

INFORME TRIMESTRAL  
DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

2/2020

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosistema



# INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA



**La pandemia de Covid-19 y las medidas introducidas para contenerla han tenido efectos muy profundos sobre la evolución económica a escala global.**

La propagación del virus desde China al resto del mundo a partir de febrero llevó de forma secuencial a las distintas áreas geográficas mundiales a un rápido aumento del número de infecciones y fallecimientos, y provocó que los sistemas sanitarios de muchos países tuvieran dificultades para afrontar de forma adecuada las necesidades asistenciales que se generaron. Para disminuir la velocidad de contagio, las autoridades nacionales procedieron al cierre de diversos ámbitos de la actividad económica, lo que desencadenó una contracción brusca y profunda de la actividad, la demanda y el empleo, agravada por la caída de la confianza y el tensionamiento de las condiciones financieras.

**El retroceso de los intercambios comerciales ha sido también muy pronunciado.** El comercio de bienes ha sufrido alteraciones muy severas como consecuencia de la interrupción parcial del transporte de mercancías y la ruptura de las cadenas globales de suministros. En el caso de los servicios turísticos, el cese de los flujos ha sido en algunos casos casi completo, en un contexto de cierre de las fronteras a los movimientos de personas y suspensión del tráfico aéreo.

**La magnitud de la perturbación ha sido muy elevada también en los mercados de trabajo.** La pérdida de empleo ha sido particularmente intensa en Estados Unidos. En muchos países europeos, la reducción de la ocupación se ha visto mitigada considerablemente por la elevada utilización de los mecanismos que, con el recurso a la financiación pública, suspenden transitoriamente la relación laboral.

**La propagación de la pandemia y las medidas para frenarla condujeron, hasta mediados de marzo, a bruscos descensos de los precios de los activos financieros y a salidas de capital muy elevadas de las economías emergentes, pero esta evolución ha revertido con posterioridad.** Esa mejoría en la evolución de los mercados financieros estuvo ligada, en buena medida, a la decidida respuesta que las políticas económicas, incluida la política monetaria, dieron a la crisis. No obstante, ha podido observarse un aumento de los diferenciales de la deuda corporativa —más acusado en el caso de los emisores de menor calidad crediticia— y de la deuda emergente.

**Recientemente, numerosos países —particularmente, en Europa— han emprendido estrategias de desescalada gradual de las medidas de distanciamiento social.** La pandemia ha remitido en algunas áreas del mundo como resultado de las medidas de contención, lo que ha permitido que estas sean

## PRINCIPALES AGREGADOS MACROECONÓMICOS DE ESPAÑA (a)

	2018	2019	2019				2020		
			I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	
Contabilidad Nacional								RT	RG
Tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria									
Producto interior bruto	2,4	2,0	0,6	0,4	0,4	0,4	-5,2	-16,0	-21,8
Contribución de la demanda nacional (b)	2,6	1,5	0,5	0,0	0,8	-0,1	-5,0	-13,8	-18,8
Contribución de la demanda exterior neta (b)	-0,3	0,5	0,1	0,4	-0,4	0,5	-0,2	-2,2	-2,9
Tasas de variación interanual									
Empleo horas trabajadas	2,6	1,5	2,5	1,3	0,8	1,4	-4,2	-21,1	-25,9
Indicadores de precios									
Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)	1,7	0,8	1,1	1,1	0,4	0,5	0,7	-0,7	-0,7
Índice armonizado de precios de consumo sin energía ni alimentos	1,0	1,1	0,8	1,2	1,2	1,1	1,2	0,9	0,8

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Información disponible hasta el día 25 de mayo de 2020. Las celdas sombreadas en gris son proyecciones del Banco de España en los escenarios de recuperación temprana (RT) y recuperación gradual (RG).

