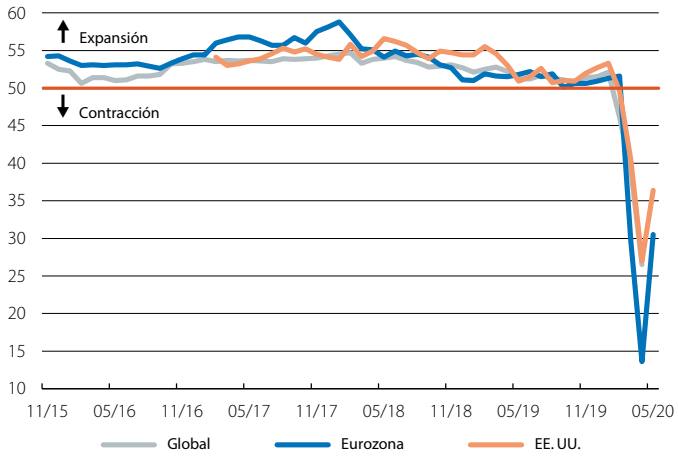
Recuperación incipiente, con permiso de la COVID-19

Recuperación muy gradual al inicio de la desescalada. En los últimos meses se ha empezado a constatar que la COVID-19 tendrá unos efectos muy notables sobre la actividad económica. Además, todo apunta a que las cifras macroeconómicas para el conjunto del segundo trimestre serán mucho más negativas que en el 1T y algo peores de lo que se pronosticaba inicialmente. Por ejemplo, en abril el indicador de sentimiento económico compuesto (PMI) para la economía mundial se hundió hasta los 26,5 puntos, valor mínimo desde que se publica la serie. En mayo, la desaceleración de las infecciones trajo consigo un inicio paulatino del desconfinamiento en las principales economías avanzadas, algo que, como es natural, se tradujo en una mejora incipiente de los indicadores económicos, aunque estos siguen en niveles bajos y dejan traslucir una actividad económica débil. En la medida que el control de la epidemia siga evolucionando positivamente, la relajación de las medidas de distanciamiento traerá consigo una recuperación de los indicadores económicos en los próximos meses. Sin embargo, la normalización de la economía estará sujeta a la contención de la COVID-19 y los avances médicos para contrarrestarla, dos condiciones sin las que difícilmente la actividad económica mundial volverá a la plena normalidad.

Europa da un nuevo empuje a las políticas económicas. Frente al inusitado impacto de la pandemia sobre la economía, en general la política económica está respondiendo de manera rápida y con medidas ambiciosas, aunque las diferencias entre regiones y países son importantes y los países avanzados, con una mayor capacidad de endeudamiento, están desplegando una batería de medidas de más calado que los emergentes. Entre los avanzados también existe una disparidad importante, que en gran medida se explica por las diferencias en la capacidad de realizar un impulso fiscal (mayor margen en EE. UU. y las economías del núcleo de la eurozona que en la periferia europea). Sin embargo, en mayo las instituciones europeas dieron un importante paso adelante para implementar una respuesta comunitaria al impacto económico de la COVID-19. En concreto, unos días después de que Francia y Alemania mostraran su apoyo a un posible paquete de 500.000 millones de euros a distribuir entre los países de la UE en forma de transferencias no reembolsables (con lo que no engordarían las ratios de deuda pública de los Estados), 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 la mayor parte (aproximadamente 500.000 millones) se desembolsaría en forma de transferencias, mientras que el resto sería en forma de préstamos. Además, los fondos se obtendrían mediante la emisión de deuda propiamente europea por parte de la Comisión Europea, que estaría respaldada por un aumento del techo de recursos propios del presupuesto de la UE (del 1,2% del PIB al 2,0%) en el que además se contemplaría la creación de nuevos impuestos a nivel europeo. Los recursos se distribuirían de ma-

