

El anuncio del inicio de la vacunación contra la COVID-19 (que comenzó el 27 de diciembre del año pasado) y la reducción durante noviembre del número diario de nuevos contagiados por dicho virus (bajaron desde unos 23.000 hasta 5.000), confluyeron para que se extendiera la impresión de que lo peor ya había pasado. Así, **la expectativa que prevaleció durante las fiestas navideñas fue la de una situación sanitaria, económica y laboral que comenzaría a mejorar** con el inicio del nuevo año.

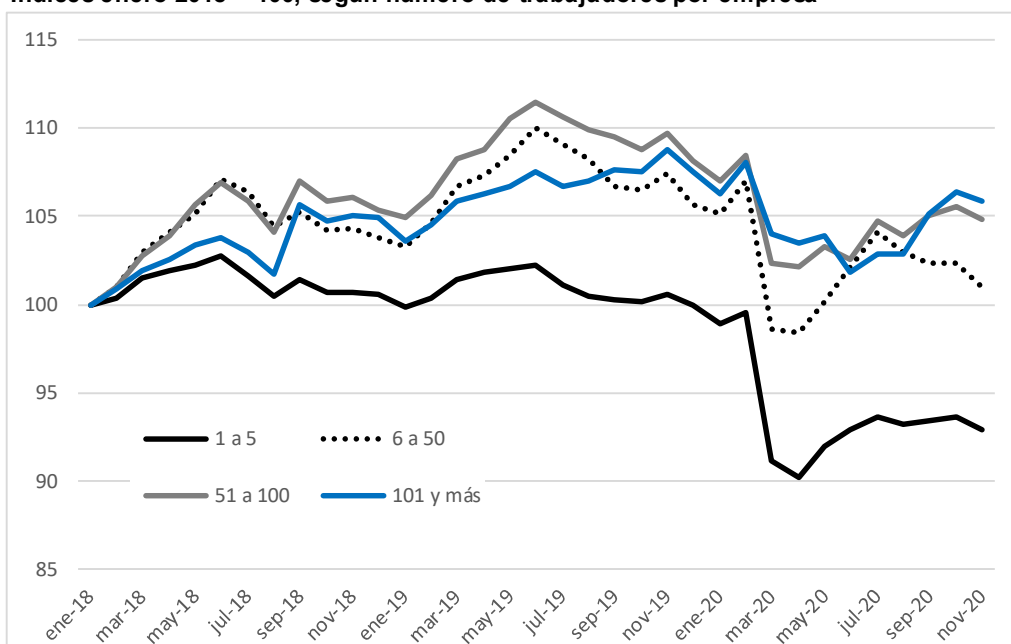
El contraste con la realidad no pudo ser mayor. En enero, el número de contagiados llegó a aumentar en más de 44.000 casos diarios, la cifra diaria de fallecidos superó los 400 durante varios días seguidos y se extendieron todo tipo de restricciones a la movilidad de las personas y al normal funcionamiento del comercio, la hostelería y otros sectores. Una situación que se creía ya superada, retornó con más crudeza.

El significado de todo lo anterior sobre la actividad económica y el empleo es múltiple: **golpea la confianza** de los consumidores que, por ejemplo, postergan compras de bienes duraderos; las **755.000 personas que están en ERTES** tienen más difícil normalizar su situación laboral, por lo que siguen con sus ingresos reducidos; muchas **pequeñas empresas agotan su capacidad de resistencia**. En los últimos doce meses a noviembre (último dato disponible), **desaparecieron 107.600 empresas** (7,2% del total). **Un 80% de las firmas cerradas tenía entre 1 y 5 trabajadores.**

No solo España se encontró con que las primeras semanas del año resultaron peores de lo pensado. Distintos países europeos, en especial **Reino Unido y Francia**, también adoptaron diversas medidas para contener la expansión del virus, que significarán peores resultados económicos. Dado que dos tercios de las exportaciones de nuestro país se dirigen a otros miembros de la UE, cualquier empeoramiento de la actividad económica de estos repercute negativamente en la economía española.

EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE EMPRESAS

Índices enero 2018 = 100, según número de trabajadores por empresa



Fuente: Barceló & asociados sobre la base de Seguridad Social.

Si hace tres meses cabía razonablemente suponer una recuperación del PIB del orden del 7% para 2021, **hoy cabe moderar esa previsión hasta alrededor del 4%**. La mejor expectativa que con realismo se puede hacer ahora es que al final de 2022 la economía recupere los niveles de actividad y empleo de 2019. Es decir que en 2021 se recuperaría menos de la mitad de lo perdido en 2020, mientras que el resto se terminaría de recuperar en 2022.

Si tenemos en cuenta que durante prácticamente un trimestre de 2020 la economía estuvo paralizada por el confinamiento domiciliario, es claro que **la recuperación del 4% se explicará en gran medida por el efecto estadístico** previsto para el segundo trimestre: al compararse con un momento de parálisis económica, los niveles de producción y ventas de marzo, abril y mayo mostrarán variaciones interanuales positivas muy grandes. Evidentemente, interpretar eso como síntoma de una recuperación vigorosa será un error.

Por ejemplo, las ventas del comercio al por menor, corregidas de cambios en los precios, cayeron un 28,9% interanual en abril pasado. En abril próximo, es probable que esa variable se incremente cerca del 30%. Aun así, las ventas minoristas de abril 2021 serían algo menores que las del mismo mes de 2019.

Mientras tanto, la realidad que muestran los últimos datos disponibles es la de una economía que, tras un aceptable (dadas las circunstancias) tercer trimestre, volvió a debilitarse en la última parte del año. En

noviembre, el índice de **producción industrial** cayó 3,8% en comparación con un año antes, al tiempo que las **ventas de vehículos** menguaron un 12,9%, las del **comercio minorista** un 5%, las del **comercio al por mayor** un 9,1% y las de la **hostelería** un 60% (todos los datos de ventas están corregidos por la variación en los precios). La gran excepción es el **comercio electrónico**, cuyas ventas fueron espoleadas por la pandemia: en noviembre avanzaron un 53,4% interanual, habiéndose más que duplicado en los últimos cuatro años.

La Comisión Europea suspendió la aplicación de las reglas fiscales (déficit fiscal y deuda pública) durante 2020 y 2021, para que los gobiernos pudieran adoptar las medidas que

INDICADORES DE ACTIVIDAD ECONÓMICA

Variaciones interanuales de noviembre



Nota: los datos de ventas y facturación están corregidos de la variación de precios.
Fuente: Barceló & asociados sobre la base de INE

creyeran convenientes para combatir la pandemia sin restricciones de gasto público. España es el país que con mayor despreocupación aprovechó tal suspensión: **el año pasado fue el país de la UE con mayor déficit fiscal** (cerca de 12% del PIB), y lo volverá a ser tanto este año como el próximo (con desequilibrios previstos cercanos a 10% y 8%, respectivamente).

