West Texas Intermediate, el crudo de referencia en EE. UU., que en los meses anteriores llegó a cotizar puntualmente precios negativos) también se vio favorecido por la interrupción de la actividad de varios pozos de extracción de *shale* y ascendió hasta los 38 dólares.

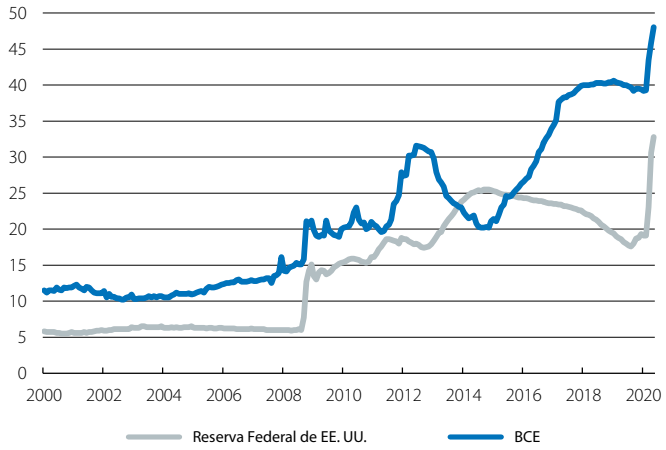
El BCE redobla los esfuerzos para combatir la COVID-19. En su última reunión de junio, la entidad presentó una visión más sombría del escenario económico (estima que el PIB de la eurozona caerá cerca de un 9% en 2020, aunque también baraja un escenario más severo en el que podría llegar a caer un 12,6%), a pesar de las muestras de incipiente recuperación de algunos indicadores de actividad. Por ello, y con el fin de intentar aminorar las tensiones financieras y económicas que puedan desprenderse de un escenario tan incierto, el BCE anunció importantes medidas: i) el aumento del programa de compras de activos por la pandemia (el llamado PEPP) en 600.000 millones de euros, que se sumarán a los 750.000 anunciados en marzo, ii) la extensión de la duración del PEPP hasta, al menos, junio de 2021 y iii) la reinversión del principal de los vencimientos del PEPP hasta finales de 2022. Estas medidas se sumaron a otros programas de compras de activos ya existentes y a la continuidad de los tipos de interés oficiales en mínimos históricos. Asimismo, las inyecciones de liquidez alcanzaron un máximo histórico en junio, con una demanda de la TLTRO de junio que se elevó hasta los 1,3 billones de euros (un incremento neto de la liquidez de 548.000 millones de euros una vez descontada la parte que corresponde a refinanciación de operaciones anteriores).

Los otros grandes bancos centrales también amplían las medidas acomodaticias. Al igual que el BCE, otros bancos centrales adoptaron nuevas medidas para hacer frente al escenario económico adverso provocado por la pandemia. De una parte, la Fed facilitó el acceso a algunos de los programas destinados a apoyar el crédito a las empresas y dejó entrever la posibilidad de controlar la curva de tipos soberanos a través de su participación en el mercado de *treasuries*, como ya hace el Banco de Japón. De otra, el Banco de Inglaterra incrementó en 100.000 millones de libras (hasta los 745.000 millones) el total de deuda soberana que pretende adquirir hasta finales de año. Igualmente, en las economías emergentes, el banco central de China redujo el tipo *repo* hasta el 2,35%, y en Brasil los tipos oficiales descendieron a nuevos mínimos históricos (2,25%).

Los tipos de interés de la periferia de la eurozona siguen cediendo. En junio, las actuaciones del BCE a través del PEPP y de la cuarta subasta de TLTRO siguieron favoreciendo el descenso de los tipos de interés a largo plazo de la deuda de la periferia hasta los niveles previos a la propagación de la COVID-19. En ese sentido, también ayudaron el optimismo de los inversores sobre el fondo de reconstrucción de la UE y la confirmación del *rating* de España por Fitch (en A–). Por su parte, las curvas de la deuda de menor riesgo, como la de EE. UU. y la de Alemania, se mantuvieron relativamente estables ante el aumento de la incertidumbre sobre el escenario económico en la recta final del mes. En este contexto, el dólar estadounidense se debilitó frente a la mayoría de las divisas avanzadas y el euro se situó por encima de los 1,12 dólares.

Balance de los bancos centrales como porcentaje del PIB

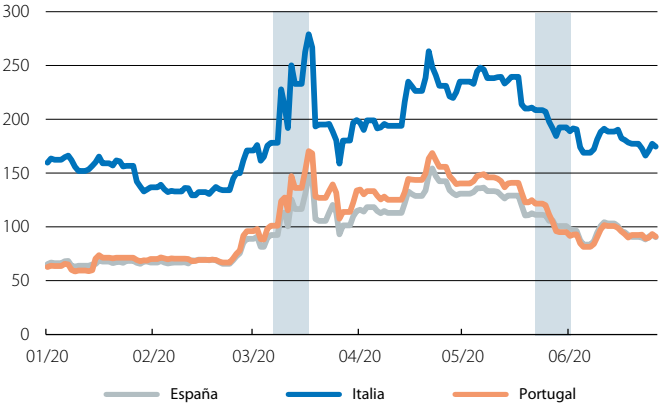
(%)



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

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

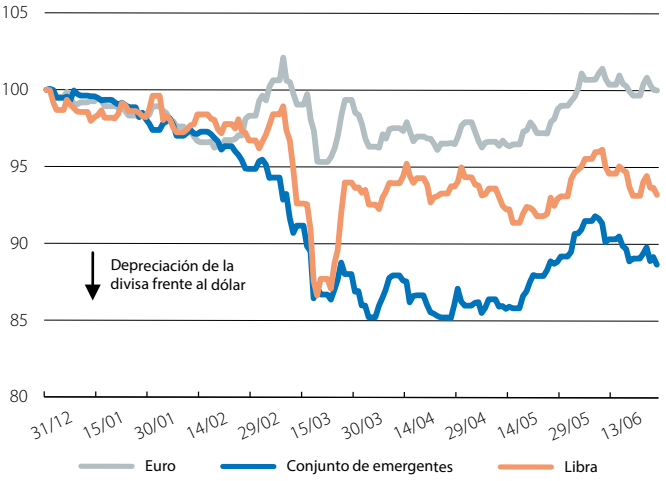
(p. b.)



Nota: *Las zonas sombreadas indican, de izquierda a derecha, la propagación de la COVID-19 en marzo y la propuesta del Fondo de Reconstrucción de la UE en mayo.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Divisas internacionales frente al dólar

Índice (100 = enero 2020)



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

Tipos de interés (%)

	30-jun.	31-may.	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	**–0,42**	–0,31	–12	–3,9	–7,6
Euríbor 12 meses	**–0,23**	–0,09	–14	2,4	–0,8
Deuda pública a 1 año (Alemania)	**–0,55**	–0,57	2	9,0	12,4
Deuda pública a 2 años (Alemania)	**–0,69**	–0,66	–3	–8,6	7,0
Deuda pública a 10 años (Alemania)	**–0,45**	–0,45	–1	–26,9	–9,7
Deuda pública a 10 años (España)	**0,47**	0,56	–10	–0,1	13,1
Deuda pública a 10 años (Portugal)	**0,48**	0,50	–3	3,4	6,3
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	**0,25**	0,25	0	–150,0	–225,0
Líbor 3 meses	**0,30**	0,34	–5	–161,2	–203,6
Líbor 12 meses	**0,56**	0,67	–12	–144,0	–164,6
Deuda pública a 1 año	**0,15**	0,16	–1	–141,6	–178,1
Deuda pública a 2 años	**0,15**	0,16	–1	–142,1	–163,9
Deuda pública a 10 años	**0,66**	0,65	0	–126,1	–136,8

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

	30-jun.	31-may.	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2020 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	**67**	72	–5	23,0	16,1
Itraxx Financiero Sénior	**80**	85	–6	27,9	17,5
Itraxx Financiero Subordinado	**167**	181	–14	53,1	39,1

Tipos de cambio

	30-jun.	31-may.	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2020 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	**1,123**	1,110	1,2	0,2	–0,5
EUR/JPY (yenes por euro)	**121,240**	119,770	1,2	–0,4	–0,9
EUR/GBP (libras por euro)	**0,906**	0,899	0,7	7,1	1,5
USD/JPY (yenes por dólar)	**107,930**	107,830	0,1	–0,6	–0,5

Materias primas

	30-jun.	31-may.	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2020 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	**360,1**	367,1	–1,9	–10,3	–11,3
Brent ($/barril)	**41,2**	35,3	16,5	–37,7	–36,8
Oro ($/onza)	**1.781,0**	1.730,3	2,9	17,4	28,7

Renta variable

	30-jun.	31-may.	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2020 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	**3.100,3**	3.044,3	1,8	–4,0	4,6
Eurostoxx 50 (eurozona)	**3.234,1**	3.050,2	6,0	–13,6	–7,5
Ibex 35 (España)	**7.231,4**	7.096,5	1,9	–24,3	–21,9
PSI 20 (Portugal)	**4.390,3**	4.330,7	1,4	–15,8	–15,4
Nikkei 225 (Japón)	**22.288,1**	21.877,9	1,9	–5,8	2,6
MSCI emergentes	**995,1**	930,4	7,0	–10,7	–6,5

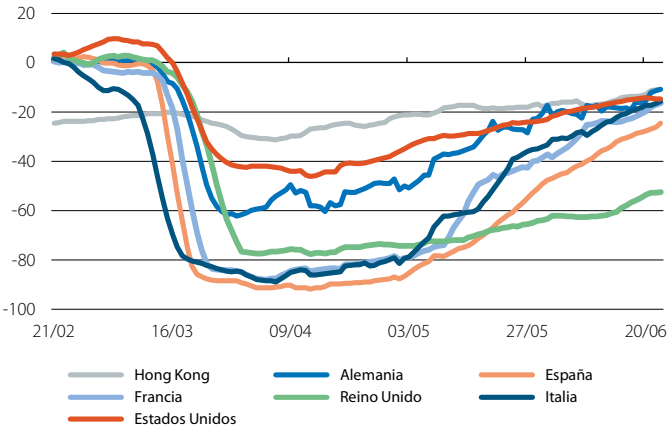
Un pasito para adelante y otro para atrás: la economía mundial en fase de desescalada, pero la sombra de la COVID-19 es alargada

Un segundo trimestre aciago con algunas rendijas de luz al final. Las principales economías han mejorado sus datos macroeconómicos en mayo y junio, a medida que se han relajado buena parte de las medidas de confinamiento, tras el inusitado desplome del mes de abril. Sin embargo, la economía partía en mayo de un nivel tan bajo que esta progresión solamente servirá para mitigar ligeramente unas caídas del PIB que se prevén históricas y generalizadas en el 2T (con la salvedad de China). Así, los indicadores de actividad apuntan a caídas del PIB del 2T en la eurozona y en EE. UU. en torno al 20% y el 10%, respectivamente. La recuperación será gradual pero incompleta en lo que resta de año, ya que será necesario ir modulando de forma recurrente el grado de severidad de las medidas de distanciamiento –que difícilmente desaparecerán– en función de los rebrotes del SARS-CoV-2 que se vayan produciendo. La reciente reimplantación de algunas medidas de contención bastante restrictivas en el área metropolitana de Lisboa o en Texas ante los rebrotes es un ejemplo ilustrativo de esta nueva realidad. Las medidas no podrán en general levantarse completamente hasta que se descubra una vacuna o tratamiento efectivo. Así, incluso si la respuesta económica para contrarrestar la pandemia es lo suficientemente enérgica (como lo está siendo por parte del BCE y de la Fed), la incertidumbre en torno al virus continuará condicionando la capacidad productiva de la economía. Este diagnóstico es compartido por el FMI, que en su actualización de junio ha empeorado su pronóstico para la economía mundial. El Fondo predice ahora una caída del PIB global del 4,9% (frente al –3,0% en sus previsiones de primavera) en 2020, y una recuperación más gradual en 2021 (+5,4% frente al +5,8 anterior). Estas previsiones son similares a las de CaixaBank, que tras una revisión a la baja sustancial en las economías europeas prevé ahora una caída del PIB mundial del 4,2% y un repunte del 6,1% en 2021.

En Europa, las espadas por todo lo alto para negociar el plan de recuperación. Las negociaciones para aprobar este plan presentado por la Comisión Europea a finales de mayo ya han empezado. Recordemos que la Comisión Europea propuso un plan de recuperación que incluiría un fondo de unos 750.000 millones de euros (5,4% del PIB de la UE), de los cuales 500.000 millones de euros se desembolsarían en forma de transferencias, mientras que 250.000 euros serían en forma de préstamos. Las negociaciones serán arduas y se trata de un proceso sinuoso y con varias etapas: una vez haya un acuerdo político entre los Estados miembros, tendrá que ser aprobado por el Parlamento europeo y, finalmente, por los parlamentos estatales. El plan es relativamente cuantioso en términos macroeco-

Movilidad de la población cerca de comercios

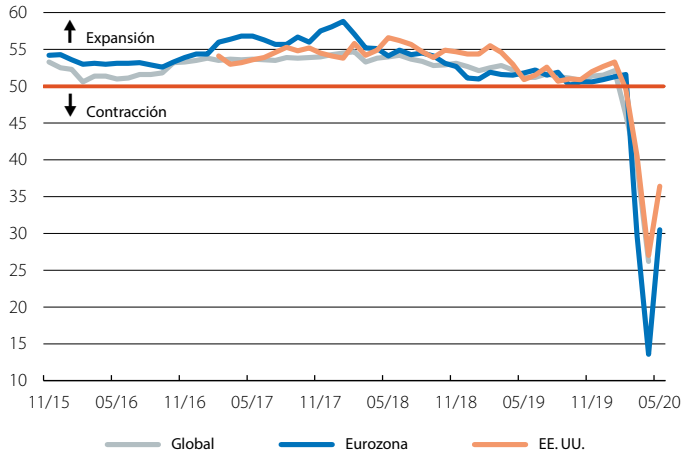
*Variación con respecto al nivel base * (%)*



Notas: *Datos en promedio 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.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de Google Mobility Report.*

PMI compuesto

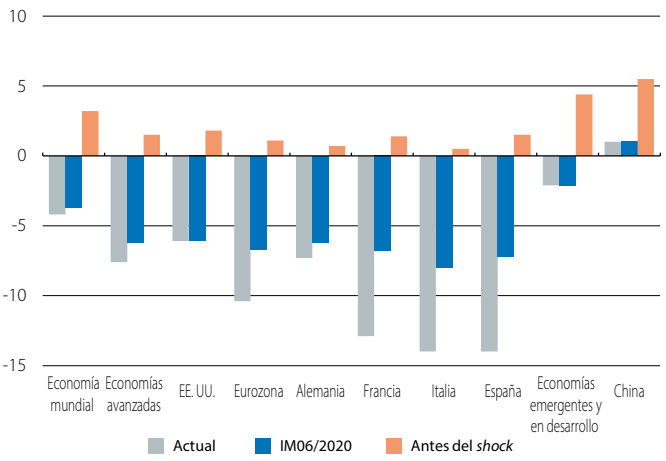
Nivel



Nota: *Los datos de mayo para la eurozona y EE. UU. corresponden al Flash PMI.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de IHS Markit.*

Previsiones de crecimiento en 2020 de CaixaBank Research

(%)



Fuente: *CaixaBank Research.*

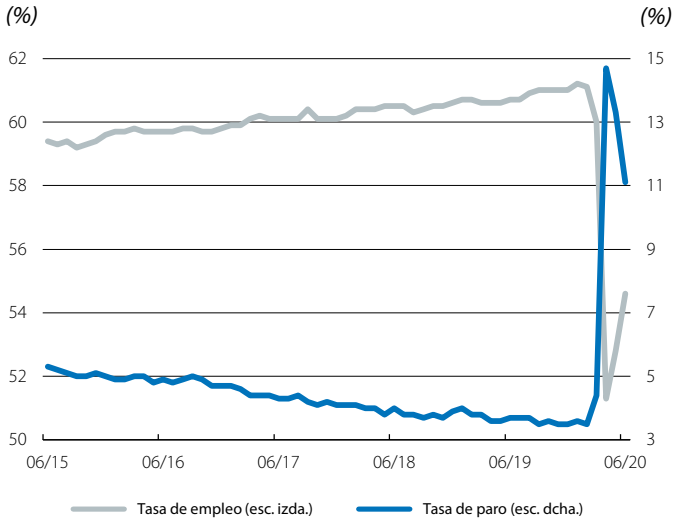
nómicos y un primer paso muy alentador hacia una Europa en realidad federal, especialmente si se aprueban nuevos impuestos (verdes, digitales...) a nivel europeo. Dados los importantes apoyos con los que cuenta (está muy inspirado en una propuesta franco-alemana), cabe esperar que se apruebe una versión razonablemente parecida a esta propuesta inicial, aunque los dos grandes caballos de batalla serán la cantidad final de transferencias frente a préstamos (podría sufrir modificaciones) y el grado de condicionalidad para recibir los fondos.

ECONOMÍAS AVANZADAS

Importante revisión a la baja de las perspectivas macroeconómicas de la eurozona. Los indicadores de actividad de la eurozona en el 2T apuntan a una caída intertrimestral del PIB en dicho trimestre en torno al 20%. Ello, junto con las perspectivas de una recuperación de la economía gradual pero incompleta en la segunda mitad del año, nos ha llevado a una sustancial revisión a la baja del crecimiento (de 3,7 p. p.) de la eurozona en 2020 hasta el –10,4%. La revisión ha sido generalizada por países: hasta el –7,3% en Alemania (antes –6,2%), –12,9% en Francia (antes –6,8%) y hasta el –14,0% en Italia (antes –8,0%). Así, aquellas economías con un menor margen fiscal y donde la pandemia ha sido más intensa, como España e Italia, se verán sensiblemente más afectadas que economías como la de Alemania (tras su último paquete fiscal, que incluye medidas como una bajada temporal del IVA o un límite en las cotizaciones sociales, el conjunto de las ayudas directas anunciadas ya representan algo más de un 13% del PIB). De cara a 2021, el rebote será importante pero gradual y la eurozona difícilmente recuperará los niveles precrisis antes de 2023. A pesar de este panorama poco boyante, cabe poner en valor que, al compás de la relajación de las medidas de contención del virus, la actividad ha recuperado algo de fuelle. Sin ir más lejos, el PMI compuesto de la eurozona aumentó hasta los 47,5 puntos en junio tras una recuperación parcial en mayo (31,9). Además, la confianza del consumidor en la eurozona también mejoró en junio por segundo mes consecutivo: aumentó desde –18,8 en mayo hasta –14,7 en junio, una posible indicación de una recuperación del consumo en la segunda mitad del trimestre.