PMI compuesto

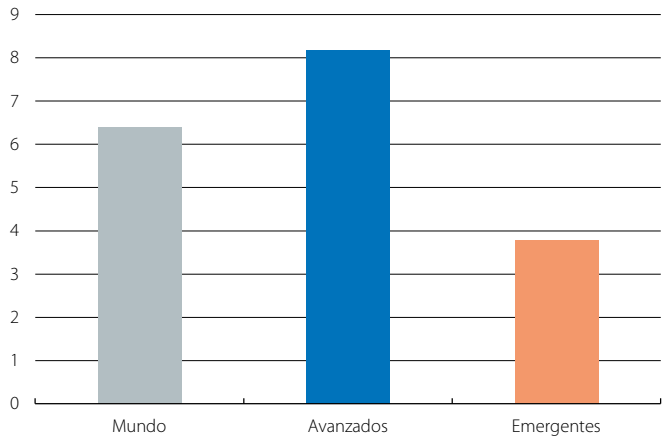
Nivel



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.*

Medidas fiscales

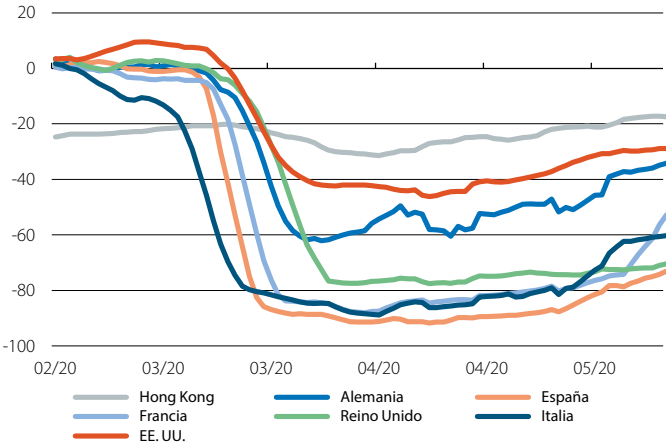
(% del PIB)



Nota: *Estimaciones de Goldman Sachs para medidas de gasto directo, liquidez, diferimientos de impuestos, etc.*
Fuente: *Goldman Sachs.*

Movilidad de la población en 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.*

nera homogénea a lo largo de cuatro años (entre 2021 y 2024) y el reparto entre países tendría en consideración la severidad del impacto del coronavirus. Aunque todavía no hay cifras oficiales sobre la posible distribución entre países, estimamos que España podría beneficiarse de una cantidad anual de entre el 1,5% y el 2,0% de su PIB (véanse más detalles en la Nota Breve del 29 de mayo de 2020 «Propuesta de Plan de Recuperación»). Esta propuesta, sin embargo, deberá ser aprobada en el Consejo Europeo (en junio o julio) y después ratificada por el Parlamento Europeo y por todos los Estados miembros.

EE. UU. y China reavivan las tensiones geopolíticas. Aunque en el plano estrictamente comercial una nueva subida arancelaria parece poco probable –puesto que, a principios de mayo, ambos países se apresuraron a declarar que se estaban cumpliendo los acuerdos establecidos–, la dialéctica entre ambas economías se ha vuelto a endurecer (en los últimos meses el presidente estadounidense ha culpado reiteradamente a China de la propagación de la COVID-19) y se han abierto nuevos frentes de tensión. En concreto, EE. UU. ha apuntado que podría excluir a empresas chinas de los parqués bursátiles americanos. Además, tras la aprobación de la Ley de Seguridad en Hong Kong por parte del Gobierno chino, el secretario de Estado de EE. UU., Mike Pompeo, anunció que Hong Kong podría dejar de ser considerada como un territorio autónomo de China (lo que comportaría la pérdida de ciertas ventajas comerciales y financieras que ostenta la región).