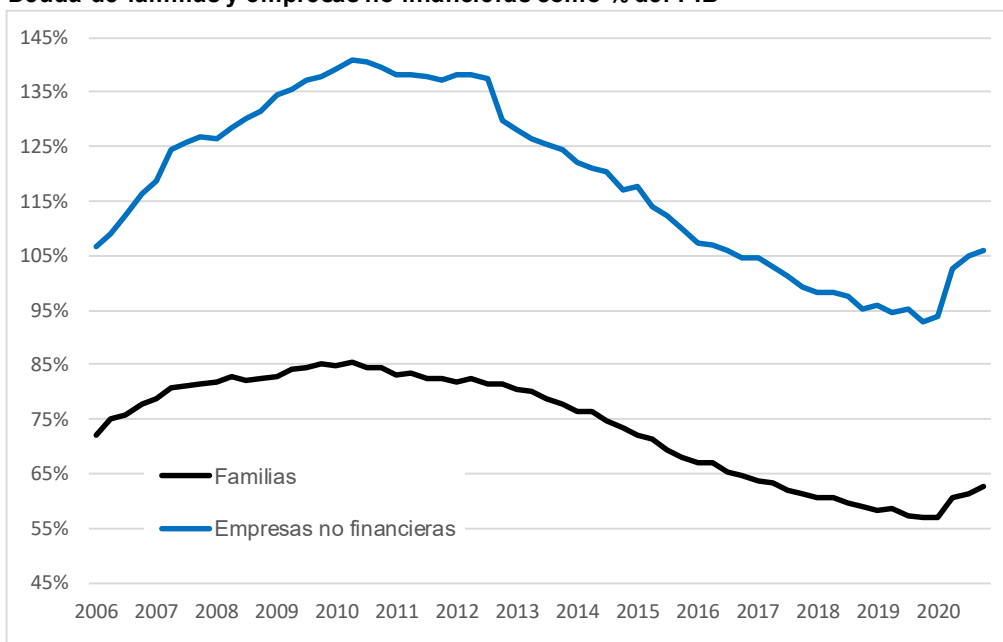
Lo anterior implica dos cosas. En primer lugar, que **España es el país de la UE que más aumentará su deuda pública en el trienio 2020-2022**. Eso la llevará a superar el 130% del PIB en 2023 y a marcar un nuevo máximo histórico (el actual es de 131% del PIB, alcanzado en 1899) antes de empezar a descender. En segundo lugar, que **la recuperación económica española es la más dependiente del gasto público** y, por lo tanto, la que potencialmente puede quedar más condicionada por el proceso de reducción del déficit fiscal que deberá iniciarse en 2022.

La literatura económica coincide en definir que a partir de cierto punto (entre 80% y 90% del PIB), la deuda pública lastra el crecimiento económico. Pero eso mismo ocurre cuando la deuda de empresas y familias alcanza un nivel similar.

Con la **deuda de las familias** no hay grandes problemas. Tras una década cayendo, los hogares recortaron su endeudamiento desde el 86% del PIB hasta poco menos de 63% ahora (en total, devolvieron 215.500 millones de euros). La subida que se ve en el gráfico siguiente se explica totalmente por la caída del PIB y no por un mayor endeudamiento.

El caso es diferente con la **deuda de las empresas no financieras**. La misma alcanzó un máximo equivalente a 141% del PIB en 2010, momento a partir del cual comenzó a bajar. Hasta el final de 2018, las empresas devolvieron 331.700 millones de euros. Desde allí en adelante, su endeudamiento volvió a crecer. Lentamente en 2019 y de forma más marcada en 2020. Además, la caída del PIB hizo que, en relación al mismo, la deuda de las empresas volviera a situarse por encima del 100%. Precisamente cuando se acercaba a un nivel más compatible con el crecimiento económico, la deuda privada volvió a aumentar. **El 106% del PIB**

LA DEUDA PRIVADA EN LOS ÚLTIMOS 15 AÑOS
Deuda de familias y empresas no financieras como % del PIB



Fuente: Barceló & asociados sobre la base de INE y Banco de España

en el que terminó 2020 supone un incremento de más de 13 puntos porcentuales en un solo año.

El principal riesgo de mediano plazo es que la combinación de una deuda pública excesiva y un endeudamiento privado más allá de lo que el análisis económico muestra que es recomendable para facilitar la expansión de la economía, **deriven en una etapa de crecimiento débil que dificulte bajar la tasa de paro a un nivel “civilizado”**. Mucho más si se prioriza la reducción del déficit fiscal mediante nuevas subidas de impuestos y más aún si los tipos de interés suben antes de lo previsto.