Mejora del mercado laboral estadounidense, aunque el SARS-CoV-2 no da tregua. Por un lado, el PMI compuesto de EE. UU. se emplazó en junio en los 46,8 puntos, una mejora respecto a mayo (37,0), aunque sigue situándose por debajo de los 50 puntos que delimitan la recesión de la expansión. Por otro lado, los indicadores del mercado laboral fueron positivos en junio, con la creación de 4,8 millones de puestos de trabajo, mejorando el ya esperanzador dato de mayo (+2,5 millones de puestos). Aun así, cabe recordar que en marzo y abril se destruyeron 1,4 y 20,7 millones de empleos, respectivamente. Con estos datos, la tasa de paro bajó hasta el 11,1% (–3,6 p. p. respecto a abril). Sin embargo, estos brotes verdes se podrían truncar si el repunte de personas infectadas por la COVID-19 en junio, especialmente agudo en los Estados del

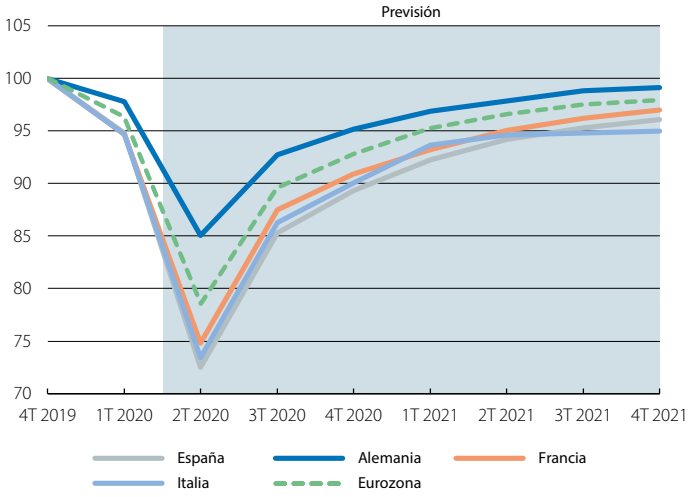
EE. UU.: mercado laboral



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

Eurozona: PIB

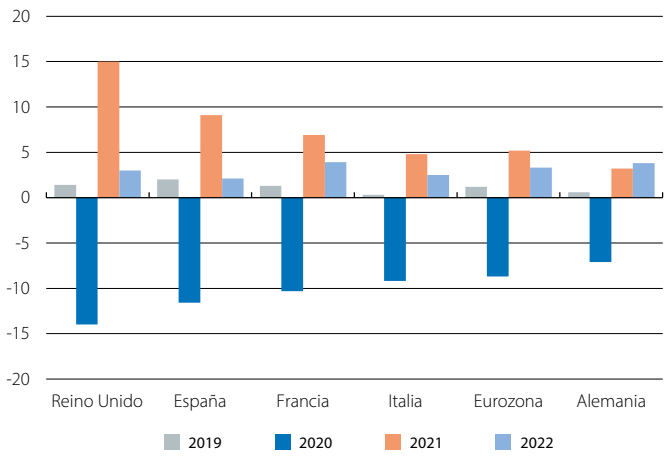
Índice (100 = 4T 2019)



Fuente: *CaixaBank Research.*

Escenario central de previsión del PIB de los bancos centrales

(%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y oficinas nacionales de estadística.*

sur y del oeste del país, obliga a endurecer las medidas de contención del virus.

Sombrías perspectivas económicas para el Reino Unido, donde la espada de Damocles del *brexit* sigue presente. Según estimaciones oficiales, el PIB cayó un 20,4% en abril con relación a marzo (–5,8% en marzo), la mayor caída de la serie desde su creación en 1997. Esta estimación para el mes de abril apunta a un descenso sin precedentes de la actividad en el 2T. En cuanto al *brexit*, continuará siendo un foco de incertidumbre en lo que queda de año: el Gobierno británico ha decidido no solicitar una extensión del acuerdo de transición que expira a finales de 2020 (la fecha límite era el 1 de julio). De esta forma, el Gobierno británico buscará un acuerdo comercial de mínimos antes de que acabe el año, o varios acuerdos sectoriales con la UE. Las negociaciones serán a cara de perro, dada la distancia negociadora en temas como el alineamiento regulatorio en materias como la fijación de ayudas estatales o la regulación laboral y medioambiental que la UE considera indispensables. De esta forma, sigue sin poderse descartar la posibilidad de una salida sin acuerdo a principios de 2021.

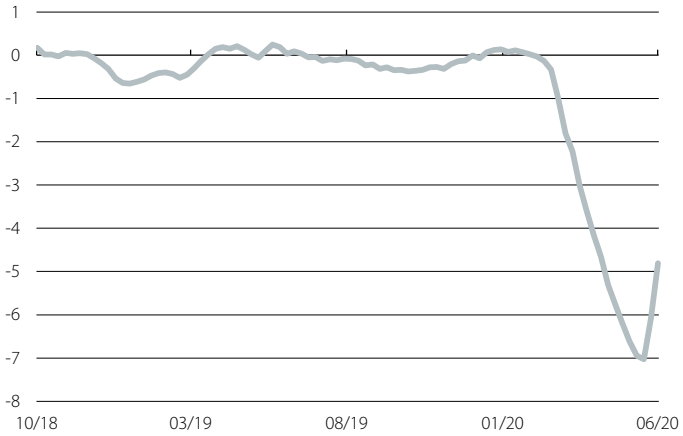
ECONOMÍAS EMERGENTES

La actividad económica mejora en China. En China, la producción industrial avanzó un 4,4% interanual en mayo (3,9% en abril) y las ventas minoristas se contrajeron un 2,8% interanual, mejorando claramente el –7,5% en abril. Además, el índice de servicios que mide la actividad del sector terciario volvió a cotas positivas por primera vez desde que empezó la pandemia, con un crecimiento interanual del 1,0% en mayo (–4,5% en abril). Estos indicadores apuntan a que la actividad de la economía china se va normalizando –en algunos sectores como el inmobiliario, las ventas de coches o las manufacturas, el rebote ha sido fuerte–, aunque de forma paulatina. De cara a los próximos meses, prevemos que la economía suba una marcha, apoyada por los estímulos fiscales y siempre y cuando se logren controlar rebrotes locales del coronavirus, como los ocurridos durante la segunda mitad de junio en Pekín. Finalmente, en el ámbito geopolítico, la promulgación de una ley de seguridad que da más poder a China en Hong Kong podría generar un aumento de la inestabilidad en la isla y un aumento de las tensiones con las economías avanzadas.

Latinoamérica se enfrenta a un contexto difícil. En el resto de las economías emergentes, las perspectivas para el 2T son negativas y el FMI ya ha alertado del impacto de la pandemia sobre el crecimiento económico de Latinoamérica, un continente muy afectado por la COVID-19 por mor de la fragilidad de sus instituciones sanitarias y unas finanzas públicas poco saneadas. En este escenario, según el Fondo, Brasil sufriría en 2020 su mayor recesión en varias décadas y en México la caída sería del 10,5% (similar a nuestra previsión del –8,5%).

Alemania: índice de actividad semanal

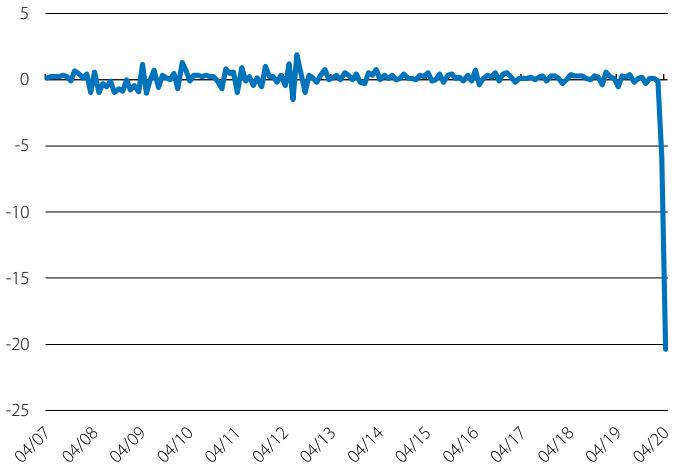
*Variación intertrimestral (%) **



Nota: ** Crecimiento de la actividad económica en las últimas 13 semanas respecto a las 13 semanas previas.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bundesbank.*

Reino Unido: crecimiento del PIB

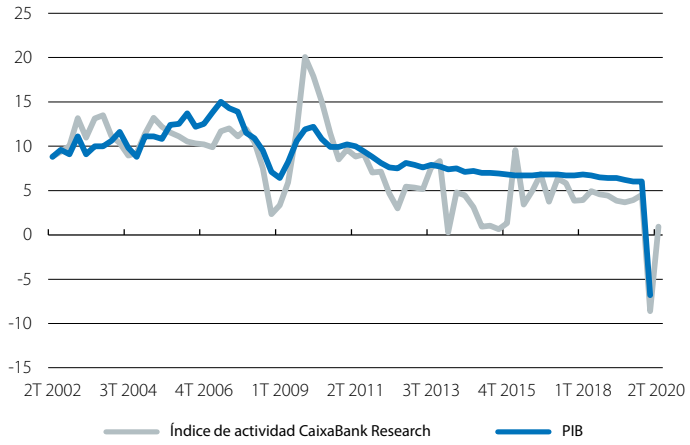
Variación intermensual (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadística del Reino Unido.*

China: índice de actividad versus *PIB oficial*

Variación interanual (%)



Nota: *El crecimiento del índice de actividad del 2T se obtiene a partir de los datos de actividad de abril y mayo.*
Fuente: *CaixaBank Research.*

Ahorros y COVID-19: ¿hasta dónde llegará la fiebre ahorradora de los europeos?

- **El aumento en los volúmenes de depósitos bancarios en las economías europeas apunta a un incremento del ahorro sustancial. Se espera que el «ahorro enjaulado» por el confinamiento se deshaga rápidamente, pero que el ahorro debido a la incertidumbre se mantenga hasta que no mejoren las perspectivas.**
- **Tanto los patrones de ahorro en la crisis financiera de 2008 como un ejercicio estadístico sugieren un aumento elevado de la tasa de ahorro de la eurozona en 2020 que se deshará parcialmente en 2021. Este fenómeno podría ser especialmente acentuado en las economías más afectadas por la COVID-19.**

Analizar los patrones de ahorro de los consumidores europeos en estos tiempos es clave, puesto que la reactivación del consumo deberá ser uno de los pilares para la recuperación económica tras el coronavirus. En estos momentos, ya disponemos de estadísticas a nivel macro que sugieren cambios sustanciales del ahorro tras la llegada del virus (véase el primer gráfico). Así, los volúmenes de depósitos bancarios en las principales economías europeas han aumentado de forma muy destacable tanto en marzo como en abril. En España, por ejemplo, el aumento ha sido de unos 20.000 millones de euros en marzo-abril (equivalentes al 1,6% del PIB de 2019) y en Francia de 45.000 millones (1,9% del PIB). En Alemania, el aumento alcanzó los 16.000 millones (0,5% del PIB).

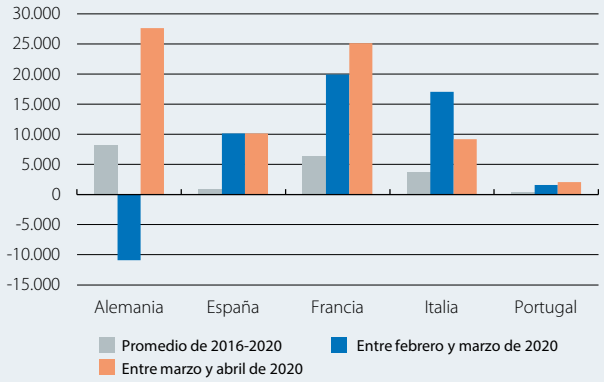
Este aumento de los depósitos parece indicar un aumento notable del ahorro. Ello es natural a corto plazo: por un lado, hay un efecto de «ahorro enjaulado», dado que con el confinamiento las opciones para consumir se han reducido notablemente. Por el otro, hay también un factor de ahorro de precaución: habitualmente, en coyunturas exigentes como la actual, los hogares ahorran más ante la incertidumbre sobre su futuro laboral y económico y en respuesta a posibles eventos futuros inciertos.

De cara a los próximos meses, es muy posible que el efecto del «ahorro enjaulado» se deshaga a medida que se reactive la economía en la nueva normalidad. En cambio, el ahorro precautorio continuará lastrando el consumo debido a que la incertidumbre sobre las perspectivas económicas y sobre la posible aparición de rebrotes del SARS-CoV-2 continuará siendo elevada.

La crisis financiera de 2008 es un buen punto de referencia para analizar el comportamiento del ahorro en tiempos de incertidumbre y dificultades económicas y, por lo tanto, para arrojar un poco de luz sobre qué podría pasar. En la eurozona, la tasa de ahorro de las familias (los ahorros divididos por la renta bruta disponible) repuntó de manera relativamente modesta entre 2008 y 2009, y en 2010 este aumento ya se había deshecho. Sin embargo, en aquellas economías más afectadas por la crisis y con tasas de ahorro precrisis más modestas, como España y Portugal, el repunte entre 2008 y 2009 fue mucho mayor (+3,6 p. p. y 4,5 p. p., respectivamente) y se revirtió a los niveles precrisis mucho más tarde (2012 en España y 2014 en Portugal). Ello contrastó con la relativa estabilidad en los ahorros de las familias alemanas.

Eurozona: aumento mensual de los depósitos bancarios

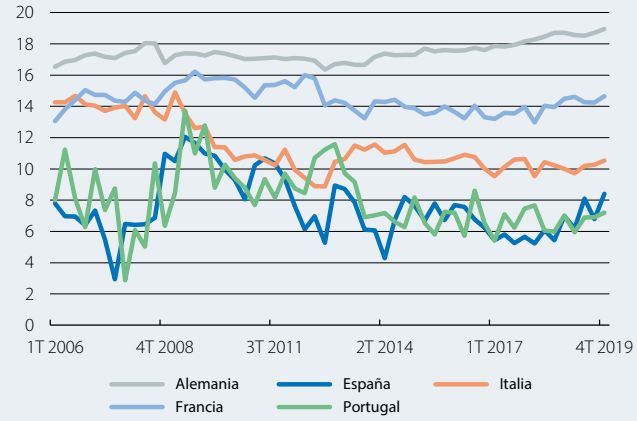
(Millones de euros)



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

Europa: tasa de ahorro en los principales países

(%)



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

Esta diferencia entre los países mediterráneos y los países del norte (los segundos ahorran más y su tasa de ahorro fluctúa menos) puede estar ligada a razones culturales, entre las que se han apuntado las diferencias entre la religión católica y la protestante[1] o los distintos grados de paciencia de los ciudadanos. Por ejemplo, un estudio publicado por el BCE muestra que las familias de habla alemana en Suiza tienen una probabilidad 11 p. p. mayor a

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

ahorrar que familias similares en zonas próximas de habla francófona debido a que las primeras tienden a valorar más los ingresos que recibirán en el futuro.[2]

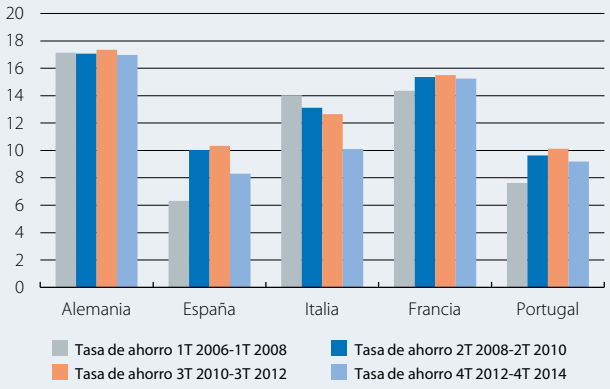
En la crisis de 2008, el ahorro precautorio jugó un papel importante; no en vano, según un estudio,[3] fue el responsable de al menos un 40% de las variaciones del ahorro que se produjeron en las economías avanzadas (según el mismo estudio, el resto se debió a partes iguales a los tipos de interés, las transferencias públicas y la reducción de la riqueza). En la coyuntura actual, la magnitud sin precedentes de la caída de la actividad y la elevada incertidumbre apuntan a una contracción del consumo que llevaría a un repunte de la tasa de ahorro en 2020 notablemente más elevado que en 2009, y que luego se tendría que empezar a revertir en 2021.

Finalmente, miramos cuál sería la tasa de ahorro predicha por nuestras previsiones de crecimiento, de desempleo y del tipo de interés de referencia europeo controlando por una medida de volatilidad macroeconómica.[4] Para la eurozona, la predicción apunta a un aumento de la tasa de ahorro desde el 13,0% en 2019 hasta alrededor de un 20% en 2020 (un nivel récord), y una caída en 2021 hacia el 14,0%. Las previsiones de las principales instituciones, como las de la Comisión Europea, van en la misma dirección y también prevén un aumento de la tasa de ahorro a niveles sin precedentes en 2020 en la eurozona (hasta el 19,4%) y una caída en 2021 que la llevaría al 14,0%.

Este aumento en 2020 puede parecer exagerado, pero en realidad es coherente con las previsiones de la Comisión Europea para las variables que determinan la tasa de ahorro. En concreto, esperan una caída muy abrupta del consumo (cercana al 9%) y, en cambio, una caída muy moderada (por debajo del 2,0%) de la renta bruta disponible (RBD).[5] Con todo, si el impulso fiscal no acaba colmando las expectativas, la caída de la RBD podría ser mayor de lo que se anticipa actualmente, lo que atenuaría en cierta medida el repunte de la tasa de ahorro.

Europa: tasa de ahorro antes y después de la crisis financiera

(%)



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

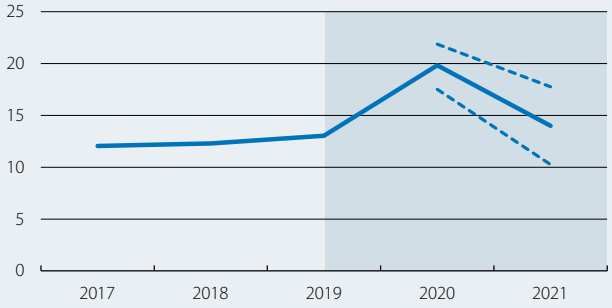
El aumento de las tasas de ahorro en las economías más afectadas, como España e Italia, podría ser especialmente elevado, pero en 2021 la recuperación de la actividad y la menor incertidumbre deberían contribuir a que estas economías hayan deshecho buena parte del aumento de los ahorros.