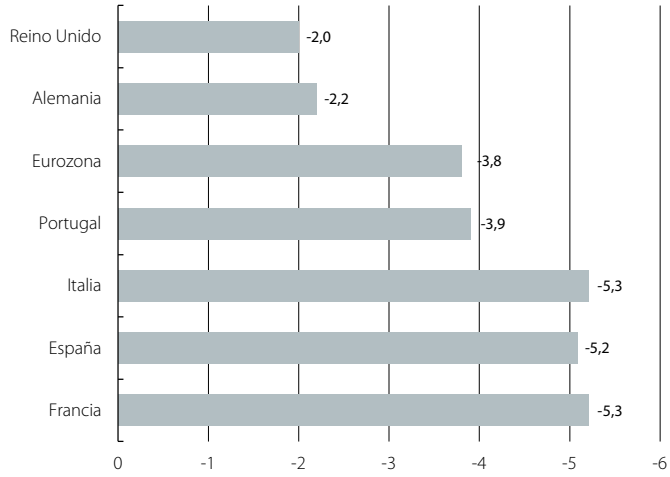
ECONOMÍAS AVANZADAS

Se prevén caídas inusitadas de la actividad en las principales economías avanzadas en el 2T. Tras unas cifras de PIB del 1T 2020 que ya empezaban a recoger el impacto de la pandemia (EE. UU. se contrajo un 1,2% intertrimestral, Japón un 0,9%, Reino Unido un 2,0%, Alemania un 2,2%, y Francia, España e Italia en torno al 5,0%), la intensificación de las restricciones a la movilidad durante el mes de abril y su postergación durante buena parte de mayo en la mayoría de los países europeos y en EE. UU. comportará contracciones inauditas (en muchos casos, en magnitudes no vistas desde la Segunda Guerra Mundial) en la actividad económica de estos países en el 2T (véase el Focus «El dilema COVID-19: movilidad y economía», en este mismo *Informe Mensual*, para un análisis del impacto de las medidas de confinamiento sobre el PIB del 2T). Así, por ejemplo, en EE. UU. el índice de actividad económica a alta frecuencia de la Fed de Nueva York apunta a caídas del PIB algo superiores al 10% (en términos interanuales).

Los indicadores sugieren que el grueso de la debilidad se concentró en el mes de abril, mientras que en mayo aparecieron indicios incipientes de recuperación de la mano del levantamiento gradual del confinamiento. La información disponible a tiempo real es escasa y los indicadores más convencionales (como la producción industrial, las ventas minoristas o la tasa de desempleo) disponibles al cierre de este informe todavía se referían a marzo. Pero indicadores de alta frecuencia como el consumo de electricidad, los pagos con tarjeta o los

Europa: PIB del 1T 2020

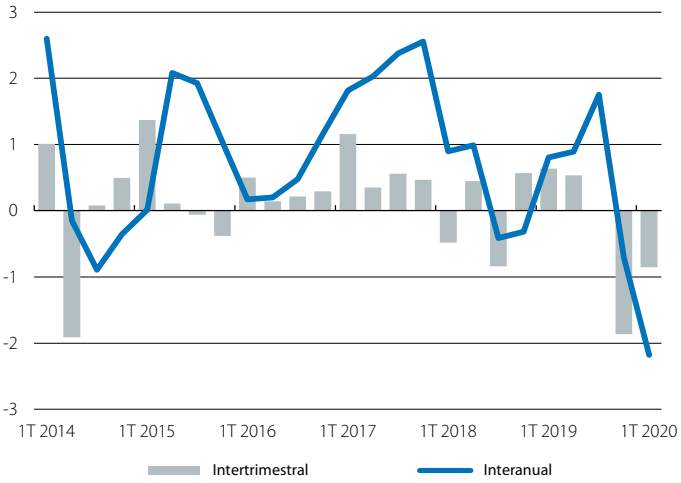
Variación intertrimestral (%)



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

Japón: PIB

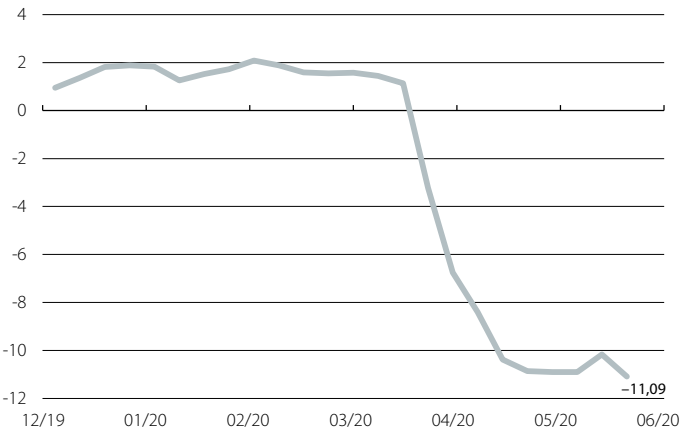
Variación (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina del Gabinete de Japón.*