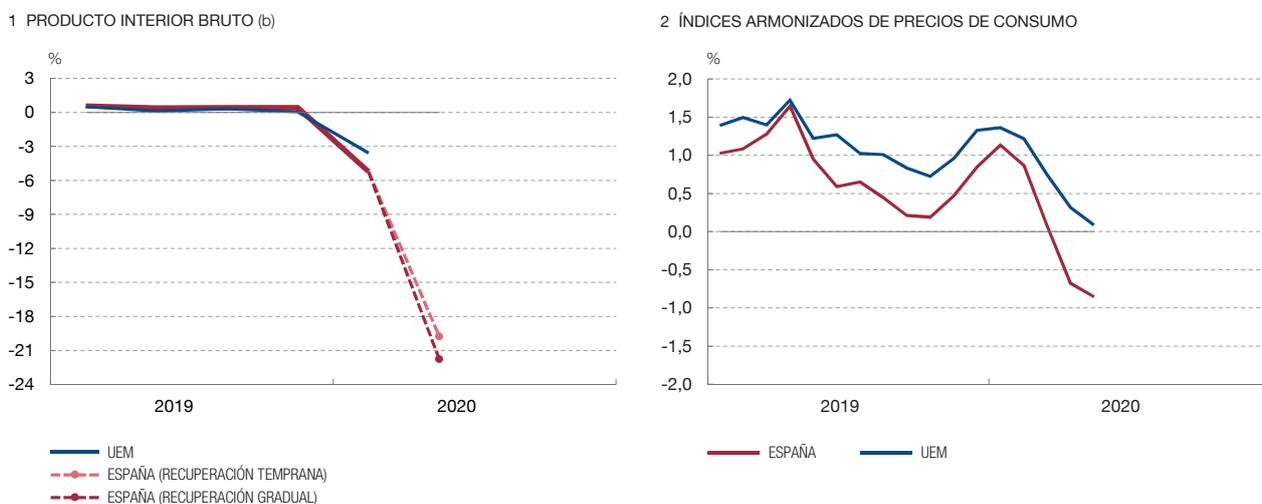
b Contribución a la tasa de variación intertrimestral del PIB, en puntos porcentuales.

retiradas de forma paulatina. Con ello, la actividad económica ha comenzado a retomar una cierta normalidad. En abril se había producido un desplome de los indicadores de confianza, que fue particularmente acusado en el caso de los referidos al sector servicios, dado que estas ramas se han visto afectadas en mayor medida por los cierres de actividad y las limitaciones a la movilidad personal. Estos indicadores han mostrado una cierta mejoría en mayo en los países más avanzados en el proceso de salida de las medidas de contención, si bien todavía permanecen en niveles muy reducidos. Los indicadores de frecuencia diaria, cuyo uso se ha generalizado tras el inicio de la crisis, han comenzado a reflejar también la reanudación de la actividad, con un elevado grado de heterogeneidad por países. Por ejemplo, los indicadores de movilidad contruidos con datos de telefonía móvil han empezado a mostrar un aumento de las visitas a comercios minoristas, instalaciones de ocio y centros de trabajo.

**De cara al futuro, todavía se mantendrá un grado de incertidumbre elevado durante algún tiempo, en tanto no exista un remedio médico efectivo.** En ausencia de vacuna o de un tratamiento eficaz frente a la enfermedad, subsistirá el riesgo de nuevos episodios de contagio. Entretanto no se produzcan tales avances médicos, el combate de la expansión del virus descansará sobre el distanciamiento físico y sobre las herramientas para la detección y el aislamiento de las personas contagiadas. En estas condiciones, el retorno a la actividad económica será incompleto en las ramas en las que la interacción personal desempeña un papel más relevante, como la hostelería o el ocio.

**LA CRISIS DEL COVID-19 DA LUGAR A UNA RECESIÓN HISTÓRICA (a)**

El PIB de la economía española podría registrar un retroceso que se situaría en el entorno del 20 % intertrimestral en el segundo trimestre, como consecuencia directa de las medidas de contención de la pandemia. Además, la crisis sanitaria está teniendo un impacto significativo sobre los precios de consumo, que están mostrando una desaceleración notable.



FUENTES: Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Tasas de variación intertrimestral sobre las series ajustadas de estacionalidad en el caso del PIB, y tasas de variación interanual sobre las series originales en el de los índices de precios de consumo.  
 b Los datos del segundo trimestre son proyecciones del Banco de España.



**En el conjunto de 2020 se esperan severos retrocesos del PIB en las distintas áreas geográficas mundiales, a pesar del rebote esperado en el segundo semestre del año.** Por ejemplo, las proyecciones del Eurosistema de junio contemplan, en su escenario central, una caída del PIB mundial del 4 % este año. Para el conjunto del área del euro, bajo el supuesto de que no se dispondría de una solución médica efectiva durante este año, el descenso del PIB sería del 8,7 % en un escenario en el que se asume la posibilidad de que haya rebotes parciales de la enfermedad, y llegaría hasta el 12,6 % en un escenario alternativo en el que esos hipotéticos nuevos episodios del Covid-19 fueran más intensos y requirieran, por tanto, la reintroducción de medidas de contención más severas. El repunte posterior de la actividad no impediría que, al final de 2022, el nivel del PIB del área del euro siguiera significativamente por debajo del que se hubiera alcanzado en ausencia de pandemia, particularmente en el segundo escenario citado.