En definitiva, el ahorro de precaución ha venido para quedarse, al menos hasta que se disipen las incertidumbres en torno al coronavirus. En la coyuntura actual, estas incertidumbres son inusitadamente elevadas y, por tanto, probablemente habrá que esperar un cierto tiempo hasta que las familias europeas vuelvan a gastar con la misma alegría de unos pocos meses atrás.

Javier Garcia-Arenas
(con asistencia técnica de Pablo Pastor y Camarasa)

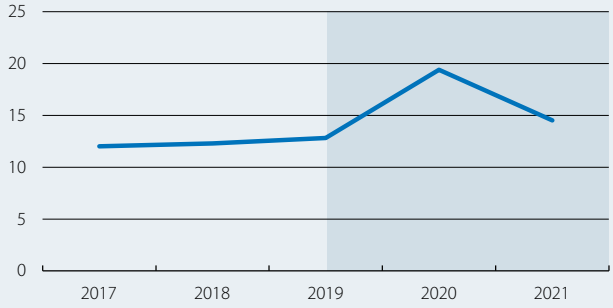
Tasa de ahorro en la eurozona: predicciones del modelo estadístico

(%)



Tasa de ahorro en la eurozona: previsiones de la Comisión Europea

(%)



Nota: *Estimaciones en el gráfico izquierdo obtenidas a partir del modelo especificado en la nota 4 del artículo cuyas líneas discontinuas representan intervalos de confianza al 95%.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de AMECO.*

2. Véase Guin, B. (2017). «Culture and household saving». Working Paper Series n.º 2069. Banco Central Europeo.
3. Véase Mody, A., Ohnsorge, F. y Sandri, D. (2012). «Precautionary savings in the great recession». IMF Economic Review, 60(1), 114-138.
4. Utilizamos una regresión lineal para las principales economías europeas con datos de panel en la que se incluyen efectos fijos por países y por año. El R^2 del modelo es del 88%.
5. De hecho, la Comisión Europea no tiene previsiones agregadas sobre la RBD para la eurozona, pero a partir de las previsiones para las distintas economías hemos construido una media ponderada para toda la eurozona.

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

ESTADOS UNIDOS

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	03/20	04/20	05/20
Actividad									
PIB real	2,9	2,3	2,3	2,1	2,3	0,3	–	–	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	4,7	3,9	3,8	4,3	4,0	3,1	1,0	–14,1	–3,9
Confianza del consumidor *(valor)*	130,1	128,3	128,3	132,1	127,0	127,3	118,8	85,7	86,6
Producción industrial	3,9	0,9	1,2	0,2	–0,7	–2,0	–4,9	–16,2	–15,3
Índice de actividad manufacturera (ISM) *(valor)*	58,9	51,2	52,4	49,4	48,1	50,0	49,1	41,5	43,1
Viviendas iniciadas *(miles)*	1.248	1.295	1.257	1.288	1.433	1.484	1.269	934	974
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano *(valor)*	211	217	216	217	219	222	223	...	...
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	3,9	3,7	3,6	3,6	3,5	3,8	4,4	14,7	13,3
Tasa de empleo *(% pobl. > 16 años)*	60,4	60,8	60,6	60,9	61,0	60,8	60,0	51,3	52,8
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	–2,2	–2,7	–2,9	–2,9	–2,7	–2,6	–2,6	–2,6	...
Precios									
Inflación general	2,4	1,8	1,8	1,8	2,0	2,1	1,5	0,3	0,1
Inflación subyacente	2,1	2,2	2,1	2,3	2,3	2,2	2,1	1,4	1,2

JAPÓN

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	03/20	04/20	05/20
Actividad									
PIB real	0,3	0,7	0,9	1,8	–0,7	–1,9	–	–	–
Confianza del consumidor *(valor)*	43,6	38,9	39,4	37,1	38,1	36,0	30,9	21,6	24,0
Producción industrial	1,0	–2,7	–1,5	–1,9	–6,7	–4,3	–6,8	–15,9	...
Índice actividad empresarial (Tankan) *(valor)*	20,8	6,0	7,0	5,0	0,0	–8,0	–	–	–
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	2,4	2,4	2,4	2,3	2,3	2,4	2,5	2,6	...
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	–0,1	–0,3	–0,5	–0,4	–0,3	–0,2	–0,2	–0,5	–0,6
Precios									
Inflación general	1,0	0,5	0,8	0,3	0,5	0,5	0,4	0,1	0,0
Inflación subyacente	0,3	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6	0,2	0,4

CHINA

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	03/20	04/20	05/20
Actividad									
PIB real	6,7	6,1	6,2	6,0	6,0	–6,8	–	–	...
Ventas al por menor	9,0	9,0	8,5	7,6	7,7	–18,2	–15,8	–7,5	–2,8
Producción industrial	6,2	5,8	5,6	5,0	5,9	–7,3	–1,1	3,9	4,4
PMI manufacturas (oficial)	50,9	49,7	49,6	49,7	49,9	45,9	52,0	50,8	50,6
Sector exterior									
Balanza comercial [1,2]	352	421	393	427	421	361	361	394	415
Exportaciones	9,9	0,5	–1,0	–0,3	1,9	–13,4	–6,6	3,4	–3,3
Importaciones	15,8	–2,7	–3,6	–6,2	3,4	–2,9	–1,0	–14,2	–16,7
Precios									
Inflación general	2,1	2,9	2,6	2,9	4,3	5,0	4,3	3,3	2,4
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	6,6	6,9	6,8	7,0	7,0	7,0	7,0	7,1	7,1

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 Thomson Reuters Datastream.*

EUROZONA

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	03/20	04/20	05/20
Ventas al por menor *(variación interanual)*	1,6	2,3	2,1	2,7	2,0	–1,3	–8,8	–19,6	...
Producción industrial *(variación interanual)*	0,8	–1,3	–1,3	–1,6	–2,1	–5,9	–13,5	–28,0	...
Confianza del consumidor	–4,9	–7,1	–7,0	–6,8	–7,6	–8,8	–11,6	–22,0	–18,8
Sentimiento económico	111,5	103,1	103,8	102,0	100,6	100,1	94,2	64,8	67,5
PMI manufacturas	55,0	47,4	47,7	46,4	46,4	47,2	44,5	33,4	39,5
PMI servicios	54,5	52,7	53,1	52,8	52,3	43,8	26,4	12,0	28,7
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) *(variación interanual)*	1,5	1,2	1,2	1,1	1,1	0,4	...	...	...
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	8,2	7,6	7,6	7,5	7,4	7,2	7,1	7,3	...
Alemania *(% pobl. activa)*	3,4	3,2	3,1	3,1	3,2	3,4	3,5	3,5	...
Francia *(% pobl. activa)*	9,0	8,5	8,5	8,5	8,2	7,7	7,6	8,7	...
Italia *(% pobl. activa)*	10,6	9,9	10,0	9,7	9,5	8,8	8,0	6,3	...
PIB real *(variación interanual)*	1,9	1,2	1,2	1,3	1,0	–3,1	–	–	...
Alemania *(variación interanual)*	1,6	0,6	0,3	0,7	0,4	–2,3	–	–	...
Francia *(variación interanual)*	1,8	1,5	1,8	1,6	0,9	–5,0	–	–	...
Italia *(variación interanual)*	0,7	0,3	0,4	0,5	0,1	–5,4	–	–	...

Precios

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

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

Sector exterior

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

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	03/20	04/20	05/20
Saldo corriente	3,2	2,8	1,2	2,8	2,8	3,0	3,0	...	...
Alemania	7,4	7,1	9,3	6,9	7,1	7,1	7,1	6,8	...
Francia	–0,6	–0,7	–1,5	–0,7	–0,7	–0,7	–0,7	–0,8	...
Italia	2,5	3,0	–0,1	2,6	3,0	3,3	3,3	...	...
Tipo de cambio efectivo nominal[1] *(valor)*	98,9	97,3	97,3	97,7	96,9	96,7	98,1	97,5	97,7

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	03/20	04/20	05/20
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras[2]	3,9	3,8	3,9	3,9	3,5	3,9	5,5	6,6	...
Crédito a hogares[2,3]	3,0	3,4	3,3	3,4	3,5	3,6	3,4	3,0	...
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras[4] *(%)*	1,2	1,2	1,1	1,1	1,2	1,1	1,1	1,2	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda[5] *(%)*	1,6	1,5	1,6	1,5	1,4	1,4	1,4	1,3	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	7,9	8,0	7,7	8,6	8,8	9,3	10,9	12,5	...
Otros depósitos a corto plazo	–1,5	0,3	0,4	0,7	0,3	–0,2	0,0	–0,3	...
Instrumentos negociables	–4,2	–1,9	–4,6	0,1	–3,3	3,9	10,1	6,7	...
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares *(%)*	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	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.*

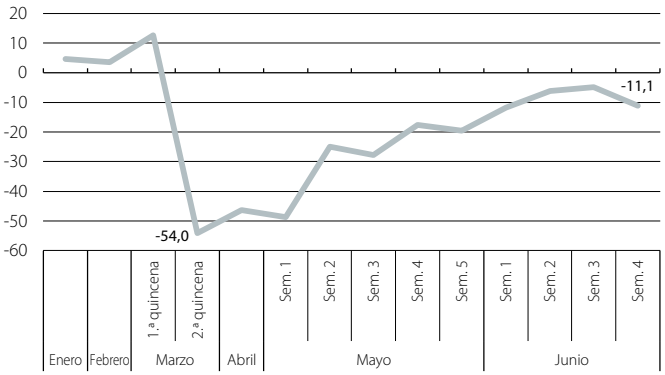
Actualización de las previsiones para la economía española

Ya han pasado casi tres meses desde que se declaró el estado de alarma. Al principio, constatamos con preocupación el fuerte impacto económico de las medidas de confinamiento y, recientemente, hemos recuperado algo de optimismo gracias al repunte de la actividad que se está produciendo a medida que las restricciones a la movilidad se han ido relajando. Sin embargo, cuando miramos hacia el futuro, la incertidumbre sigue siendo muy elevada. Es muy difícil anticipar el comportamiento que tendrá el virus los próximos meses. Tampoco sabemos con exactitud cuándo tendremos un tratamiento efectivo o una vacuna. Desafortunadamente, todo apunta a que deberemos convivir con el virus unos trimestres más. Todo ello nos obliga a actualizar el escenario de previsiones e incorporar, por una parte, una caída de la actividad en el 2T 2020 más sustancial de la que anticipábamos y, por otra, una recuperación más gradual.

El fuerte impacto de las medidas de confinamiento lo hemos podido seguir prácticamente en tiempo real a través de la evolución del gasto realizado con las tarjetas en los TPV de CaixaBank y la evolución de la retirada de efectivo en los cajeros de CaixaBank.[1] Como se puede observar en el primer gráfico, el impacto inicial de las medidas de confinamiento fue súbito y fortísimo. La caída se situó alrededor del 50% interanual ya a finales de marzo y durante todo el mes de abril. También se puede observar que la recuperación ha sido notable a medida que se han ido relajando las restricciones a la movilidad.

España: actividad con tarjetas españolas en TPV y cajeros de CaixaBank

Variación del gasto frente a la misma semana del año anterior (%)



Nota: *El gasto en tarjetas incluye el gasto presencial, reintegros e* e-commerce.
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos internos.*

Otras fuentes de información ofrecen un mensaje parecido. Los datos de afiliados a la Seguridad Social también reflejan el fuerte impacto inicial de la crisis y una recuperación gradual, y todavía parcial. A finales de junio, el número de afiliados que no estaban en ERTE o cese temporal de la actividad todavía era un –22% inferior al de junio de 2019. Por otra parte, el consumo de electricidad, que llegó a caer un 20% interanual en abril, a finales de junio registraba un descenso del 10%. Y el consumo de cemento, que llegó a caer más de un 50% interanual en abril, en mayo «solo» registraba una caída del 11%.

En definitiva, las medidas que se tomaron para contener el avance de la pandemia han tenido un impacto sin parangón sobre la actividad económica. Y a pesar de que la recuperación que empezó a producirse desde que se empezaron a retirar las medidas de confinamiento ha sido notable, el ritmo de actividad aún se mantiene lejos de los niveles previos a la crisis. Así, el primer factor que condiciona el nuevo escenario de previsiones es la caída del PIB del 2T 2020, que todo apunta a que será fortísima, histórica. Probablemente se acercará al –20% en términos intertrimestrales.

El segundo factor que condiciona el nuevo escenario de previsiones es la evolución de la pandemia. Como se apuntaba con anterioridad, esta es seguramente la principal fuente de incertidumbre. En el escenario central de previsiones se asume que no se podrá disponer de una vacuna hasta el 2T 2021 y que hasta que no se consiga este hito es probable que se sigan produciendo nuevos brotes de contagio que se podrían atajar, suponemos, mediante la implementación de medidas de confinamiento locales. Dicho de otra manera, asumimos que durante los próximos trimestres tendremos que seguir conviviendo con el virus, pero que no tendremos que recurrir a medidas extremas y generalizadas de confinamiento. Ello debería permitir que, durante la segunda mitad del año, se mantenga el rebote de la actividad que ya empiezan a dibujar los indicadores más recientes. Sin embargo, este repunte será parcial y no se alcanzarán a corto plazo los niveles previos a la crisis, por tener que convivir con el virus y porque seguiremos operando en un entorno de elevada incertidumbre que lastrará la confianza de todos los agentes. Todo ello seguirá ejerciendo presión sobre muchas familias y empresas y, por lo tanto, será necesario mantener las medidas de política económica que ayudan a mitigar el impacto de la crisis durante unos trimestres más.

El tercer elemento que creemos que muy probablemente condicionará de forma especial la recuperación de la economía española en los próximos trimestres es el sector turístico. Por su relevancia (representa alrededor del 12,5% del PIB) y por el fuerte impacto que tienen sobre este sector las medidas de distanciamiento físico y las restricciones a la movilidad. Es muy difícil prever cómo evolucionará la movilidad internacional en los próximos meses mientras no tengamos una vacuna. Sin embargo, hoy en día parece muy

1. En la web de CaixaBank Research (www.caixabankresearch.com) puede encontrar una nota semanal analizando estos.

España: proyecciones macroeconómicas

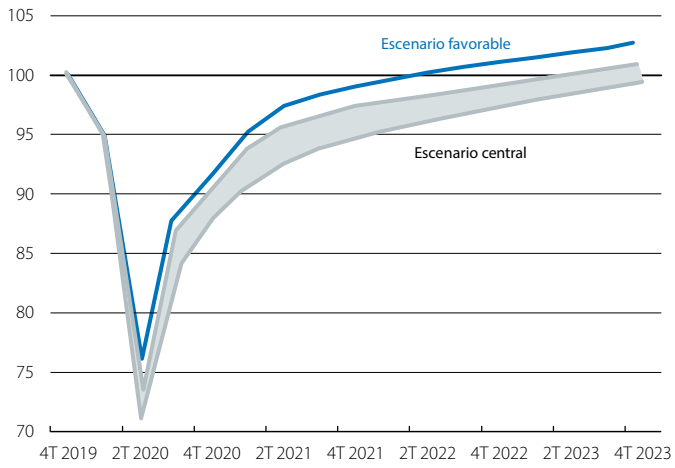
	2019	2020	2021	2022	Acum. 2020-2022
PIB real *(variación anual)*	2,0	–14,0	10,5	3,3	–1,8
Tasa de paro *(promedio anual)*	14,1	19,3	19,5	17,7	3,6
Inflación *(variación anual)*	0,7	–0,5	1,6	1,7	2,8
Déficit público *(% del PIB)*	–2,8	–13,6	–7,6	–4,8	–26,1
Deuda pública *(% del PIB)*	95,5	123,8	118,1	116,6	21,1

Notas: *Las cifras del escenario central representan el punto medio del rango de previsiones. El acumulado para el déficit es la suma en p. p. del déficit de 2020-2022. El acumulado para la deuda es la diferencia entre la deuda en 2022 respecto a la deuda en 2019.*
Fuente: *CaixaBank Research.*

difícil que el sector pueda registrar cifras cercanas a las del pasado año. De hecho, aunque el turismo doméstico es de esperar que compense parcialmente la fuerte caída de las visitas de turistas internacionales, la caída del PIB turístico podría acabar situándose alrededor del 50% en el conjunto de este año.

Todos estos factores apuntan a que el *shock* económico no solo será fortísimo, sino que también será más persistente de lo esperado inicialmente. A pesar de las medidas de política económica que se están tomando, rápidas y contundentes, será muy difícil evitar que muchas decisiones de inversión no se acaben posponiendo, que muchas empresas no acaben teniendo que cerrar o que muchas personas no pierdan el empleo. En definitiva, será muy difícil evitar que esta crisis no acabe lastrando la capacidad productiva de la economía más allá del día que tengamos la vacuna. En este contexto, la presión sobre la política económica es aún mayor, ya que, además de las medidas que ya se han puesto en marcha para parar el golpe de la crisis, será imprescindible implementar medidas que apoyen el relanzamiento y la modernización de la economía.

España: evolución del PIB real
(100 = 4T 2019)



Fuente: *CaixaBank Research.*

Cuando transformamos todas estas hipótesis y dinámicas en cifras concretas, el escenario de previsiones continúa dominado por la incertidumbre y, por ello, utilizamos un rango para nuestro escenario central. Concretamente, contemplamos que el PIB podría retroceder entre un 13% y un 15% en 2020 y que la tasa de paro se acercará al 20%. En 2021, la recuperación se espera que tome fuerza y que el PIB crezca entre un 10% y un 11%, aunque aún se mantendría claramente por debajo del nivel que alcanzó en el 4T 2019. De hecho, pensamos que tendremos que esperar hasta 2023 para recuperar los niveles de actividad previos a la crisis.

El deterioro de las cuentas públicas también se espera que sea muy significativo. La caída de los ingresos sumada al aumento del gasto, tanto por la actuación de los estabilizadores automáticos como por el conjunto de medidas que el Gobierno ha implementado para hacer frente a la crisis sanitaria, es probable que lleven el déficit público a cifras cercanas al 14% del PIB este año y que la deuda pública supere el 120% del PIB. En 2021, se prevé que el déficit pueda caer algo por debajo del 8%, gracias a la recuperación de la actividad económica y a que parte del estímulo fiscal provendrá de la UE. En este contexto, la rápida y efectiva acción del BCE ha sido, y seguirá siendo, fundamental para mantener los costes de financiación contenidos. También será de suma importancia que finalmente se apruebe un plan de estímulo económico a nivel europeo similar al que ha propuesto la Comisión Europea.