*EE. UU.: índice de actividad económica semanal **

(%)



Nota: ** Índice construido a partir de 10 indicadores diarios y semanales. Está escalado para coincidir con el crecimiento interanual del PIB. No es un índice de previsión oficial de la Fed de Nueva York.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Fed de Nueva York.*

índices de movilidad de las personas (basados en la geolocalización de los teléfonos móviles) sugieren, por un lado, que la producción se mantuvo marcadamente débil en abril y, por el otro, que en mayo se inició un restablecimiento gradual de la actividad en las principales economías avanzadas. Con todo, se trata de una recuperación muy gradual.

La COVID-19 debilita la inflación, especialmente por la caída de los precios energéticos (provocada, a su vez, por el desplome de la demanda global) y de los servicios más afectados por las medidas de confinamiento (entre los que destacan los relacionados con el ocio y el turismo). Así, en abril, la inflación estadounidense se situó en el 0,3%, 1,2 p. p. por debajo del registro de marzo, mientras que la inflación de la eurozona se emplazó en el 0,1% en mayo, –0,2 p. p. respecto a abril y –0,6 p. p. respecto a marzo.

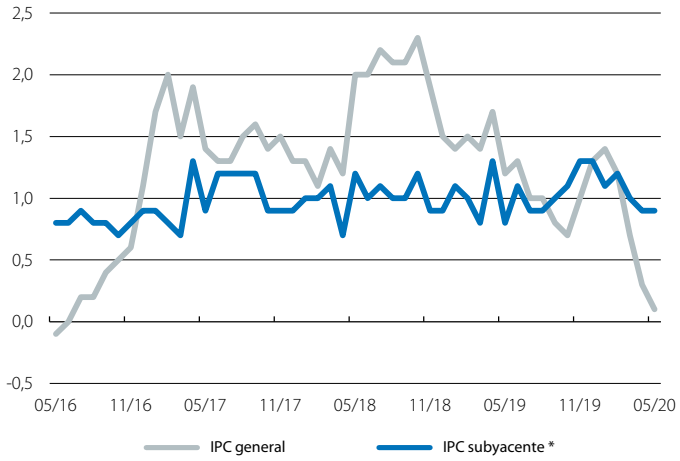
ECONOMÍAS EMERGENTES

Recuperación gradual y heterogénea de China. Los indicadores de actividad de abril y mayo nos muestran una recuperación dispar por sectores en la economía china. Así, mientras los sectores manufacturero y de la construcción ya han recuperado sus niveles de producción habituales, la actividad en el sector servicios todavía sigue afectada por el mantenimiento de distintas medidas de distanciamiento y debilidades en el consumo de los hogares, por lo que está mejorando a un ritmo más lento (véase el análisis del Focus «Recuperación gradual en China: optimismo cauteloso con algunos lastres» en este mismo *Informe Mensual*). En este contexto, el Ejecutivo chino decidió, por primera vez, no fijar un objetivo de crecimiento del PIB para el año 2020. El Gobierno, sin embargo, sí anunció un aumento del objetivo de déficit público para este año hasta, al menos, el 3,6% del PIB (por encima del 2,8% en 2019). Aunque el incremento pueda parecer modesto, cabe tener en cuenta que el Gobierno está impulsando también, y de forma considerable, el gasto y la inversión de empresas públicas y entidades locales que no entran dentro del perímetro del presupuesto del Gobierno (un gasto que podría situarse en torno al 3% del PIB). Con este paquete de medidas, el estímulo fiscal contribuirá a facilitar la recuperación de la economía china en la segunda mitad de 2020.