ECONOMÍA ESPAÑOLA EN SÍNTESIS

	Unidad	2018			2019				2020				2021
		II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I (p)
Actividad económica													
PIB	2015=100	110,1	108,4	112,0	106,8	112,2	110,4	113,8	102,7	88,0	100,4	105,0	100,2
Var. interanual	%	2,4%	2,1%	2,5%	2,6%	1,9%	1,8%	1,6%	-3,8%	-21,6%	-9,1%	-7,7%	-2,5%
Consumo privado	2015=100	106,0	107,0	109,5	109,1	106,3	108,4	110,5	101,9	80,3	99,0	102,9	101,1
Var. interanual	%	1,7%	1,6%	1,0%	0,9%	0,3%	1,4%	1,0%	-6,5%	-24,4%	-8,7%	-6,9%	-0,8%
Inversión - Construcción	2015=100	129,2	112,4	119,7	119,6	132,7	113,3	115,9	111,5	99,5	99,8	112,1	111,5
Var. interanual	%	10,6%	7,8%	7,8%	6,2%	2,7%	0,8%	-3,2%	-6,8%	-25,0%	-11,9%	-3,3%	-0,0%
Inversión - Bs. de Equipo	2015=100	136,2	105,2	115,4	122,8	134,6	112,2	119,7	113,6	90,2	104,8	109,1	109,8
Var. interanual	%	12,4%	6,0%	1,1%	9,8%	-1,2%	6,7%	3,7%	-7,5%	-33,0%	-6,6%	-8,8%	-3,3%
Producción industrial	2015=100	107,5	101,3	105,1	107,3	109,3	102,3	105,4	100,3	82,9	97,1	104,2	
Var. interanual	%	0,9%	0,3%	-2,8%	-0,1%	1,7%	1,0%	0,3%	-6,5%	-24,2%	-5,2%	-1,2%	
Facturación Servicios (1)	2015=100	119,8	119,2	122,2	115,7	123,8	122,9	125,8	109,3	86,1	106,4	109,9	
Var. interanual	%	4,6%	4,4%	3,7%	3,9%	3,3%	3,1%	3,0%	-5,5%	-30,5%	-13,4%	-12,6%	
Ventas minoristas (1)	2015=100	103,5	106,0	112,1	101,6	105,4	110,4	115,3	99,6	88,6	107,0	111,5	
Var. interanual	%	0,6%	-1,3%	2,0%	1,2%	1,8%	4,2%	2,9%	-2,0%	-15,9%	-3,0%	-3,4%	
Confianza consumidor	(2)	-3,0	-3,7	-6,2	-4,8	-4,0	-5,8	-10,5	-10,3	-27,9	-26,9	-27,9	
Var. interanual	absoluta	0,2	-2,3	-3,7	-0,9	-1,0	-2,1	-4,3	-5,6	-23,9	-21,1	-17,4	
Empleo, salarios y precios													
Ocupados	miles	19.344	19.528	19.565	19.471	19.805	19.874	19.967	19.681	18.607	19.177	19.290	19.190
Var. interanual	%	2,8%	2,5%	3,0%	3,2%	2,4%	1,8%	2,1%	1,1%	-6,0%	-3,5%	-3,4%	-2,5%
Tasa de paro	%	15,3%	14,6%	14,4%	14,7%	14,0%	13,9%	13,8%	14,4%	15,3%	16,3%	16,3%	16,8%
Var. interanual	absoluta	-1,9%	-1,8%	-2,1%	-2,0%	-1,3%	-0,6%	-0,7%	-0,3%	1,3%	2,3%	2,5%	2,4%
Tasa de empleo (3)	%	41,8%	42,2%	42,1%	41,9%	42,5%	42,6%	42,7%	42,0%	39,7%	40,8%	41,0%	40,7%
Var. interanual	absoluta	1,0%	0,8%	1,0%	1,0%	0,7%	0,4%	0,6%	0,2%	-2,8%	-1,7%	-1,7%	-1,3%
Salario medio bruto	€/mes	1.647	1.670	1.669	1.680	1.683	1.710	1.702	1.694	1.498	1.689	1.684	1.684