Como se ha comentado, una de las principales incógnitas es la evolución de la pandemia durante los próximos trimestres. Si finalmente somos capaces de mantener el virus bajo control de manera más efectiva, porque pierde virulencia o porque acabamos disponiendo de un tratamiento efectivo o una vacuna antes de lo previsto, el retroceso del PIB podría situarse alrededor del 12% en 2020, y la recuperación posterior podría ser más rápida, de manera que ya en 2022 se podrían alcanzar los niveles previos a la crisis. Sin embargo, también se debe ser prudente y tener presente el riesgo de rebrotes importantes o que tengamos que convivir aún más tiempo con el virus porque la vacuna tarda en llegar.

Oriol Aspachs y Oriol Carreras

Rastreando el consumo privado durante la crisis de la COVID-19

- **El gasto realizado por las tarjetas españolas y extranjeras en terminales de punto de venta (TPV) más la retirada de efectivo en cajeros de CaixaBank permite monitorizar la salud de la economía, a tiempo real, a lo largo de la crisis de la COVID-19.**
- **El gasto con tarjetas cayó de manera muy abrupta, alrededor de un 50%, durante las primeras semanas de confinamiento. Sin embargo, el proceso de desconfinamiento ha ido acompañado de una recuperación del gasto sostenida, aunque aún incompleta.**
- **Las caídas fueron muy fuertes en todas las categorías excepto en el gasto de bienes de primera necesidad, que ha experimentado un fuerte repunte. Asimismo, la recuperación está siendo más rápida en el gasto en comercio minorista, ocio y restauración y transporte que en la categoría de bienes y servicios turísticos.**

La irrupción de la pandemia de la COVID-19 hace necesario monitorizar el estado de la economía a tiempo real. Mientras que los indicadores más conocidos se publican con decalaje, el gasto realizado mediante tarjetas de débito y crédito en TPV de CaixaBank más la retirada de efectivo en cajeros de CaixaBank ofrece un indicador de muy alta frecuencia acerca de la evolución del consumo privado.[1] Con él, a continuación, analizamos la evolución semanal del consumo a lo largo de la crisis de la COVID-19.

¿Cuál es el impacto de la crisis sobre el consumo privado según los datos de gasto de tarjetas?

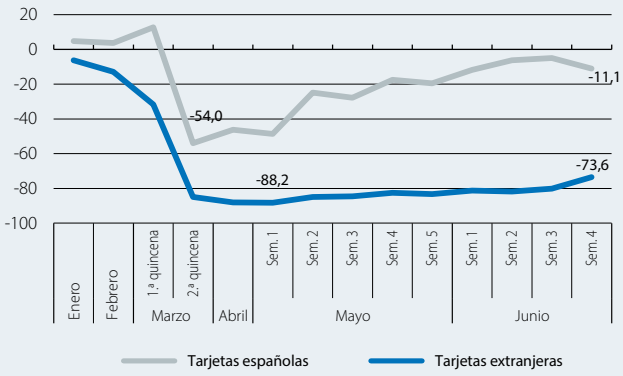
El primer gráfico muestra la evolución semanal de la actividad con tarjetas realizado por residentes y por extranjeros. Del gráfico se desprenden varias conclusiones. Primero, hubo cambios en los patrones de consumo antes de la implementación del estado de alarma: el gasto por parte de los residentes repuntó en la primera quincena de marzo –debido al mayor consumo en productos de primera necesidad, como veremos–, mientras que el gasto por parte de extranjeros ya empezó a caer ante el temor a la pandemia, la expectativa de que se introdujeran medidas de confinamiento y la cancelación de grandes eventos.[2]

Segundo, el impacto del confinamiento fue muy pronunciado: entre la segunda mitad de marzo y la primera semana de mayo, la actividad con tarjetas españolas se redujo a la mitad, y con tarjetas extranjeras cayó cerca de un 90%. La cifra de gasto de los residentes está en consonancia con los datos oficiales disponibles hasta el momento: según los datos del PIB del 1T 2020 que publica el INE, el consumo privado nominal cayó un 6,3% intertrimestral, lo que sugiere un desplome de este consumo privado durante la segunda quincena de marzo del 40%, una cifra no muy alejada de la caída del 54% que observamos en nuestro indicador durante el mismo periodo.[3]

1. Este indicador se construye a partir de las transacciones individuales, de modo que puede calcularse incluso a diario o por franjas horarias. Además, cabe destacar que la red de TPV de CaixaBank es la más amplia de España y representa el 27% de la facturación total por TPV en España.
2. Como la cancelación del World Mobile Congress, que debía celebrarse del 24 al 27 de febrero.

España: evolución de la actividad con tarjetas

Variación frente a la misma semana del año anterior (%)



Nota: *El gasto en tarjetas incluye el gasto presencial, reintegros e e-commerce.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos internos.*

Finalmente, el proceso de desconfinamiento, que empezó el 4 de mayo,[4] ha permitido una recuperación notable del gasto por parte de los residentes: el gasto pasó de caer un 49% interanual en la primera semana de mayo (semana anterior al inicio del proceso de desescalada) a caer un 11,1% en la última semana de junio. Si excluimos el *e-commerce* y los reintegros, el gasto de los residentes ya se sitúa en terreno positivo, con un crecimiento interanual del 0,9%. Sin embargo, la recuperación del gasto de los extranjeros ha sido mucho más leve, reflejo de unas restricciones a la movilidad internacional que no se levantaron hasta finales de junio (y solamente de forma parcial con ciertos países).

En el segundo gráfico analizamos el detalle por tipología de gasto. El impacto de la crisis sobre el patrón de gasto de los hogares ha sido muy dispar. Por un lado, el gasto en bienes de primera necesidad aumentó de manera abrupta, incluso durante la primera quincena de marzo, antes del anuncio del estado de alarma. Por el otro, el resto de

3. Para estimar la caída del consumo en la segunda quincena de marzo a partir de los datos del PIB del 1T del INE, asumimos que el consumo privado en enero, febrero y la primera mitad de marzo creció al mismo ritmo que el promedio de crecimiento del consumo privado en 2019. En la medida en la que, como hemos visto, los datos sugieren un mayor crecimiento del consumo en la primera mitad de marzo, esta metodología podría estar subestimando la caída del consumo en la segunda quincena de marzo.
4. El 4 de mayo corresponde a la segunda semana de mayo según el gráfico.

las categorías de gasto registraron caídas superiores al 80% durante todo el periodo de confinamiento. Sin embargo, la velocidad de recuperación no ha sido homogénea entre categorías de bienes y servicios. Más concretamente, el gasto en comercio minorista (electrodomésticos, textil, muebles, etc.), en ocio y restauración y en transporte se ha recuperado más rápidamente que el gasto en bienes y servicios turísticos. En el caso del gasto en comercio minorista (la categoría que se ha recuperado más rápidamente), el gasto ya se situó por encima del valor registrado durante el mismo periodo del año anterior a partir de la segunda semana de junio, posiblemente por la materialización de la demanda embalsada de este tipo de bienes durante el confinamiento. Sin embargo, en la última semana de junio, el agotamiento de este factor ha devuelto esta partida a un terreno neutro.

Asimismo, también es destacable el mayor peso que adquirió el gasto en *e-commerce*, o compras electrónicas a través de internet, durante el confinamiento. Tal y como se observa en el tercer gráfico, el *e-commerce* (y especialmente el minorista)[5] ganó peso sostenidamente entre la tercera semana de marzo y la primera de mayo, hasta alcanzar casi el 17% del gasto total. Sin embargo, a medida que se avanzó en el proceso de desconfinamiento y los españoles pudieron volver a realizar compras presencialmente, el peso de este tipo de compras fue disminuyendo hasta alcanzar registros similares a los anteriores a la crisis de la COVID-19.

El desconfinamiento en detalle

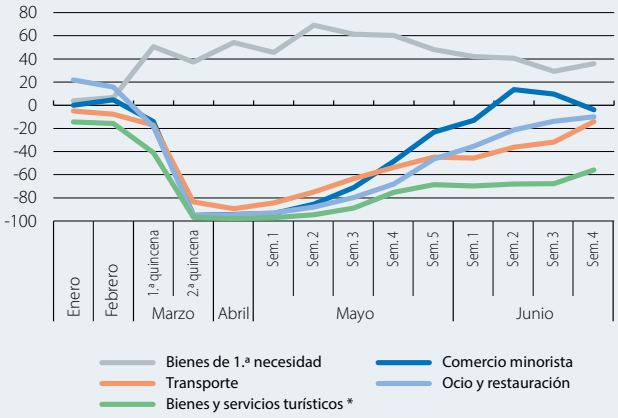
En el cuarto gráfico, mostramos la evolución del gasto en tarjetas en tres grupos de provincias. Estas agrupaciones se han generado según la rapidez con la que cada provincia avanzó de fase durante el proceso de desconfinamiento.[6] El grupo A conforma el grupo de provincias que avanzó de fase más rápidamente (es decir, siempre que el plan de desconfinamiento lo permitió). El grupo B es el conjunto de provincias que avanzó de fase con una semana de retraso en relación con las provincias del grupo A y, finalmente, el grupo C, donde se encuentran Barcelona y Madrid, es el grupo de provincias que tardó más en avanzar de fase.

Tal y como era de esperar, la recuperación del gasto fue mayor en aquellas provincias que avanzaron de fase más rápidamente. En particular, mientras que en la última semana de mayo y la primera de junio el gasto en el grupo C (todavía en fase 1) aún se situaba algo más de un 20% por debajo del registro del año anterior, en las provincias del grupo A y B, que ya se situaban en la fase 2, el gasto ya alcanzó cotas similares a las del año anterior. Sin embargo, una vez el grupo C avanzó hasta la fase 2 en la segunda semana de junio, las diferencias entre los tres grupos se desvanecieron casi por completo.

La evolución de la proporción de comercios inactivos[7] ofrece otro ángulo a través del cual medir el proceso de recuperación de la economía. Como muestra el último gráfico, el porcentaje de comercios sin facturación en sus TPV de CaixaBank subió hasta el 73%. Esta cifra muestra hasta qué punto las medidas de confinamiento forzaron a un elevado número de comercios a cerrar sus puertas al público. Sin embargo, con la supresión gradual de las medidas de confinamiento, los comercios volvieron a abrir y este porcentaje cayó. Con datos hasta la cuarta semana de junio, el porcentaje de TPV de CaixaBank inactivos se situaba un 7% por encima del valor precrisis.

España: gasto presencial con tarjetas españolas según tipo de comercio

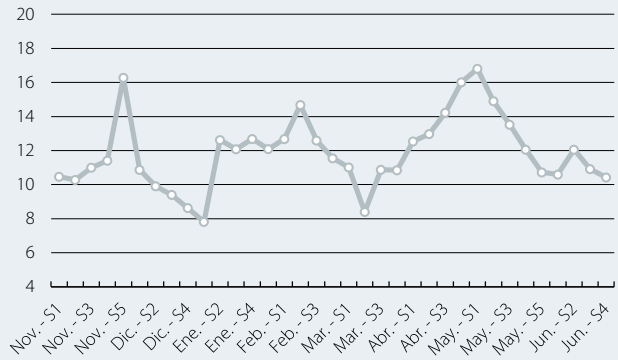
Variación interanual (%)



Nota: ** «Bienes y servicios turísticos» incluye el gasto en alojamientos, agencias y tiendas de* souvenirs.
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos internos.*

España: peso del gasto en* e-commerce *de los residentes sobre el total de gasto (excl. reintegros)

(%)



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

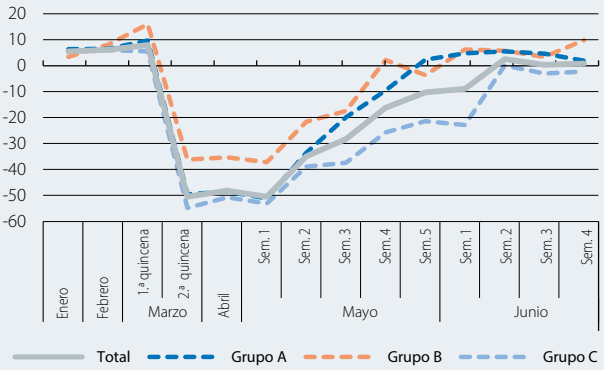
5. Si entre enero y febrero de 2020 el peso del *e-commerce* sobre el gasto en comercio minorista fue de alrededor del 10%, en abril y la primera mitad de mayo el peso se emplazó por encima del 80%.
6. El Gobierno anunció un plan de desconfinamiento en fases que empezó el 4 de mayo y se completó el 22 de junio. El proceso contemplaba cuatro fases, de la 0 a la 3, siendo la 0 la fase más restrictiva y la 3, la menos restrictiva.
7. Medido con el porcentaje de comercios con TPV de CaixaBank sin facturación.

En definitiva, los datos de actividad con tarjetas nos muestran una información de alta frecuencia muy valiosa para entender la reacción del consumo privado a lo largo del tiempo. Durante la crisis de la COVID-19, hemos visto que las medidas de confinamiento tuvieron un impacto muy significativo sobre el consumo de los hogares y con notables diferencias según el tipo de bienes y servicios. Asimismo, los datos de tarjetas nos muestran que la recuperación del gasto durante el proceso de desconfinamiento ha sido muy rápida, aunque incompleta, dado que a finales de junio todavía no se habían recuperado los niveles precrisis. Con la llegada de la nueva normalidad, prevemos que el consumo seguirá recuperándose, pero de una forma mucho más gradual, sustentado por la mejora del gasto en transporte y del consumo de ocio y restauración. Asimismo, en las próximas semanas esperamos que el gasto turístico doméstico y extranjero, aún en niveles muy reducidos, comience a ganar impulso con la eliminación de las restricciones a la movilidad dentro del territorio nacional y la reapertura de fronteras internacionales con algunos países. Con todo, el impacto de la actual crisis sobre el mercado laboral (prevemos un aumento de la tasa de paro por encima del 20% a finales de año) apunta al hecho de que el consumo tardará en recuperar sus niveles precrisis.

Oriol Carreras

España: gasto presencial en tarjetas * por agrupación de provincias

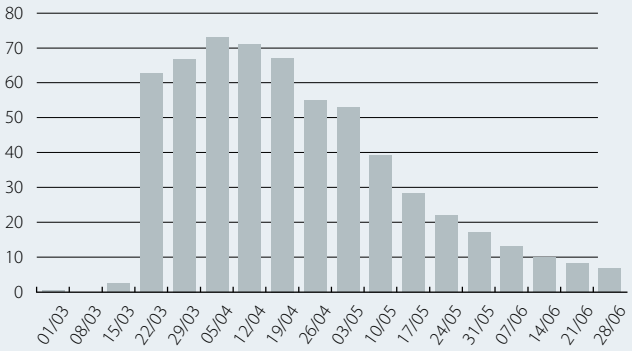
Variación interanual (%)



Nota: ** Excluidos los reintegros.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos internos.*

España: comercios inactivos (ajustado para que 1 de marzo = 0%)

(% sobre el total)



Nota: *La serie está normalizada para que la proporción de comercios inactivos sea igual a 0% en la semana del 2 al 8 de marzo.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos internos.*

¿Qué podemos esperar de los ERTE y programas similares? Una mirada europea

- **Los programas de ajuste temporal de empleo (como los ERTE) se han convertido en una herramienta ampliamente utilizada en Europa para evitar un elevado aumento del desempleo tras la COVID-19.**
- **Estos programas tienen un impacto positivo sobre el mercado laboral en el caso de *shocks* temporales que afectan a empresas viables a medio plazo. Sin embargo, cuando un *shock* es de carácter más permanente, la destrucción de puestos de trabajo, más que evitarse, se retrasa.**

Los ERTE se han erigido en una política económica clave en España para amortiguar el enorme impacto de la COVID-19 sobre el mercado laboral. En junio afectaban a 1,83 millones de trabajadores (3,4 a principios de mayo) y representan el grueso de los gastos extraordinarios para hacer frente a la emergencia económica y social que vivimos. Como vemos en el primer gráfico, España no es ninguna excepción: los programas de ajuste temporal del empleo, entre los que se encuentran los ERTE, están siendo usados de forma generalizada en toda Europa.

Aunque hay diferencias en el diseño institucional de los ERTE implementados en la mayoría de las economías europeas, estos comparten unos rasgos comunes: se han agilizado los trámites y suavizado las condiciones de acceso, el Estado se hace cargo de una fracción bastante elevada de la parte del salario que dejan de percibir los trabajadores afectados por una reducción total o parcial de su actividad laboral y la duración es relativamente amplia (especialmente en Alemania y Francia).

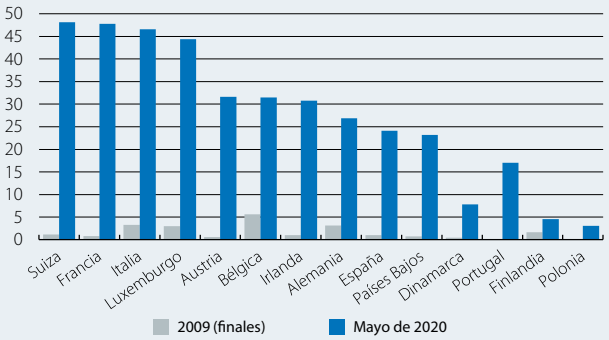
Cuando analizamos el impacto de los ERTE hay que diferenciar el corto y el medio plazo. Está ampliamente documentado que tienen efectos positivos a corto plazo dado que permiten a las empresas retener a sus trabajadores –se ahorran los costes de despido y de búsqueda cuando se reactive la economía– y darles certidumbre. Además, permiten ajustar las ayudas a las reducciones de horas trabajadas y tienen un coste público menor que alternativas como subsidios salariales o prestaciones por desempleo.