En el resto de grandes emergentes, el impacto de la pandemia en el 1T fue desigual. Así, en India, Turquía y Rusia la COVID-19 todavía no se hizo notar de manera muy intensa en las cifras económicas del primer trimestre del año, mientras que, en Brasil, el impacto ha sido mucho más claro. En concreto, la economía india avanzó un 3,1% interanual en el 1T, frente al 4,1% interanual en el 4T 2019. En Turquía el crecimiento interanual fue del 4,5%, un ritmo inferior al 6,0% con el que acabó 2019 pero todavía dinámico. Y en Rusia el PIB avanzó un 1,6% interanual en el 1T (2,1% en el trimestre precedente). Por el contrario, el PIB de Brasil cayó un 0,3% interanual, impactado por los confinamientos que se decretaron en los diferentes Estados a partir del 13 de marzo (en el 4T 2019, la economía había avanzado un 1,7%). No obstante, de cara al 2T se espera que las caídas de la actividad sean mucho más notables en todas estas economías.

Eurozona: IPC armonizado

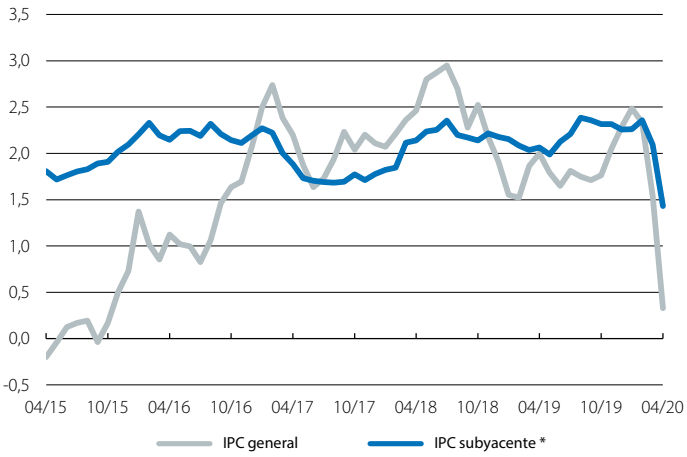
Variación interanual (%)



Nota: ** Sin energía, alimentos, alcohol y tabaco.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

EE. UU.: IPC

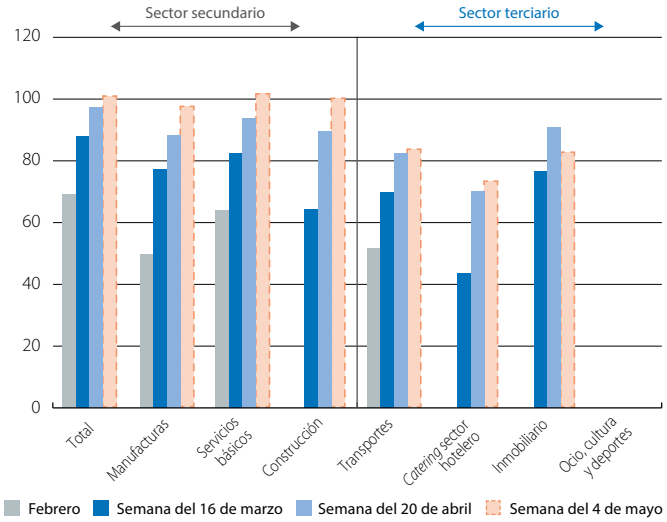
Variación interanual (%)



Nota: ** Sin energía ni alimentos.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Bureau of Labor Statistics.*

China: recuperación de la actividad

Porcentaje del nivel de 2019 (%)



Fuente: *Goldman Sachs Global Investment Research.*

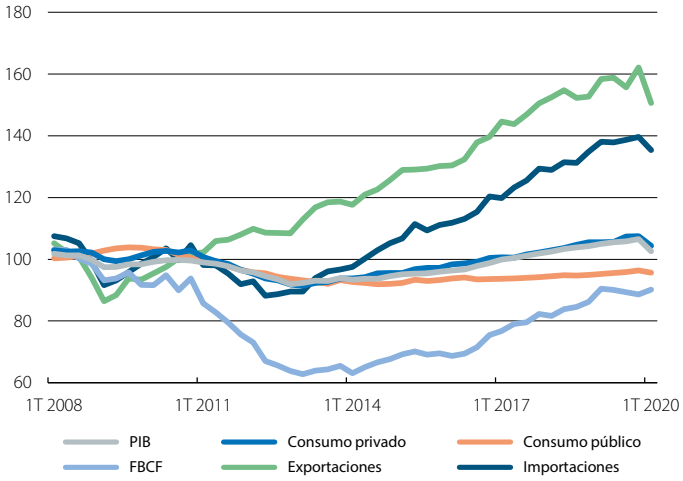
La COVID-19 castiga con fuerza la actividad, pero aparecen señales de una gradual reactivación económica