Var. interanual	%	1,1%	1,2%	1,6%	2,0%	2,2%	2,4%	2,0%	0,9%	-11,0%	-1,2%	-1,1%	-0,6%
Productividad laboral	2008=100	111,0	110,9	110,8	110,6	110,5	110,5	110,3	109,0	104,4	102,8	101,5	101,5
Var. interanual	%	0,1%	-0,0%	-0,2%	-0,5%	-0,5%	-0,4%	-0,4%	-1,4%	-5,5%	-6,9%	-8,1%	-8,0%
Coste laboral unitario	2008=100	89,0	89,0	88,9	89,3	89,7	90,2	90,7	91,9	94,3	95,5	96,6	96,6
Var. interanual	%	-1,0%	-0,6%	-0,4%	0,1%	0,8%	1,3%	2,0%	2,9%	5,1%	6,4%	7,1%	6,5%
IPC armonizado	2016=100	103,9	103,8	104,8	103,4	104,8	104,1	105,2	104,0	104,1	103,6	104,4	103,4
Var. interanual	%	1,8%	2,2%	1,7%	1,1%	0,9%	0,3%	0,4%	0,6%	-0,7%	-0,5%	-0,8%	-0,6%
Sector fiscal y exterior													
Deuda Pública	% PIB	98,6%	98,7%	97,4%	98,4%	98,4%	97,5%	95,5%	99,0%	110,1%	114,1%	118,4%	122,2%
Var. interanual	absoluta	-1,3%	-0,2%	-1,1%	-0,7%	-0,1%	-1,3%	-1,9%	0,6%	11,7%	15,6%	21,0%	26,7%
Bono Tesoro 10 años	% ; rendim.	1,32	1,40	1,53	1,27	0,81	0,22	0,34	0,40	0,69	0,31	0,12	
Var. interanual	absoluta	-0,22	-0,14	0,02	-0,16	-0,52	-1,17	-1,19	-0,87	-0,12	0,09	-0,22	
Prima de riesgo	p.b. (4)	90	108	123	121	97	77	72	84	116	83	72	
Var. interanual	absoluta	-37	-7	5	32	6	-32	-52	-36	19	6	1	
C.Cte. Balance Pagos	% PIB (5)	2,5	2,2	1,9	1,7	1,9	1,9	2,1	2,2	1,5	1,0	0,2	0,2
Var. interanual	absoluta	-0,6	-0,7	-0,8	-1,0	-0,6	-0,2	0,2	0,5	-0,4	-0,9	-1,7	-1,9
Petróleo Brent	€/barril	62,5	64,9	59,0	55,7	60,8	55,6	56,6	45,8	28,5	36,5	37,1	45,7
Var. interanual	%	36,7%	47,4%	13,1%	2,3%	-2,8%	-14,2%	-4,1%	-17,7%	-53,2%	-34,3%	-34,5%	-0,4%

(p) Previsiones. Deben interpretarse como el punto medio de un rango de valores probables.

4º trimestre de 2020: las cifras de PIB, Consumo privado, Inversión, empleo, salario, productividad, coste laboral unitario, deuda pública y cuenta corriente del balance de pagos son previsiones. Producción industrial, facturación de servicios y ventas minoristas: información parcial completada con previsiones.

(1) Los datos de facturación de servicios y ventas minoristas están corregidos de las variaciones en los precios.

(2) Diferencia entre respuestas positivas y negativas.

(3) Ocupados / Población total

(4) Puntos base; 100 p.b. = 1%

(5) Cuenta corriente del balance de pagos: acumulado móvil de cuatro trimestres.

Fuente: Barceló & asociados sobre la base de INE, Banco de España, Min. de Economía, BCE y Comisión Europea.