En este sentido, en Alemania el *Kurzarbeit* fue especialmente efectivo en la Gran Recesión y se calcula que salvó hasta 400.000 puestos de trabajo. Según algunas estimaciones, el *Kurzarbeit* redujo la tasa de desempleo en Alemania en 2009 en 1,3 p. p. y 4 de cada 5 trabajadores en este programa se pudo reincorporar a su puesto habitual.[1] Asimismo, los efectos positivos sobre las empresas pueden prolongarse en el tiempo: se ha documentado que aquellas empresas francesas que utilizaron este mecanismo de ajuste después de la crisis en promedio estaban bastante mejor[2] que empresas similares que no aplicaron este tipo de programas.[3]

1. Véase Tilly, J. y Niedermayer, K. (2016). «Employment and welfare effects of short-time work». Working paper.

Europa: porcentaje de trabajadores en programas de ajuste temporal del empleo

(%)



Nota: *Los datos de Portugal corresponden a mitad de junio y han sido facilitados por el Gobierno luso.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del European Trade Union Institute para 2020 y de la OCDE para 2009.*

Diversos estudios empíricos utilizan técnicas estadísticas sofisticadas para identificar los efectos causales y corroboran la efectividad de dichos programas durante la Gran Recesión (2008-2009). Se calcula que en Alemania salvaron 0,35 empleos por cada trabajador inscrito en el programa.[4] Parece una cifra baja, pero en realidad es lógico que esté muy por debajo de 1, ya que algunos puestos de trabajo se habrían preservado también en ausencia de estos programas. Por poner un ejemplo, en Francia se estima que solamente se salvaron 0,17 empleos por cada trabajador inscrito.[5]

Un elemento interesante es que en la crisis de 2008 los efectos positivos solo se observaron en trabajadores con contratos indefinidos, ya que son aquellos que las empresas están más interesadas en retener; en cambio, no se observaron efectos beneficiosos sobre los trabajadores temporales. Esta dinámica es muy probable que se repita también en la crisis actual, algo que habrá que tener espe-

2. Mostraban al cabo de 3 años un mayor tamaño empresarial y una probabilidad menor de desaparición. Además, lograron recuperar su rentabilidad previa a la crisis medida con el ROE (*return on equity*) y el ROA (*return on assets*).
3. Véase Cahuc, P. y Carcillo, S. (2011). «Is short-time work a good method to keep unemployment down?». Nordic Economic Policy Review, 1(1), 133-165.
4. Véase Boeri, T. y Bruecker, H. (2011). «Short-time work benefits revisited: some lessons from the Great Recession». Economic Policy, 26(68), 697-765.
5. *Op. cit.* nota 3.

cialmente en cuenta en economías con una elevada dualidad como España o Italia.

Sin embargo, la experiencia con estos programas también muestra que, a pesar de que son especialmente efectivos para amortiguar *shocks* temporales, pierden efectividad si se alargan en el tiempo. Ello explica por qué estos programas fueron especialmente efectivos para Alemania, donde el *shock* de la Gran Recesión tuvo un efecto temporal y acotado a 2009. En cambio, los efectos sobre la ocupación se acabaron perdiendo en Italia, donde el *shock* fue mucho más persistente al prolongarse hasta 2012 por la crisis de la deuda soberana. De hecho, cuando el *shock* es temporal, las empresas en programas de ajuste temporal del empleo logran retener entre el 10% y el 15% de los trabajadores que despedirían si el *shock* fuera permanente.[6] Asimismo, como muestra el último gráfico para el caso italiano, durante la última crisis el efecto positivo de mantener el empleo operaba solo a corto plazo (el año en el que se administró el programa), mientras que dos años después la probabilidad de estar empleado era exactamente la misma para un trabajador que estuvo incluido en un ERTE y otro con similares características que había sido despedido en el momento del *shock*.

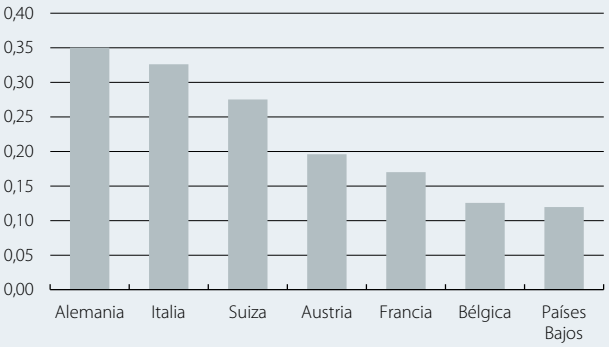
Además, alargar estos programas más de lo necesario frena la reasignación de recursos hacia las empresas más productivas y puede reducir la productividad agregada. De nuevo, Italia es un caso ilustrativo: la evidencia empírica muestra que un aumento de 1 p. p. en la fracción de trabajadores incluidos en ERTE reducía el empleo en el resto de las empresas en un 0,94% y la productividad en un 2%.

En definitiva, los expedientes de regulación bonificados están siendo una herramienta fundamental para acolchar el *shock* del coronavirus sobre el mercado laboral. Sin embargo, de cara a futuro habrá que hilar muy fino para adaptarlos a la nueva normalidad. En concreto, habrá que afinar bien con su duración: retirarlos demasiado temprano puede ahogar a algunas empresas con una caída temporal de la demanda que los necesitan para sobrevivir hasta que esta se recupere, pero mantenerlos demasiado tiempo puede solamente prolongar la agonía para algunas empresas que ya no podrán salir a flote, bien porque la disminución de la demanda tiene un carácter más permanente o porque se trata de empresas que ya partían de una posición de relativa debilidad. Además, hay que diseñar con tino una transformación ágil de los ERTE por fuerza mayor a ERTE por razones económicas e incentivar adecuadamente a empresas y trabajadores para una reincorporación exitosa a la actividad laboral y productiva. Para ello es necesario flexibilizarlos y plantearse distinciones en función del sector –por ejemplo, manteniéndolos en aquellos sectores afectados por las medidas de distanciamiento social mientras no se encuentre una vacuna– y promover que el ajuste se realice por el número de horas trabajadas.

6. Véase Giupponi, G. y Landais, C. (2018). «Subsidizing labor hoarding in recessions: The employment & welfare effects of short time work». CEP Discussion Paper n.º 1585.

Empleos salvados en 2009 por cada trabajador en un programa de ajuste temporal del empleo a tiempo reducido tras la crisis financiera de 2008

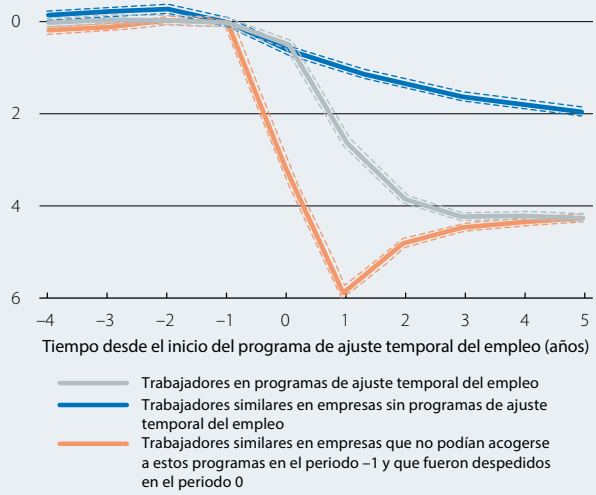
(Número)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de la recopilación de datos de los principales estudios realizados en las distintas economías.*

Italia: probabilidad de empleo tras programas de ajuste temporal del empleo en la crisis financiera de 2008

Cambio en la probabilidad de estar empleado respecto al periodo –1 (p. p.)



Nota: *En la mayor parte de los casos, el periodo 0 corresponde a 2009, el año en el que la Gran Recesión afectó a la economía italiana.*
Fuente: *Giupponi, G. y Landais, C. (2018). «Subsidizing labor hoarding in recessions: The employment & welfare effects of short time work». CEP Discussion Paper n.º 1585.*

Javier Garcia-Arenas

(Véase una versión extendida de este artículo en caixabankresearch.com)

Indicadores de actividad y empleo

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

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	04/20	05/20	06/20
Industria									
Índice de producción industrial	0,3	0,7	1,4	0,8	0,4	–6,0	–33,6	...	...
Indicador de confianza en la industria (*valor*)	–0,1	–3,9	–4,6	–2,0	–5,2	–5,4	–30,7	–29,5	–23,2
PMI de manufacturas (*valor*)	53,3	49,1	49,9	48,2	47,2	48,2	30,8	38,3	...
Construcción									
Visados de obra nueva (*acum. 12 meses*)	25,7	17,2	21,9	13,0	8,0	0,0	–10,8	...	...
Compraventa de viviendas (*acum. 12 meses*)	14,2	3,3	5,7	1,6	–2,6	–4,4	–8,8	...	...
Precio de la vivienda	6,7	5,1	5,3	4,7	3,6	3,2	–	–	–
Servicios									
Turistas extranjeros (*acum. 12 meses*)	4,0	1,5	1,5	2,1	1,4	–0,8	–13,0	...	...
PMI de servicios (*valor*)	54,8	53,9	53,2	53,5	53,6	42,5	7,1	27,9	...
Consumo									
Ventas comercio minorista	0,7	2,3	2,2	3,3	2,3	–3,7	–31,6	–19,0	...
Matriculaciones de automóviles	7,8	–3,6	–4,4	–7,9	5,1	–27,6	–96,5	–72,7	...
Indicador de confianza de los consumidores (*valor*)	–4,2	–6,3	–4,0	–5,8	–10,5	–10,3	–29,2	–28,8	–25,6
Mercado de trabajo									
Población ocupada [1]	2,7	2,3	2,4	1,8	2,1	1,1	–	–	–
Tasa de paro (% de la población activa)	15,3	14,1	14,0	13,9	13,8	14,4	–	–	–
Afiliados a la Seguridad Social [2]	3,1	2,6	2,8	2,5	2,2	1,2	–4,0	–4,6	...
PIB	**2,4**	**2,0**	**2,0**	**1,9**	**1,8**	**–4,1**	**–**	**–**	**–**

Precios

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

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

Sector exterior

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

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	04/20	05/20	06/20
Comercio de bienes									
Exportaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	2,9	1,8	2,3	1,7	1,8	1,0	–2,7	...	...
Importaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	5,6	1,0	3,9	3,0	1,0	–1,0	–3,9	...	...
Saldo corriente	**23,3**	**24,6**	**21,4**	**22,2**	**24,6**	**25,6**	**21,2**	**...**	**...**
Bienes y servicios	32,6	34,8	32,1	32,5	34,8	35,1	30,2	...	...
Rentas primarias y secundarias	–9,3	–10,2	–10,7	–10,2	–10,2	–9,5	–9,0	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación	**29,1**	**28,6**	**27,6**	**28,0**	**28,6**	**29,6**	**25,1**	**...**	**...**

Crédito y depósitos de los sectores no financieros [3]

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

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	04/20	05/20	06/20
Depósitos									
Depósitos de hogares y empresas	3,2	5,4	5,8	5,4	5,4	4,5	7,4	8,7	...
A la vista y ahorro	10,9	10,7	10,9	10,3	10,3	8,9	12,7	14,0	...
A plazo y preaviso	–19,9	–13,4	–12,8	–13,2	–13,9	–16,4	–16,6	–16,6	...
Depósitos de AA. PP.	15,4	8,8	15,7	3,7	–2,1	–6,2	–7,5	–9,2	...
TOTAL	**3,9**	**5,6**	**6,3**	**5,3**	**4,8**	**3,8**	**6,4**	**7,6**	**...**
Saldo vivo de crédito									
Sector privado	–2,4	–1,5	–1,1	–1,1	–1,5	–1,0	0,8	1,9	...
Empresas no financieras	–5,5	–3,4	–3,0	–2,3	–3,0	–1,7	4,1	7,2	...
Hogares - viviendas	–1,1	–1,3	–1,3	–1,6	–1,5	–1,7	–2,0	–2,1	...
Hogares - otras finalidades	2,8	3,2	4,4	3,4	2,2	2,5	0,6	0,5	...
Administraciones públicas	–10,6	–6,0	–7,2	–5,4	–1,2	1,7	2,0	–0,2	...
TOTAL	**–2,9**	**–1,7**	**–1,5**	**–1,4**	**–1,5**	**–0,9**	**0,9**	**1,8**	**...**
Tasa de morosidad (%) [4]	**5,8**	**4,8**	**5,4**	**5,1**	**4,8**	**4,8**	**4,7**	**...**	**...**

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 actividad portuguesa se reactiva, pero la caída sufrida en 2020 será muy intensa

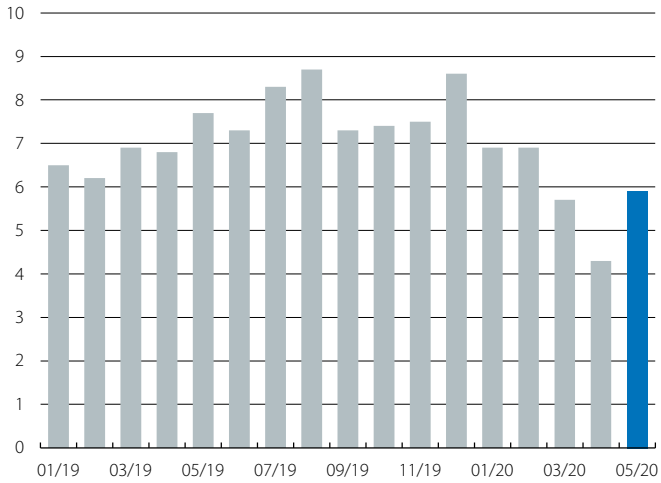
Restablecimiento gradual de la actividad. La retirada paulatina del confinamiento a lo largo de mayo trajo consigo una reactivación progresiva de la actividad. Así, el gasto con tarjetas de crédito y débito muestra un aumento de las compras en mayo hasta los 5.900 millones de euros (200 millones más que en marzo), mientras que las ventas de automóviles de pasajeros también se han ido recuperando entre mayo (5.741 unidades, frente a las 2.748 de abril) y junio (5.474 en los primeros 22 días del mes de junio, +73% respecto a los mismos días de mayo). Asimismo, a mediados de junio, el consumo de electricidad ya crecía algo más de un 9% respecto al mismo periodo de mayo. Sin embargo, más allá de esta reactivación inicial de la economía, el confinamiento (necesario para controlar la pandemia) ha generado una parada sin precedentes en la actividad económica que se reflejará en una caída muy marcada del PIB en el conjunto del 2T 2020. Pero, además de los efectos inmediatos de la paralización de la actividad entre mediados de marzo y abril, la evolución de la economía dependerá, en gran medida, de la propia evolución de la pandemia, sobre la que hay mucha incertidumbre. Sin una vacuna o un tratamiento efectivo, la pandemia seguirá condicionando la actividad económica, mientras que la incertidumbre probablemente pesará sobre las decisiones de empresas y familias. Por ello, hemos revisado a la baja nuestras previsiones para el PIB, y esperamos una contracción de la actividad portuguesa alrededor del 12% en 2020, seguida de un crecimiento del PIB algo superior al 8% en 2021.

El mercado laboral nota la intensidad de la recesión. En abril, la población empleada disminuyó casi un 2% interanual y la población inactiva aumentó en un 4,4%, fruto del impacto del confinamiento en las posibilidades de buscar empleo activamente. Además, la tasa de subempleo (una mejor medida del desempleo en la coyuntura actual, dado que incluye a los parados, a los empleados a tiempo parcial que desearían trabajar más y a los inactivos que desearían o podrían trabajar) se elevó hasta el 13,3% (12,4% en marzo). Asimismo, los indicadores disponibles para mayo y junio muestran un incremento notable de los parados registrados en las oficinas de empleo (mayo: +34% interanual y +30% respecto a lo registrado en el periodo precoronavirus; mediados de junio: +4% respecto a finales de mayo, una cifra algo más moderada gracias a la reapertura de sectores como el alojamiento y la restauración).

El saldo presupuestario de las Administraciones públicas empeoró sustancialmente en mayo (–4,1% del PIB en el acumulado del año, frente al –0,7% en el mismo periodo de 2019), lo que refleja un aumento del gasto y una disminución de los ingresos. A ello contribuyeron los gastos asociados con la lucha contra la pandemia (+915,4 millones de euros, especialmente por los gastos relativos a los programas de suspensión temporal del empleo y a la compra de equipos y productos médicos). Asimismo, las medidas de aplazamiento y de suspensión del

Portugal: pagos con tarjeta

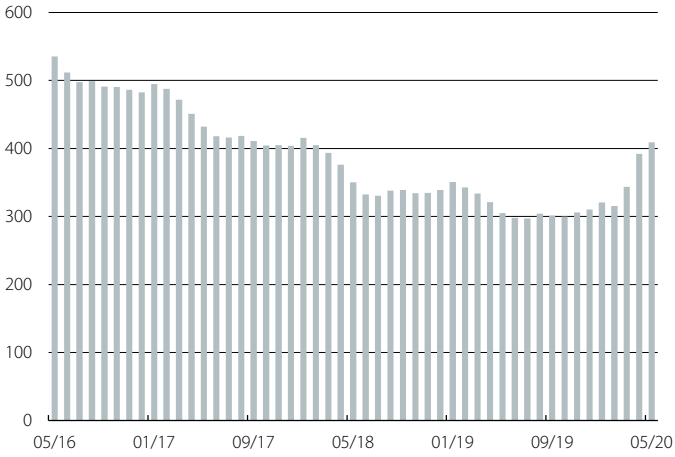
(Miles de millones de euros)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de SIBS Analytics.*

Portugal: desempleo registrado en los centros de ocupación

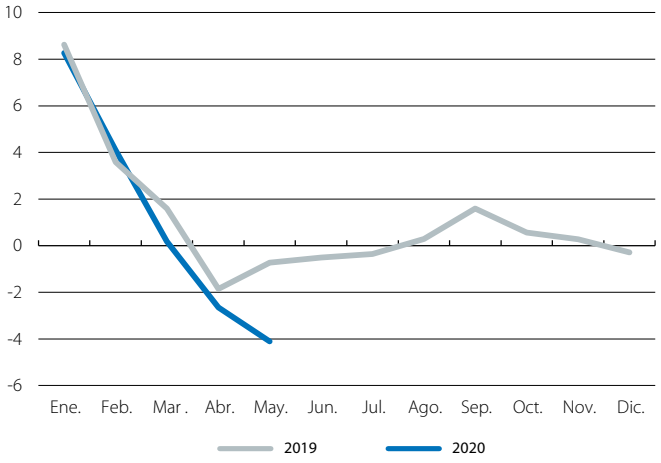
(Miles de personas)



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

*Portugal: saldo de las Administraciones públicas **

(% del PIB)



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

pago de impuestos contribuyeron a una menor recaudación de ingresos en 868,7 millones de euros. Estas tendencias seguirán intensificándose en los próximos meses, tanto por el hecho de que se espera que la recuperación de la actividad sea gradual como porque la política fiscal del Gobierno seguirá apoyando a la economía. En este sentido, el Gobierno prevé que el déficit alcance el 6,3% del PIB en 2020 (frente al superávit del +0,2% registrado en 2019).

La capacidad de financiación de la economía disminuyó hasta el 0,6% del PIB en el 1T 2020 (acumulado de cuatro trimestres). Ello supone un deterioro de 2 décimas respecto al cierre de 2019 y refleja un empeoramiento de las necesidades/capacidades de financiación en todos los sectores, excepto en las familias, que aumentaron su tasa de ahorro en 6 décimas (hasta el 7,4% de la renta disponible). Este incremento del ahorro de las familias podría reflejar tanto las restricciones propias del confinamiento como una mayor precaución en el gasto de los hogares en un entorno más incierto.