Fuerte impacto de la COVID-19 en el primer trimestre del año. El PIB se contrajo un 2,3% interanual (–3,8% intertrimestral) en el 1T ante las medidas de distanciamiento social, lo que supone una contracción intertrimestral superior a las ocurridas durante la crisis financiera. El impacto negativo en la actividad fue especialmente fuerte en los últimos 20 días de marzo, cuando se inició el estado de alarma en Portugal y las medidas de confinamiento fueron máximas. Así, de los agregados del 1T se puede inferir que la caída de la actividad fue de aproximadamente el 25% en esas semanas. En el detalle por componentes del conjunto del trimestre, se observa un fuerte impacto tanto en la demanda interna como en la externa. En concreto, el consumo de los hogares cayó un 1,0% interanual (–3,0% intertrimestral) y la inversión (formación bruta de capital) un 2,5% (la formación bruta de capital fijo se contrajo un 0,3% interanual), mientras que el consumo público avanzó un 0,5%. En su conjunto, la demanda interna sustrajo 1,1 p. p. al crecimiento interanual del PIB y –2,0 p. p. al intertrimestral. Por su parte, la demanda externa también cayó de forma acentuada, con una contracción de las exportaciones de bienes y servicios (7,1% intertrimestral y 4,9% interanual) superior a la registrada por las importaciones (3,1% intertrimestral y 2,0% interanual).

Se esperan descensos superiores en el 2T 2020, pero en mayo se produjo una recuperación incipiente. Los indicadores más recientes muestran una fuerte retracción de la actividad en abril, provocada por la prolongación del confinamiento a lo largo de todo el mes y con la que, en el segundo trimestre, se habrán visto afectadas por las restricciones de movilidad más semanas que en el 1T. En concreto, los indicadores coincidentes del Banco de Portugal para la actividad agregada y para el consumo (fuertemente correlacionados con el PIB y el consumo) cayeron hasta el –1,7% y el –2,7% en abril, respectivamente, acentuando los descensos del –0,9% y el –1,5% que ya habían registrado en marzo. Indicadores como el consumo de electricidad y de combustible son también indicativos del nivel de parálisis de la actividad en abril. Así, el consumo de electricidad en días hábiles cayó un 13,8%; el de gasóleo, un 46,9%, y el de gasolina, un 58,4%. Los datos relativos a los pagos con tarjetas de débito y crédito también reflejan un freno del consumo, ya que cayeron cerca del 38% en el mes de abril. En lo que se refiere a mayo, los indicadores disponibles aún son limitados, pero sugieren una ligera mejora en la actividad económica (por ejemplo, ventas de automóviles o indicadores de movilidad). En el mismo sentido, el índice de compras con tarjetas de crédito y débito se recuperó hasta los 75 puntos (59 a finales de abril y mínimo de 44 a finales de marzo). Sin embargo, el consumo de electricidad continúa mostrando una reactivación débil, ya que la media del consumo diario en los primeros 20 días de desconfinamiento fue un 1,8% inferior a los 20 días anteriores, a pesar

Portugal: componentes del PIB

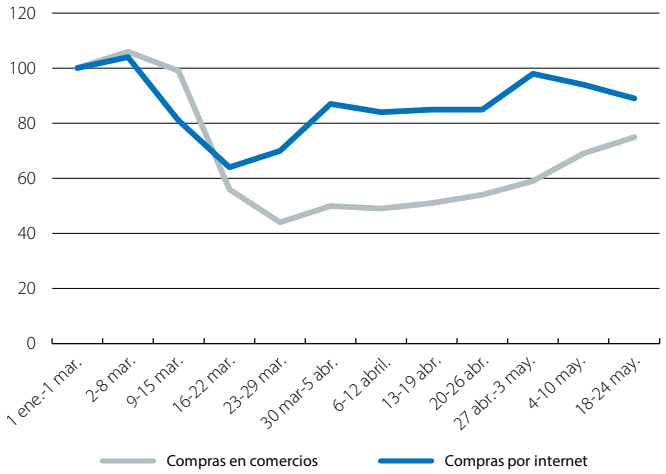
Índice (100 = 1T 2007)