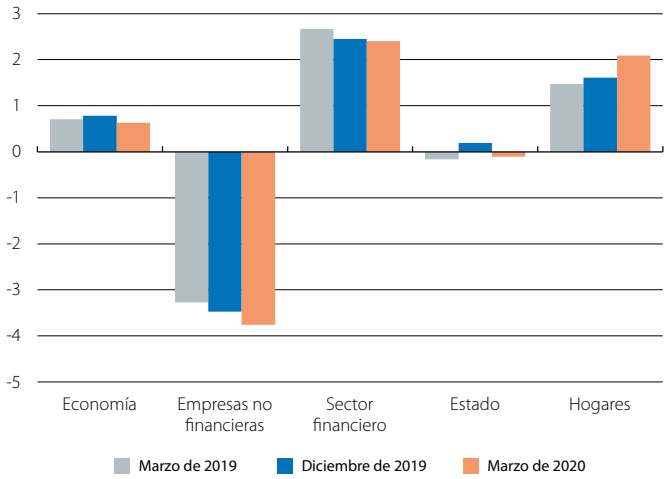
El déficit de la balanza por cuenta corriente se deterioró hasta el 0,6% en abril (1.173 millones de euros, acumulado de 12 meses), lo que supone un empeoramiento de 3 décimas respecto a marzo y de 5 décimas respecto al cierre de 2019. Este deterioro se debe, en gran medida, a la disminución del superávit de la balanza turística (5,7% en abril, –4 décimas respecto a diciembre de 2019 y el menor nivel desde el 2014), lastrada por las restricciones a la movilidad internacional. Por su parte, la balanza de bienes mejoró 1 décima respecto a finales de 2019, hasta el –7,8% del PIB.

Primeras señales del impacto de la COVID-19 en el mercado de la vivienda. En el 1T 2020, el índice de precios de la vivienda todavía registró un crecimiento del 10,3% interanual y del 4,9% intertrimestral. Sin embargo, en marzo, cuando se inició el estado de alarma, el número de transacciones disminuyó un 14,1% interanual y su valor se redujo en un 3,3%. Además, la caída de las transacciones se intensificó en abril, con un –17% interanual. Así, ante este debilitamiento de la demanda, es de esperar una ralentización en los precios en los próximos meses.

La COVID-19 copa los riesgos para la estabilidad financiera. El último informe de estabilidad financiera del Banco de Portugal destaca como principales riesgos del sector bancario: el aumento de la morosidad, la pérdida de valor de los activos inmobiliarios y de las carteras de deuda pública, la mayor presión a la rentabilidad en un entorno de bajos ingresos y aumento de provisiones, y la dificultad de las entidades para reforzar el capital en una unión bancaria incompleta. Adicionalmente, mencionan el riesgo del cibercrimen, asociado a una economía y un sistema financiero más digitalizados, y los riesgos financieros asociados al cambio climático. En cuanto a los últimos datos publicados, la cartera de crédito a los hogares se desaceleró en abril (1,5% interanual frente al 1,7% en marzo), debido a la moderación de la cartera de crédito al consumo por el frenazo en la nueva producción (–51% interanual en abril). En cambio, el crédito a empresas ajustado por ventas de carteras avanzó un 3,3% interanual en abril respecto al 2,5% en marzo, con una nueva producción que creció un 1% (sin refinanciaciones).

Portugal: capacidad de financiación por sector

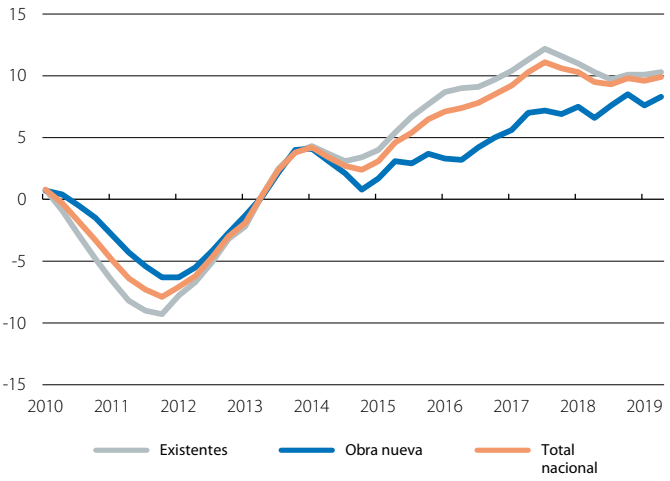
(% del PIB)



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

Portugal: precio de la vivienda

Variación promedio anual (%)



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

*Portugal: crédito al sector privado **

Abril de 2020

	Saldo (millones de euros)	Variación interanual (%)
Crédito a particulares	116.883	1,5
Crédito para vivienda	93.119	0,4
Crédito al consumo y otros fines	23.764	6,2
Consumo	17.246	10,5
Crédito a empresas	67.744	–1,8
Crédito total al sector privado	184.627	0,3

Notas: ** Crédito concedido al sector privado no financiero. Excluye titulizaciones.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de Portugal.*

Indicadores de actividad y empleo

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

	2018	2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	04/20	05/20	06/20
Índice coincidente de actividad	2,7	1,9	1,8	1,3	–0,2	...	–2,5	–4,0	...
Industria									
Índice de producción industrial	0,1	–2,2	–4,0	0,4	–1,4	...	–27,4	–26,0	...
Indicador de confianza en la industria (*valor*)	0,8	–3,2	–3,7	–4,3	–4,6	–24,8	–15,9	–26,8	–31,7
Construcción									
Visados de obra nueva (*acum. 12 meses*)	19,1	8,2	13,8	8,2	2,9	...	...	...	...
Compraventa de viviendas	16,8	1,7	–0,2	6,1	–0,7	...	...	...	...
Precio de la vivienda (*euro / m² - tasación*)	8,6	10,4	11,0	11,1	11,2	...	9,5	8,9	...
Servicios									
Turistas extranjeros (*acum. 12 meses*)	4,8	7,1	6,0	7,1	2,7	...	–7,3	...	...
Indicador de confianza en los servicios (*valor*)	14,1	12,9	11,5	10,6	5,8	–36,9	–18,2	–39,6	–52,9
Consumo									
Ventas comercio minorista	4,2	4,4	4,3	3,7	3,0	...	–21,8	–13,0	...
Indicador coincidente del consumo privado	2,5	3,3	3,9	3,0	–1,3	...	–5,7	–8,0	...
Indicador de confianza de los consumidores (*valor*)	–4,6	–8,0	–7,6	–7,1	–8,6	–27,7	–21,0	–29,1	–33,1
Mercado de trabajo									
Población ocupada	2,3	1,0	0,9	0,5	–0,3	...	–1,8	–4,0	...
Tasa de paro (*% de la población activa*)	7,0	6,5	6,1	6,7	6,7	...	6,3	5,5	...
PIB	**2,6**	**2,2**	**1,9**	**2,2**	**–2,3**	**...**	**...**	**...**	**...**

Precios

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

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

Sector exterior

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

	2018	2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	04/20	05/20	06/20
Comercio de bienes									
Exportaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	5,2	3,5	2,1	3,5	1,4	...	–2,2	...	...
Importaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	8,3	6,4	7,8	6,4	2,6	...	–1,6	...	...
Saldo corriente	**0,8**	**–0,2**	**–0,6**	**–0,2**	**–0,6**	...	**–1,2**	**...**	**...**
Bienes y servicios	1,5	0,8	0,2	0,8	0,4	...	–0,2	...	...
Rentas primarias y secundarias	–0,7	–1,0	–0,8	–1,0	–1,0	...	–1,0	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación	**2,8**	**1,9**	**1,4**	**1,9**	**1,5**	**...**	**1,2**	**...**	**...**

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2018	2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	04/20	05/20	06/20
Depósitos [1]									
Depósitos de hogares y empresas	3,8	5,0	5,3	5,2	5,7	...	6,6	...	...
A la vista y ahorro	14,3	14,4	15,1	14,9	16,5	...	17,0	...	...
A plazo y preaviso	–3,0	–2,4	–2,5	–2,8	–3,4	...	–2,5	...	...
Depósitos de AA. PP.	–1,9	–13,6	–17,1	–13,7	–7,6	...	–9,3	...	...
TOTAL	**3,5**	**4,0**	**4,1**	**4,2**	**5,1**	**...**	**6,0**	**...**	**...**
Saldo vivo de crédito [1]									
Sector privado	–1,5	–1,2	–0,7	–0,6	–0,2	...	0,3	...	...
Empresas no financieras	–4,0	–4,2	–3,3	–3,3	–3,5	...	–1,8	...	...
Hogares - viviendas	–0,8	–0,1	0,0	–0,2	0,1	...	0,4	...	...
Hogares - otras finalidades	4,2	4,1	4,2	6,3	8,5	...	6,2	...	...
Administraciones públicas	2,4	–8,5	–6,4	–7,1	–5,0	...	–4,0	...	...
TOTAL	**–1,4**	**–1,5**	**–1,0**	**–0,9**	**–0,4**	**...**	**0,1**	**...**	**...**
Tasa de morosidad *(%)* [2]	**9,4**	**6,1**	**7,7**	**6,1**	**...**	**...**	**...**	**...**	**...**

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.*

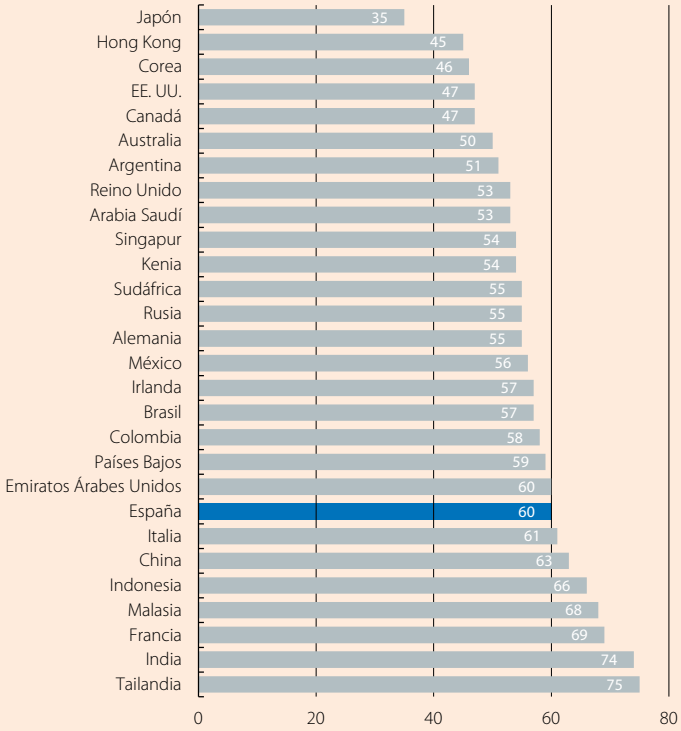
Capitalismo: ¿crisis?, ¿qué crisis?

¿Está en crisis el capitalismo? ¿Está fallando el «sistema económico basado en la propiedad privada de los medios de producción y en la libertad de mercado», según la definición de la Real Academia Española?

Como mínimo podemos señalar que algunas disfunciones sí que debe estar presentando: según un estudio de referencia de la Fundación Edelman, un 56% de los entrevistados afirmaban que el «capitalismo hace más mal que bien» y un 74% consideraban que era injusto.[1] También, en ese mismo estudio, en 22 de los 28 países examinados, más de un 50% de los encuestados opinaban que el capitalismo era dañino (un 60% en España). El cuestionamiento del capitalismo está, por tanto, geográficamente muy extendido, pero, quizás, es especialmente relevante la desafección que se está produciendo en EE. UU., sin duda el país que asociamos en mayor medida con la economía de mercado.

Rechazo al capitalismo en el mundo

(% de encuestados que afirman que el capitalismo tal y como existe actualmente hace más daño que bien en el mundo, 2020)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Fundación Edelman.*

Crisis en el kilómetro cero del capitalismo

Durante la actual carrera presidencial estadounidense, los medios de comunicación han destacado que una parte del electorado apoyaba posiciones «socialistas». Esa situación atípica seguramente explica por qué uno de los candidatos del Partido Demócrata, Bernie Sanders, fue capaz de mantenerse durante muchos meses como posible nominado a pesar de unas propuestas que, en el contexto norteamericano, podían considerarse más cercanas a los extremos que al centro. El hecho de que a los ojos de un votante europeo debamos traducir «socialista» por socialdemócrata para entender mejor lo que Sanders proponía no exime de reflexionar sobre el fondo del asunto: ¿está EE. UU., epicentro de la economía de mercado, cuestionando el capitalismo?

Los datos sugieren que, como mínimo, el modelo económico se está reevaluando en Norteamérica. Los estudios de opinión del Pew Research Center avalan la tesis de que, año tras año, un porcentaje significativo de estadounidenses tienden a mostrarse insatisfechos con el capitalismo.[2] Así, en 2019, un 33% de los encuestados afirmaban tener una visión negativa de este sistema económico y social. Por supuesto, la desafección con la economía de mercado no es homogénea, ya que varía en función de la ideología (mayor insatisfacción entre los demócratas), nivel de renta (menos apoyo cuanto menos ingresos) y edad (visión más crítica cuanto más joven se es).

Una mirada más amplia: de la crisis del capitalismo a las crisis del capitalismo

La cuestión ahora es hasta qué punto se trata de un fenómeno reciente. No es algo sencillo de responder, ya que la mayor parte de los estudios se ciñen a las últimas dos décadas. Una de las pocas excepciones son los datos recopilados por Blasi y Kruse,[3] que proporcionan una visión sobre el grado de contestación que recibe el capitalismo en EE. UU. desde 1938. Según este ejercicio, los niveles actuales de desafección con el capitalismo, en contra de nuestra tendencia a leer el presente como una época excepcional, no son extraordinarios, ya que en todas las grandes crisis decae su apoyo. Así sucedió en la Gran Depresión de los años treinta, en la que un 38% de los encuestados manifestaban posiciones con elementos anticapitalistas; en 1975, en plena «crisis del petróleo», en la que este porcentaje era del 34%, o en 2010, tras la Gran Recesión, en la que un 40% de los entrevistados manifestaban tener una imagen negativa del capitalismo. En los periodos de bonanza, en cambio, la cifra de críticos al sistema se situaba alrededor del 20%.

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

Capitalismo: disfunciones y *shocks* no son lo mismo

En definitiva, parece incuestionable que estamos en una fase de desafección creciente con el capitalismo, cuya extensión geográfica es amplia (y que alcanza al epicentro del sistema, EE. UU.) y que, con todo, no difiere en demasía de otras puntas de cuestionamiento de diferentes épocas. Ahora bien, en cada momento histórico, las críticas al capitalismo han tomado formas algo diferentes. ¿Cuáles son las actuales?

Cuando se revisan los múltiples debates y artículos sobre la cuestión, comienzan a aparecer una serie de elementos coincidentes: menor crecimiento económico que en el pasado; estancamiento, cuando no declive, de la productividad; aumento de la desigualdad de la renta y de oportunidades; tendencia al cortoplacismo; incapacidad de internalizar externalidades negativas (como el impacto medioambiental), o, finalmente, cierta inestabilidad financiera que no se puede acabar de suprimir.

Este cajón de sastre de males del capitalismo, así presentado, chirría a poco que se medite sobre él. Si hacemos una lectura menos superficial, podemos distinguir, realmente, que esta lista combina hechos de muy distinta naturaleza. Concretamente, se están mezclando dos tipos de elementos.

Los primeros son lo que podemos denominar disfunciones estructurales del capitalismo. La economía de mercado es un sistema que, por naturaleza, presenta una serie de características que tiene efectos indeseados. En el caso del capitalismo, estos son los denominados fallos de mercado, es decir, aquellos intercambios para los que el mecanismo de precios no ofrece la información precisa sobre sus beneficios y costes sociales y que requieren de intervención pública para, en la medida de lo posible, corregirlos. En esta categoría entran la regulación de externalidades negativas, como la contaminación. Otro elemento ubicado en esta categoría de disfunciones estructurales sería la tendencia a primar el corto plazo. Que existen disfunciones inherentes al capitalismo no es algo nuevo y, de hecho, gran parte de las instituciones con las que nos hemos dotado persiguen, realmente, minimizar dichos efectos. Por ejemplo, dotar de independencia a los bancos centrales es un intento de dar respuesta a la miopía de los decisores de la política monetaria. O la creación de un mercado de emisiones de CO_2 intenta contribuir a internalizar los costes sociales que genera la polución de las empresas.

El segundo bloque de «males» es distinto. Cuando se dice que el capitalismo ya no funciona (traducido como «no crecemos como en el pasado» y/o «solo beneficia a unos pocos») en el fondo lo que está sucediendo es algo distinto. En realidad, lo que está ocurriendo es que estamos en una etapa histórica de cambio acelerado, presidido por elementos como el salto tecnológico, la intensificación de la globalización, el envejecimiento demográfico o la transición ecológica. El capitalismo, en esta fase histórica, ciertamente actúa como intermediario frente a esta serie de *shocks* y tendencias, pero no puede considerarse el causante último. Esto no quiere decir que dicha mediación sea automática o neutral, ya que ciertamente (y aquí entramos en el punto clave de nuestro diagnóstico de la «crisis» del capitalismo) no todos los capitalismos son iguales.

Así se entiende, por ejemplo, que en uno de los puntos de tensión claves, que se da en ciertas economías que parecen no poder reconciliar crecimiento económico y capacidad de redistribución (o lucha contra la desigualdad), sea en realidad un *trade off* no tan obvio, ya que otros países sí que parecen haber encontrado un equilibrio razonable.

Capitalismo: un sistema adaptativo

Nuestra tesis es que estas diferencias entre capitalismos importan... y mucho. Aunque la defensa de dicha tesis será el objetivo de los siguientes tres artículos, queremos hacer un pequeño *spoiler* a nuestros lectores. La premisa básica es que, aunque existe un núcleo duro de características compartidas por todas las economías capitalistas, en la práctica se dan una serie de diferencias entre países (en puridad, entre grupos de países), que acaban conformando una serie de variedades del capitalismo claramente diferenciables y que dichas variedades funcionan mejor, o peor, según las características del entorno o del momento histórico. Por ejemplo, y para mencionar una preocupación actual de máxima relevancia, las capacidades para luchar contra pandemias no van a ser las mismas en una variedad del capitalismo que en otra.

De hecho, la existencia de variedades del capitalismo entre países apunta a un rasgo fundamental de este sistema económico, su capacidad de adaptación y de evolución. Ante las críticas de aquellos que entienden el sistema capitalista como algo monolítico e inmutable, una revisión histórica permite descartar esta visión tan estática, ya que, como se defenderá en nuestro artículo final, el capitalismo actual y el de 1945 presentan muchas diferencias. Por ello, y para convencerle, estimado lector, le pedimos que nos acompañe en los siguientes artículos del Dossier. Adentrémonos, pues, en esta visión enriquecida del capitalismo (capitalismos, en realidad) a fin de entender bien las causas y consecuencias de esta compleja interrelación entre tendencias globales, sistemas económicos y prosperidad.

Álvaro Leandro y Àlex Ruiz

Capitalismo, en la variedad está el gusto

EE. UU. y Alemania son muy distintos, es bastante obvio, pero comparten un rasgo común: ambos son países capitalistas. De hecho, si realizamos un rápido repaso al conjunto de países del mundo se acaba antes identificando a los que no son capitalistas, básicamente Corea del Norte y Cuba.[1] Por tanto, el capitalismo es el modelo económico no ya dominante sino prácticamente universal. Siendo esto así, cuando se observa la realidad económica con más detalle, empiezan a surgir algunos interrogantes: ¿es realmente el mismo sistema económico uno en el que el despido libre es habitual (EE. UU.) que otro donde está fuertemente regulado (la práctica totalidad de Europa)? ¿Uno en el que el gasto público social asciende al 31% del PIB (Francia) y otro en el que apenas supera el 11% (Corea del Sur)? Y podríamos seguir, pero la duda parece justificada: en realidad, ¿todos los países convencionalmente considerados como capitalistas, lo son? La respuesta breve es que sí, la economía se puede organizar bajo formas institucionales muy diversas sin dejar de operar bajo la lógica del mercado. O, en otras palabras, el capitalismo puede tomar formas sensiblemente distintas sin alterar su naturaleza profunda.

Economía de mercado liberal *versus* economía de mercado coordinada

Estas formas distintas se conocen, en la literatura académica, bajo la denominación de variedades del capitalismo. Se trata de una literatura cuya propia evolución ya ilumina sobre el tema que nos interesa y que es, tal y como planteamos en el artículo anterior del presente Dossier, la reflexión sobre las anomalías (bajo crecimiento, creciente desigualdad, etc.) que parece acumular el capitalismo. A nuestro juicio, estamos en mejor disposición de profundizar en este debate si somos capaces de identificar modalidades de capitalismo que están mejor preparadas para lidiar con estos problemas.

Pues bien, la primera gran distinción que ofrece esta literatura es bastante lógica, ya que postula la existencia de dos grandes variedades. La primera, que típicamente encarna EE. UU., es la que se denomina economía de mercado liberal y, como se aprecia en la primera tabla, está caracterizada por elementos como una mayor importancia de la coordinación a través del mercado, un elevado grado de flexibilidad laboral o un peso menor de la regulación y de la intervención pública. La segunda se conoce como economía de mercado coordinada o también como «economía social de mercado». Dicha variedad se caracteriza, entre otros aspectos, por una coordinación menos mediada por el mercado, por un mercado laboral más regulado y por un mayor peso de lo público.[2]

Principales características de las variedades del capitalismo fundamentales

	Economías de mercado liberales	Economías de mercado coordinadas
Mecanismos de coordinación y principales instituciones	Mercado y contratos	Mercado (en cierto grado) e instituciones no mercantiles (negociaciones colectivas, organizaciones multisectoriales, etc.)
Sectores claves	Sectores innovadores, de cambio radical y en los que el dinamismo sea importante	Sectores basados en la acumulación de competencias y de cambio incremental
Sistema político	Presidencialistas, pocos partidos, sistemas electorales mayoritarios y orientados a la competencia política	Varios partidos, sistemas proporcionales y parlamentarios y orientados a la creación del consenso
Tipo de estado de bienestar	Liberal, complementario	Universalista
Mercado laboral	Flexible y dinámico, preponderancia del marco legal a nivel de empresa, tendente a la alta rotación	Preponderancia del marco legal a nivel de sector o nacional, contratos de larga duración, rigidez y menor flexibilidad
Competencias y aptitudes de los trabajadores	Generales, que favorezcan la rotación entre sectores	Especializada e idiosincrática, orientada a la permanencia en el sector
Horizonte de la inversión productiva	Corto plazo	Largo plazo
Estructuras organizativas típicas en la empresa	Verticales, capacidad de decisión concentrada en los niveles directivos superiores	Horizontales, capacidad de decisión más compartida entre actores
Tipología de innovación	Dinámica, rupturista	Incremental

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

Un mundo de capitalismos diversos y en transición

Aunque atractivas por su sencillez, estas dos categorías parecen excesivamente simplificadas, ya que es una estructura demasiado rígida para dar cabida a la multiplicidad de formas de capitalismo que se observan, en particular desde que, tras la caída del Muro de Berlín, pasa a ser el modelo productivo preponderante. Así, a medida que las antiguas economías comunistas transitan hacia diferentes modalidades del capitalismo y los procesos liberalizadores de las economías europeas en el marco de la UEM se aceleran, que la globalización se extiende e incorpora a más países y, finalmente, que se acelera la revolución tecnológica, se constata que las formas híbridas del capitalismo toman mayor importancia.

1. Los países nominalmente comunistas son más, pero en la práctica son sistemas híbridos, con elementos de capitalismo fácilmente identificables. Un caso paradigmático en esta línea sería Vietnam… o incluso Venezuela.
2. Véase Hall, P. A. y Soskice, D. (Eds.). (2001). Varieties of capitalism: The institutional foundations of comparative advantage. OUP Oxford.

Así, es posible detectar variedades que comparten muchas de las características liberales, pero no todas (lo que llamamos economías de mercado cuasiliberales), u otras que se asemejan, pero con diferencias, a las economías sociales de mercado (las bautizamos como economías de mercado cuasicoordinadas). Además, una revisión del pasado más detallada demuestra que ha existido una variedad que se acostumbra a denominar economía con preponderancia estatal y que, caracterizada por un papel importante del Estado en los mecanismos de coordinación, ha sido relevante en ciertos países.

En definitiva, es posible utilizar esta literatura académica más reciente para construir una versión actualizada y con buena capacidad interpretativa del mundo capitalista existente.[3] Concretamente, la taxonomía propuesta se construye a partir de una serie de variables que reflejan la disparidad de acuerdos institucionales que se pueden tomar para organizar una economía de mercado (por ejemplo, grado de protección del trabajador, importancia de los mercados financieros, relaciones laborales, etc.). Mediante un ejercicio de segmentación, se pueden identificar países cuyos indicadores en estos ámbitos se asemejan y, de esa forma, se proponen las cinco variedades del capitalismo antes comentadas: economías de mercado liberales, coordinadas, cuasiliberales, cuasicoordinadas y con preponderancia estatal (véanse los resultados en la segunda tabla).

Variedades del capitalismo: países integrantes

	1990	2015
Economías con preponderancia estatal	Turquía Italia España Bélgica Grecia	
Economías de mercado coordinadas	Austria Alemania Dinamarca Finlandia Suecia Francia Países Bajos	Portugal Italia Francia
Economías de mercado cuasicoordinadas	Noruega Japón	Nueva Zelanda Japón Grecia Turquía Polonia Alemania Republica Checa Corea del Sur Hungría Polonia
Economías de mercado cuasiliberales	Australia Nueva Zelanda Irlanda Suiza	Suecia Irlanda Finlandia Dinamarca Austria Países Bajos Noruega España Bélgica
Economías de mercado liberales	Estados Unidos Reino Unido Canadá	Australia Canadá Estados Unidos Suiza Reino Unido

Nota: *Actualización de la clasificación de Schneider y Paunescu, con nuevos datos hasta 2015. Elaborada utilizando la técnica* cluster analysis, *un método de agrupamiento, con datos socioeconómicos e institucionales (por ejemplo, grado de protección del trabajador, importancia de los mercados financieros, relaciones laborales, etc.).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de Schneider y Paunescu (2012), y datos de la OCDE, UNCTAD, FMI y Banco Mundial.*

Tal y como se aprecia en la segunda tabla con nuestra clasificación actualizada de países en las distintas variedades del capitalismo, destaca un crecimiento de variedades híbridas de este, a saber, las cuasiliberales y las cuasicoordinadas. En particular, es importante destacar que países típicamente coordinados han relajado algunos de sus aspectos más característicos mediante reformas que introducen elementos liberales. El caso más paradigmático de hibridación sería, seguramente, Alemania, que pasa de ser arquetipo de economía de mercado coordinada a serlo cuasicoordinada tras las importantes reformas liberalizadoras de la década de los 2000 (en particular, las llamadas reformas Hartz del mercado laboral, que lo flexibilizaron de forma significativa). Otro elemento interesante por destacar sobre las transiciones entre variedades es que desaparece la que denominamos economía de mercado de preponderancia estatal. En gran medida es el resultado del proceso de liberalización que se dio en economías como la española o la portuguesa en el marco de su plena integración en el mercado europeo y las subsiguientes privatizaciones que se dieron en la transición hacia la creación de la moneda única.

En resumen, si estas dinámicas son una representación razonablemente buena del mundo en los últimos 30 años, cuando el lector las repase, es posible que recupere algunos de los interrogantes que manejábamos en el primer artículo del Dossier. Así, ¿cuáles de estas variedades son capaces de generar, de forma sostenida, mejores ritmos de crecimiento? ¿Cuáles limitan en mayor medida la tendencia hacia la desigualdad? ¿Cuáles son más innovadoras? De forma paradójica, el mundo académico ha prestado relativamente poca atención a esta relación entre variedades del capitalismo y resultados económicos y sociales. Aunque hay alguna excepción,[4] las preguntas relevantes para el ciudadano de a pie no han sido suficientemente estudiadas. Nosotros no podemos permitirnos el lujo de ignorar una cuestión tan relevante. Vayamos pues, en el siguiente artículo, a tratar de arrojar algo de luz en el ámbito de los resultados de las distintas variedades del capitalismo. Nos esperan algunas sorpresas.

Álvaro Leandro y Àlex Ruiz

3. Véase Schneider, M. R. y Paunescu, M. (2012). Changing varieties of capitalism and revealed comparative advantages from 1990 to 2005: A test of the Hall and Soskice claims. Socio-Economic Review, 10(4), 731-753.
4. Véase Acemoglu, D., Robinson, J. y Verdier, T. (2012). «Can't We All Be More Like Nordics? Asymmetric Growth and Institutions in an Interdependent World». NBER Working Paper 18441. National Bureau of Economic Research.Working Paper 18441. National Bureau of Economic Research.

Las promesas de las variedades del capitalismo, o sobre la imposibilidad de tenerlo todo

El filósofo político estadounidense John Rawls acuñó el concepto de «velo de la ignorancia». Bajo esta expresión un tanto críptica se encuentra una noción sugerente: para saber cuál es la mejor sociedad para vivir, hay que preguntarse «si no supiese qué posición tendría en esta sociedad, ¿en qué tipo de sociedad elegiría vivir al nacer?». Rawls lo planteaba en términos de una sociedad más justa, pero nosotros vamos a proponerle, estimado lector, la siguiente reflexión: a la vista de la evidencia disponible y de sus preferencias, ¿en qué variedad del capitalismo preferiría «vivir»? Repasemos el menú de grandes alternativas disponibles.

Una primera aproximación para perfilar el menú es comparar distintas características socioeconómicas en las diferentes variedades del capitalismo (véase la tabla adjunta). Como se ha mencionado en el artículo precedente, una primera gran distinción es entre aquellas economías con mayor coordinación a través del mercado, un elevado grado de flexibilidad laboral o un peso menor de la regulación y de la intervención pública (economías liberales) y aquellas caracterizadas por una coordinación menos mediada por el mercado, por un mercado laboral más regulado y por un mayor peso de lo público (economías coordinadas o también llamadas economías sociales de mercado). Además, se pueden identificar dos variantes que comparten algunas, pero no todas, las características (cuasiliberales y cuasicoordinadas) y una quinta variedad cuyo rasgo más relevante es la preponderancia de la actividad pública. Este ejercicio nos permite alcanzar una primera gran conclusión: en muchos ámbitos, las variedades híbridas, esto es, la cuasicoordinada y la cuasiliberal, parecen, en la actualidad, ofrecer buenas posibilidades en términos de crecimiento, innovación e inclusividad.

Pero, para afinar el análisis, hay que ir más allá de la radiografía actual y relacionar, mediante un ejercicio econométrico (véanse los detalles metodológicos en el gráfico), las principales variables socioeconómicas con las distintas modalidades del capitalismo y su evolución temporal desde 1990. Veamos, pues, el resultado de dicho análisis.

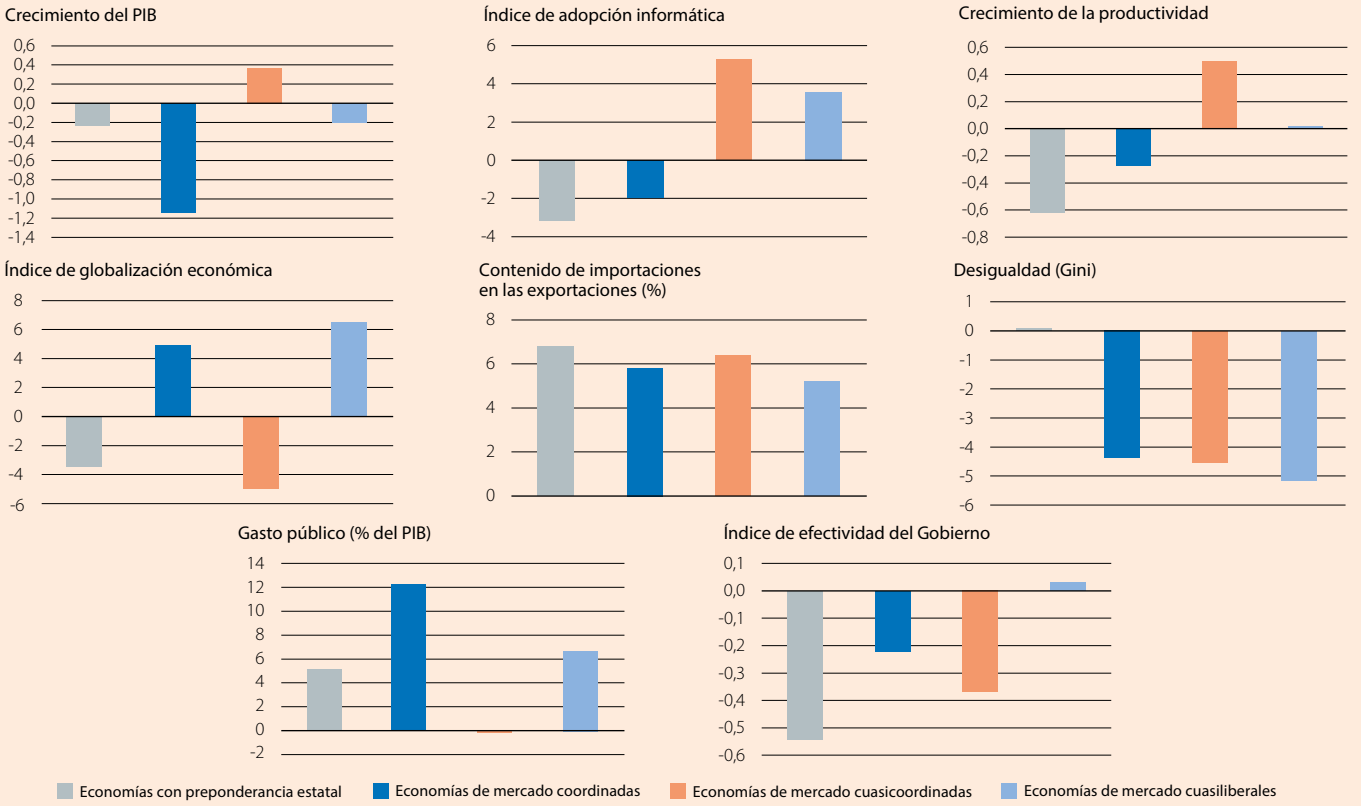
Principales características fundamentales de las variedades del capitalismo

	Economías de mercado liberales	Economías de mercado coordinadas	Economías de mercado cuasicoordinadas	Economías de mercado cuasiliberales
Dimensión de equidad				
Gini (2015-2018)	35,3	34,5	32,7	29,6
Índice de crecimiento inclusivo (2018)	5,2	4,4	4,7	5,4
Dimensión de crecimiento				
Crecimiento del PIB (2015-2020)	0,5	0,4	0,6	1,1
Inflación (2015-2020)	1,2	0,7	2,3	1,1
Dimensión de digitalización/tecnología				
Índice de adopción informática (2018)	74,0	69,8	71,9	76,3
Crecimiento de la productividad (2015-2018)	0,5	0,4	0,6	1,1
Crecimiento de la productividad laboral (2015-2019)	0,7	0,4	1,7	1,4
Teletrabajo (2018)	43,3	35,3	31,2	39,7
Dimensión de globalización				
Índice de globalización (2015-2017)	85,8	84,8	81,0	88,2
Índice de globalización económica (2015-2017)	74,5	75,5	71,6	83,5
Contenido de importaciones en las exportaciones (%) (2015)	18,8	29,0	27,8	27,0
Dimensión de importancia de la actuación pública				
Déficit en porcentaje del PIB (2015-2019)	–1,6	–2,5	–0,6	0,0
Deuda en porcentaje del PIB (2015-2019)	72,9	117,9	82,0	64,5
Camas de hospital por 1.000 (2015-2018)	3,3	4,2	7,0	3,9
Gasto total en sanidad en porcentaje del PIB (2015-2018)	11,8	9,8	8,0	9,8
Inversión en sanidad en porcentaje del PIB (2015-2018)	51,0	58,0	19,6	54,2
Calidad regulatoria (2015-2018)	1,7	0,9	1,0	1,6
Efectividad del Gobierno (2015-2018)	1,7	1,0	1,0	1,6
Dimensión de satisfacción de necesidades				
Esperanza de vida (2015-2018)	81,6	82,3	80,1	81,9

Notas: *Promedios de los años entre paréntesis. Valores mayores del índice de crecimiento inclusivo corresponden a mayor crecimiento inclusivo.*
Fuente: *CaixaBank, a partir de datos de la OCDE, del FMI, del Banco Mundial y del KOF Swiss Economic Institute.*

El impacto de las variedades del capitalismo sobre las principales variables socioeconómicas

Diferencia respecto a las economías de mercado liberales



Notas: *Estos gráficos muestran los resultados de 6 regresiones lineales MCO usando datos de panel con 26 países y 7 periodos. En cada regresión, la variable de respuesta es una de las seis variables socioeconómicas, y las variables explicativas son variables binarias que denotan la variedad de capitalismo a la que pertenece cada país en cada periodo (se excluye la variable binaria para la variedad de economías de mercado liberales) y variables de control de PIB per cápita y efectos fijos de tiempo. En los gráficos se ven las magnitudes de los coeficientes de las cuatro variables binarias de variedad del capitalismo. Como se excluyó la variable binaria para la variedad de economías de mercado liberales, estos coeficientes se pueden interpretar relativamente a esta variedad. Por ejemplo, los resultados de la regresión con el Gini como variable de respuesta sugieren que las economías de mercado coordinadas, en promedio y controlando por el PIB per cápita y efectos fijos de tiempo, tienen un Gini 4,37 puntos inferior a las economías de mercado liberales, mientras que, en las economías con preponderancia estatal, la diferencia con las economías de mercado liberales no es significativa.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Schneider y Paunescu (2012), de la OCDE, del Banco Mundial, del FMI, de UNCTAD y del KOF Economic Institute.*

El crecimiento como requerimiento irrenunciable

A lo largo del presente Dossier hemos reiterado que cualquier sistema económico que no es capaz de crear prosperidad hasta un nivel mínimamente aceptable está sentenciado. Pues bien, si de lo que se trata es de crecer, el ejercicio econométrico que aquí realizamos, y que se sintetiza en los gráficos adjuntos, es bastante concluyente: la cuasicoordinada y la liberal son las dos modalidades del capitalismo que más crecen a largo plazo. En sentido opuesto, la coordinada ofrece peores resultados en materia de crecimiento.