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

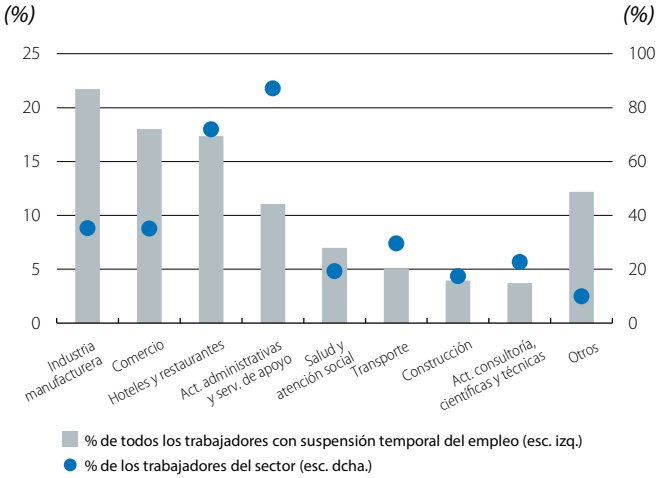
Portugal: pagos con tarjetas de crédito y débito

Índice (100 = del 1 de enero al 1 de marzo)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Gobierno y estimaciones propias.*

Portugal: trabajadores con suspensión temporal del empleo



Nota: *Datos acumulados hasta el 21 de mayo.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal y GEP.*

de que el porcentaje de empresas en funcionamiento aumentó hasta el 90% frente al 84% en la segunda quincena de abril.

La contracción de la economía se notará en el mercado laboral. Las primeras señales del impacto de la COVID-19 en el mercado laboral ya aparecieron a finales del 1T: se produjo una reducción del empleo del 0,3% interanual (la primera desde el 3T 2013) y se registró un aumento considerable de la población inactiva (por la reclasificación de los parados en inactivos ante la incapacidad de buscar activamente trabajo por las restricciones impuestas por la pandemia). Pero los datos más recientes confirman que el impacto será mayor en el 2T. Así, el número de beneficiarios de subsidios de desempleo aumentó más de un 17% interanual en abril, hasta alcanzar las 197.949 personas. A la vez, el número de desempleados registrados en las oficinas de empleo aumentó un 30,1% interanual en mayo (último dato referente al 26 de mayo), mientras que los despidos colectivos afectaron a más de 2.500 personas (algo menos del 1% de la población desempleada) desde la declaración del estado de emergencia. Por último, a fecha de 27 de mayo, 1.332.114 personas se encontraban en situación de suspensión temporal del empleo, un fenómeno que afecta principalmente a los trabajadores de la industria manufacturera, el comercio y el alojamiento y la restauración (que representan más del 57% de los trabajadores con suspensión temporal del empleo).

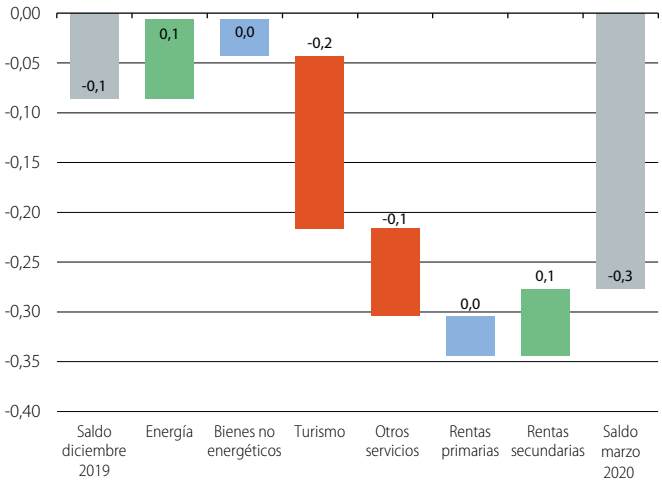
El saldo de la balanza por cuenta corriente se deterioró en el 1T. La balanza por cuenta corriente empeoró en 595 millones de euros en los últimos 12 meses y se emplazó en el –0,3% del PIB en marzo, lo que supone un empeoramiento de 2 décimas respecto a diciembre de 2019. Esta evolución negativa se debe, en buena parte, a la reducción de la balanza turística y al descenso de los ingresos del sector en marzo. Con este deterioro, la capacidad de financiación de la economía respecto al exterior disminuyó hasta el +0,7% del PIB.