¿Cuál es la base de este resultado? En primer lugar, las economías cuasicoordinadas destacan por su mayor crecimiento de la productividad, bien sea medida en términos de productividad aparente del trabajo o en términos de productividad total de los factores (PTF). Otro ámbito que se puede relacionar con la prosperidad a largo plazo es la capacidad de aprovechar la globalización, pues se constata un vínculo claro entre el grado de apertura de una economía al comercio internacional y el crecimiento.

La gran disyuntiva: ¿eficiencia a cambio de equidad?

Hasta aquí, el menú de alternativas se puede sintetizar de la siguiente manera: si de lo que se trata es de crear prosperidad, más allá de hasta qué punto se hace de acuerdo con la innovación o la globalización, lo mejor es jugar sobre seguro y elegir economías liberales, cuasiliberales o cuasicoordinadas. Las de preponderancia estatal (cuando existían) son algo inferiores. Las coordinadas, mejor evitarlas. Pero ¿y si el precio por este crecimiento es un nivel de equidad inaceptablemente bajo? Juzgar la inaceptabilidad es algo que escapa a nuestras posibilidades y que va a depender de las preferencias de cada cual. Lo que sí podemos ordenar son las variedades del capitalismo en función de su capacidad para ser más o menos equitativas. Los resultados arrojan algunas sorpresas.

Así, mientras (como cabía esperar) las economías liberales son las que menor equidad exhiben, sorprende en cierta medida que las modalidades «híbridas», es decir, las cuasiliberales y las cuasicoordinadas, sean más equitativas que las coordinadas. No deja

de ser una paradoja que, a pesar de que las coordinadas son economías con un mayor gasto público que el resto –lo que sugiere una mayor preponderancia de lo público en la economía–, esto no se traduce en mayores niveles de equidad. Parte del problema podría ser que los indicadores de eficiencia del sector público de las economías coordinadas no son demasiado buenos, aunque lo cierto es que las economías de preponderancia estatal y las cuasicoordinadas tampoco brillan en este ámbito.

Sobre las posibilidades de elegir

En cualquier caso, a partir de nuestro análisis llegamos al interesante resultado de que al menos dos de las variedades del capitalismo, la cuasicoordinada y la cuasiliberal, han sido capaces de ofrecer resultados satisfactorios en materia de crecimiento y simultáneamente alcanzar un buen nivel de equidad (al menos en términos comparados). Ello nos ofrece un punto de esperanza para contrarrestar las visiones apocalípticas que niegan al capitalismo la posibilidad de alcanzar un cierto punto de equilibrio virtuoso en dimensiones claves del bienestar humano.

La cuestión, no obstante, es plantearse si esta preferencia por una u otra variedad del capitalismo se deriva exclusivamente de consideraciones económicas. Aunque no es posible aquí explorar en detalle la cuestión, sí que puede apuntarse hacia una tesis de fondo: los elementos culturales, definidos en sentido amplio, seguramente también son importantes. En un Dossier anterior[1] constatábamos que lo que allí denominábamos el giro iliberal de la política económica se podía vincular, en un grado no despreciable, a factores culturales como los valores de cada sociedad. El hecho de que, como se explica en el artículo «Capitalismo, en la variedad está el gusto» de este mismo Dossier, en las dos últimas décadas el número de países que forman parte de la categoría de economía liberal se haya visto reducido a la mitad se puede vincular, en cierta medida, a dicho giro iliberal. Por tanto, sin negar el peso de los factores económicos, tampoco hay que obviar que los elementos culturales también parecen estar tras esta opción. Una lección que hay que recordar porque, tal y como se va a explorar en el siguiente artículo del Dossier, vienen tiempos exigentes para las variedades del capitalismo menos equipadas para el mundo en el que nos adentramos.

Álvaro Leandro y Àlex Ruiz

1. Véase el Dossier «La amenaza del giro iliberal» en el IM01/2020.

Capitalismo(s) para el mundo del mañana

A estas alturas del Dossier confiamos en haber convencido al lector de que las diferentes variedades del capitalismo ofrecen una combinación de resultados económicos y sociales distintos. Ninguna de ellas es, *a priori*, intrínsecamente mejor que las otras, todo dependerá del contexto histórico que toque vivir: algunas de ellas están mejor equipadas para ciertas situaciones, mientras que funcionarán peor en otras circunstancias. Así pues, en el mundo en el que nos adentramos, ¿cuáles van a ser las variedades del capitalismo que potencialmente van a funcionar mejor? Y, para las restantes, ¿existe esperanza de cambio y evolución?

El mundo del mañana empezó ayer

Escribimos, todavía, bajo el impacto de la COVID-19 y su halo de incertidumbre, incomparablemente mayor que el de los viejos tiempos. En esta tesitura, ¿podemos llegar a definir algunos aspectos claves del futuro a medio y largo plazo que no se vean superados por la vorágine de los acontecimientos? Con toda la prudencia posible, creemos que la revisión de las lecciones del pasado nos proporciona dos grandes conclusiones. La primera es que la historia nos recuerda que los grandes *shocks*, entre ellos pandemias como la actual, tienen efectos estructurales, es decir, cambian la dinámica de largo plazo.[1] La segunda es que dichos *shocks* actúan en muchas dimensiones, pero una de las más fundamentales es la institucional.

Las variedades del capitalismo no dejan de ser el resultado de una combinación determinada de una serie de elementos institucionales. Por tanto, lo que ahora hay que plantearse es qué tipo de presiones van a sufrir las distintas variedades debido a la transmisión del *shock*. Es el momento de lanzar cuestiones como que si las variedades que más pivotan sobre la coordinación a través del mercado, un elevado grado de flexibilidad laboral o un peso menor de la regulación y de la intervención pública (economías liberales) van a funcionar mejor. O si, en cambio, van a ser aquellas caracterizadas por una coordinación menos mediada por el mercado, por un mercado laboral más regulado y por un mayor peso de lo público (coordinadas o también llamadas economías sociales de mercado). O, quizás, en el futuro, van a rendir mejor las variedades «híbridas» (cuasiliberales y cuasicoordinadas).

Dimensiones críticas de cambio: dinamismo económico, resiliencia y equidad

En los últimos meses se han prodigado los análisis en los que se ponen sobre la mesa diferentes aspectos de nuestra economía, sociedad y política que van a cambiar como resultado de la pandemia. Así, se destaca que se va a producir una aceleración de tendencias como, por ejemplo, la digitalización, con nuevas formas de trabajar o de consumir. O también que vamos a ver cambios en las formas de producir, con una basculación a cadenas de valor menos fragmentadas globalmente. Asimismo, se menciona el mayor peso de los gobiernos y de la actuación pública para aguantar el golpe económico y para proporcionar mayores recursos al sistema sanitario.

Más allá de que seguramente se podría ampliar, esta lista es suficiente para ilustrar tres grandes dimensiones que aglutinan lo que podríamos denominar las demandas, o exigencias, sobre el sistema: el dinamismo económico, la resiliencia y la equidad. No son, ciertamente, compartimentos estancos, pero definirlos como bloques distintos nos puede ayudar a entenderlos mejor.

La dimensión del dinamismo económico es crítica en cualquier sistema económico, ya que, a nuestro entender, si no se cumple, el sistema sencillamente se colapsa. El comunismo fracasó porque sus niveles de eficiencia y, en consecuencia, de crecimiento eran muy bajos. El capitalismo, en cambio, es preponderante porque tiende a ser eficiente y, como resultado, capaz de ofrecer crecimiento económico de forma sostenida en el tiempo. Por tanto, esta es una demanda que, en el futuro, se va a mantener, como ya sucedía en el pasado.

Una segunda dimensión es la de la resiliencia, que subyace a muchos de los cambios antes mencionados. Se trata de garantizar que el sistema económico sea más sólido que en el pasado. Dicha resiliencia opera a distintos niveles, como la basculación hacia proveedores locales (que se perciben menos vulnerables) o la deslocalización de grandes sedes empresariales en unidades más pequeñas (incluso en los hogares de los empleados). Pero también decisiones de política pública, como reforzar los recursos sanitarios o intervenciones económicas para apoyar las necesidades privadas de liquidez y financiación. Esta dimensión de resiliencia es relativamente nueva y se ha acelerado tras la pandemia, aunque en algunos elementos ya se empezaba a plantear en los últimos años.

Finalmente, la última dimensión es la de la equidad. En sentido estricto, muchos sistemas económicos han sido capaces de generar suficiente crecimiento económico durante largos periodos sin atender a los aspectos de equidad. Sin embargo, al menos desde la Gran Recesión de 2008-2009, se ha puesto de manifiesto que la sociedad entiende que un cierto grado de inclusividad del crecimiento es irrenunciable. La crisis de la COVID-19, a nuestro juicio, intensifica la demanda de prosperidad para todos (o, al menos, para muchos), como atestiguan las medidas, en concepción o en marcha, que deberían promover el crecimiento inclusivo.

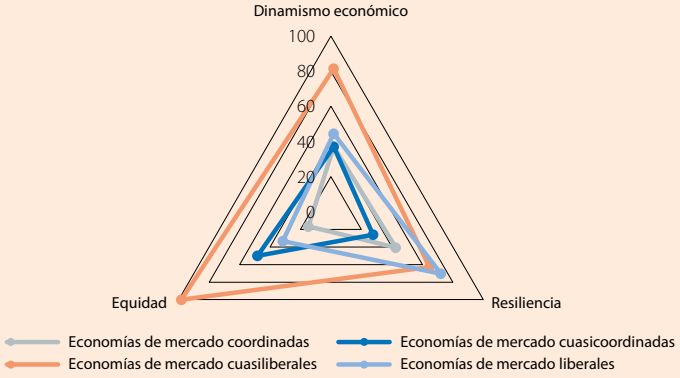
1. Al respecto, véase el Dossier «El mundo después de la COVID-19» en el IM05/2020.

Presiones distintas sobre las variedades del capitalismo

¿Están las distintas variedades del capitalismo preparadas para satisfacer las demandas de dinamismo, resiliencia y equidad? A fin de responder a esta cuestión fundamental, hemos asociado una serie amplia de características socioeconómicas que habíamos compilado en el artículo «Las promesas de las variedades del capitalismo, o sobre la imposibilidad de tenerlo todo» a las tres dimensiones ya mencionadas (véase el gráfico).

Como era de esperar, las diferentes variedades no están en las mismas condiciones de afrontar las demandas anteriormente citadas. Así, las economías cuasiliberales (donde según nuestra clasificación se encuentran actualmente, entre otros, España y los países nórdicos) son las que parecen estar en mejor posición, ya que ofrecen resultados elevados en las tres dimensiones: su punto de partida es el mejor en materia de dinamismo económico y equidad, y el segundo mejor en resiliencia. A distancia, las economías liberales tienen niveles de resiliencia parecidos a las cuasiliberales, pero con menor crecimiento y equidad. Finalmente, las economías cuasicoordinadas y coordinadas parecen estar sometidas a mayores tensiones, ya que, aunque ambas variedades exhiben un nivel de dinamismo económico similar, las coordinadas son las que están relativamente peor posicionadas en términos de equidad, mientras que las cuasicoordinadas se alejan de las restantes variedades en resiliencia.[2]

Variedades del capitalismo: posición en dimensiones claves en el futuro



Notas: *Se calcula un índice de 0 a 100 en cada dimensión, de manera que si una variedad es la mejor en todas las variables que componen la dimensión puntúa 100 y si es la peor recibe un 0. La dimensión de dinamismo económico la integran el crecimiento, la inflación, el índice de adopción TIC, el crecimiento de la PTF, el crecimiento de la productividad laboral, el índice de teletrabajo, el índice de globalización total, el índice de globalización económica y el contenido de las importaciones en las exportaciones. La dimensión de equidad la componen el índice de Gini y el de crecimiento inclusivo.*
La dimensión de resiliencia la componen el índice de adopción TIC, el índice de teletrabajo, la deuda pública, el déficit público, las camas de hospital por 1.000 habitantes, el gasto total en sanidad, la inversión en sanidad, la calidad regulatoria y la efectividad gubernamental.
Fuente: *CaixaBank Research.*

Este diagnóstico nos indica ciertamente qué variedades están en mejor o peor disposición de afrontar a corto plazo el *shock*, pero no implica que esa sea la situación a largo plazo, ya que uno de los elementos fundamentales del capitalismo es su capacidad adaptativa.

Sobre la posibilidad de cambio en el capitalismo

Como hemos visto en el artículo «Capitalismo, en la variedad está el gusto», en las últimas décadas el capitalismo de preponderancia estatal ha desaparecido y las variedades más «puras», como la liberal y la coordinada, han perdido representantes en favor de modelos «híbridos». Eso nos sugiere que el cambio no es una posibilidad teórica, es una realidad histórica. En condiciones normales, las instituciones que conforman las variedades del capitalismo evolucionan lentamente. Sin embargo, cuando se producen grandes disrupciones, esa evolución se acelera o incluso, en casos dramáticos, pueden aparecer otras nuevas. Otra vez, construir escenarios de futuro es muy incierto, pero el pasado nos puede aportar algunas lecciones.

Cuando se revisa la historia institucional del capitalismo en los últimos dos siglos, se identifican tres grandes etapas.[3] La primera se inicia a mediados del siglo XIX y alcanza, con notables vaivenes, hasta el periodo de entreguerras. Se trata de un mundo en el que el capitalismo toma la forma que habitualmente describimos como de *laissez-faire*, es decir, con pocos contrapesos regulatorios e institucionales al mercado y una situación, en la mayor parte de los países, de estado del bienestar inexistente o incipiente. En el ámbito financiero es el momento del patrón-oro.

Tras la Segunda Guerra Mundial, el sistema muta y se introducen elementos de intervención pública de notable importancia (por ejemplo, se desarrolla el estado de bienestar en Europa), se construye el sistema de instituciones multilaterales y se empiezan a establecer las bases de la globalización económica y financiera actual. Es el momento de la política económica keynesiana.

Finalmente, tras el colapso del sistema de Bretton Woods y los *shocks* de oferta de las décadas de los setenta y ochenta del pasado siglo, el capitalismo se reforma con una disminución del peso de lo público en el sistema económico, el abandonamiento del keynesianismo y el giro hacia la economía de la oferta y la instauración de lo que, en un Dossier anterior, denominábamos el consenso liberal.[4]

De este somero repaso se deriva una conclusión simple pero poderosa: desde 1850, aproximadamente, el capitalismo se ha ido transformando, en parte como respuesta ante *shocks* y tendencias muy variadas, y en cada transformación el entramado institucional que lo sostiene también ha ido mutando. Ha sido esta capacidad adaptativa la clave de su supervivencia y, creemos que, en esta ocasión, no tendría que ser diferente.

Álvaro Leandro y Àlex Ruiz

2. Estos resultados son distintos de los que hallábamos en el análisis del artículo anterior, en el cual las cuasicoordinadas salían mejor paradas, aunque los dos análisis difieren, ya que aquí nos centramos en la posición actual de las economías. Con toda la cautela necesaria, nuestra interpretación es que, de cara al futuro, es más relevante la posición actual en las distintas dimensiones que la que deriva del análisis histórico desarrollado anteriormente.
3. Sobre la cuestión, véase, por ejemplo, Ruggie, J. G. (1982). «International regimes, transactions, and change: embedded liberalism in the postwar economic order». International organization, 36(2), 379-415.
4. Véase el Dossier «La amenaza del giro iliberal» en el IM01/2020.

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:

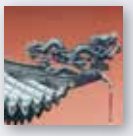
El dilema COVID-19: movilidad y economía

En un momento en el que muchos países han empezado a modular las medidas de distanciamiento social, analizamos la relación entre movilidad y actividad económica y cómo esta puede afectar al desempeño de la economía a corto plazo.

La COVID-19 da un empujón al teletrabajo

La crisis sanitaria provocada por la COVID-19 ha obligado a gran parte de la sociedad a adaptarse al trabajo en remoto, una práctica relativamente minoritaria en España antes de la eclosión de la pandemia. ¿Tiene España simplemente un bajo potencial para el teletrabajo o, por el contrario, lo tiene, pero no lo está explotando?

Recuperación gradual en China: optimismo cauteloso con algunos lastres



China va un trimestre por delante que el resto de países, por ser el primero en haber sufrido la COVID-19 y por haber contenido la epidemia. Estudiamos la velocidad de su recuperación para obtener pistas sobre cómo evolucionarán las economías avanzadas en los próximos meses.

La nueva Europa verde

A pesar de que en estos momentos nuestros esfuerzos deben concentrarse en combatir los efectos del coronavirus, no podemos olvidar que el cambio climático es uno de los principales retos que afrontamos en el siglo XXI. Analizamos cómo se está posicionando la UE frente al reto ambiental, el *Green Deal* que propone Europa y el papel que puede jugar el sector financiero.

El mundo después de la COVID-19

La COVID-19 está sumiendo al mundo en una recesión sin precedentes modernos. ¿Cómo nos cambiará? Exploramos las lecciones que nos ofrece la historia y analizamos las transformaciones de los sistemas productivos y el papel de la política económica.

Notas Breves de actualidad económica y financiera

Seguimiento y valoración a tiempo real de la actividad económica en España, Portugal, la eurozona y las principales economías internacionales, así como de los mercados financieros y las reuniones del Banco Central Europeo y de la Reserva Federal. Suscríbete en www.caixabankresearch.com.

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., 2020
© Banco BPI, 2020

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