Interrupción casi total de la actividad turística en abril. El mes de abril registró solamente 68.000 huéspedes en establecimientos de alojamiento turístico, lo que supone un descenso interanual del 97,1% (–62,3% en marzo). En el contexto del estado de emergencia, el 80,6% de los establecimientos de alojamiento turístico habrían cerrado o no registraron movimiento de huéspedes. Además, el 74,4% de los establecimientos notificaron la cancelación de reservas para junio, el 63,6% para julio y el 57,5% para agosto.

El saldo presupuestario empeoró ante el impacto de la pandemia. En abril, el saldo se situó en el –2,5% del PIB (acumulado en lo que va de año), lo que supone un deterioro con respecto al –1,9% en el mismo periodo de 2019. El impacto de la COVID-19 en las cuentas públicas fue especialmente visible en el aplazamiento de ingresos (320 millones de euros) y en el aumento significativo de algunos gastos, como las transferencias corrientes y la adquisición de bienes y servicios. En conjunto, se estima que ya se ejecutaron gastos relacionados con la COVID-19 por un total de 345 millones de euros hasta abril (0,2% del PIB). En los próximos meses, el impacto de los gastos relacionados con las medidas de apoyo a la economía se hará más visible a medida que las ayudas se vayan implementando y, posiblemente, ampliando.

Portugal: balanza por cuenta corriente

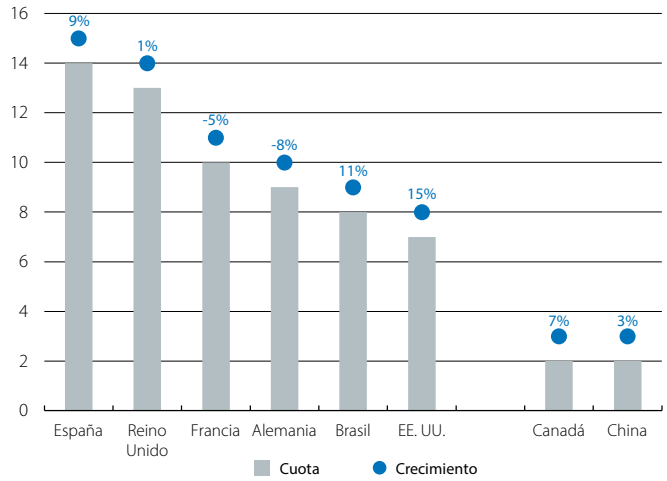
Contribución (p. p. de PIB)



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

Portugal: turismo no residente

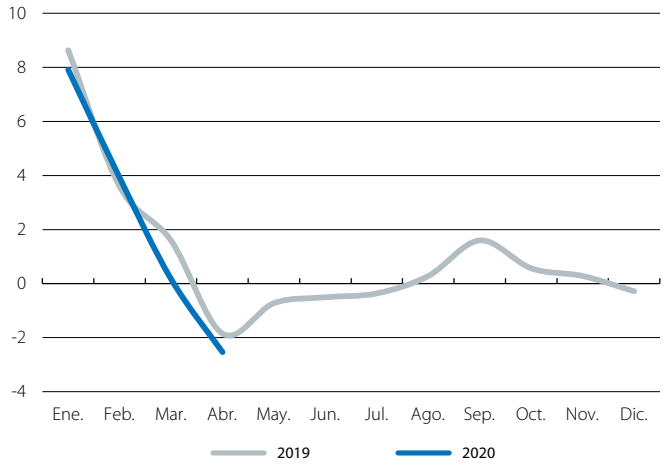
Cuota y crecimiento en los últimos 12 meses hasta marzo de 2020 (%)



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

Portugal: saldo de las Administraciones públicas

(% del PIB)



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