**Las medidas desarrolladas por los Gobiernos y los bancos centrales han protegido a hogares y a empresas de las consecuencias adversas del parón de la actividad.** Las autoridades han actuado, en general, con agilidad y contundencia. Los Gobiernos han transferido rentas a los hogares y han aliviado las necesidades de liquidez de las empresas por diversas vías, que incluyen reducciones de sus costes laborales, moratorias impositivas y la concesión de garantías públicas

a créditos concedidos por las instituciones financieras (herramienta muy potente de protección frente a las posibles consecuencias financieras de la perturbación real). Por su parte, los bancos centrales han desarrollado un amplio catálogo de medidas de política monetaria para evitar, asimismo, que la perturbación real se transforme en una de naturaleza financiera.

**El abanico de actuaciones desplegado por el Banco Central Europeo (BCE) desde el mes de marzo para mitigar los efectos de la crisis sobre la economía del área del euro ha sido muy amplio.**

Las acciones desarrolladas pueden agruparse en dos grandes categorías. El primer conjunto de medidas está encaminado a favorecer el acceso de los bancos, en términos tanto de volumen como de coste, a las facilidades de concesión de liquidez a largo plazo por parte del BCE. El objetivo es que las entidades puedan disponer de recursos suficientes para la concesión de crédito a los hogares y a empresas cuyos flujos de caja se han visto dañados en mayor medida con la crisis, lo que incluye, en particular, a pymes y a autónomos. En este ámbito, el BCE anunció en marzo, por un lado, el lanzamiento de una serie de operaciones de financiación a más largo plazo (LTRO, por sus siglas en inglés) y una recalibración de las operaciones de financiación a más largo plazo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés). En abril, las condiciones de las TLTRO fueron objeto de una nueva mejora, al tiempo que se anunciaba una nueva serie de operaciones de financiación a plazo más largo de emergencia frente a la pandemia (PELTRO, por sus siglas en inglés), en las que la liquidez se concede a través de subastas a tipo fijo con adjudicación plena.

**El segundo grupo de acciones ha consistido en el refuerzo de los programas de compra de deuda emitida por las Administraciones Públicas y empresas del área del euro.**

Estos programas tienen como finalidad la mejora de las condiciones de financiación de estos agentes en los mercados de valores. En marzo, el BCE había ampliado el volumen de compras netas bajo el programa de compra de activos ya preexistente (APP, por sus siglas en inglés) y, de modo más relevante, había anunciado el lanzamiento de un nuevo programa de adquisición de activos, el Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés), cuya característica más importante es, probablemente, la elevada dosis de flexibilidad en términos de la distribución de las compras en el tiempo y, en el caso de los activos públicos, también por países, al objeto de combatir posibles señales de fragmentación financiera dentro del área del euro. En su reunión del 4 de junio, el Consejo de Gobierno decidió, a la luz de las perspectivas desfavorables dibujadas en las proyecciones del Eurosistema, aumentar la dotación del PEPP en 600 mm de euros (hasta un total de 1.350 mm), ampliar el horizonte de las compras netas hechas bajo aquel hasta al menos el final de junio de 2021 y reinvertir los vencimientos al menos hasta el final de 2022.

**En España, el proceso de levantamiento de las restricciones a la movilidad y a la actividad económica que introdujo el estado de alarma ha culminado el 21**

**de junio con el paso a la denominada «nueva normalidad».** La declaración del estado de alarma, en vigor desde el 15 de marzo, generalizó al conjunto del territorio nacional las restricciones parciales a la movilidad personal y a la actividad económica que habían comenzado en algunas regiones unos días antes. Tras un período de rápida expansión de la enfermedad, que alcanzó su pico a comienzos de abril, la reducción sostenida de las cifras de nuevas infecciones y de fallecimientos permitió que el 4 de mayo se iniciara el proceso de tránsito hacia la «nueva normalidad», en el que los distintos territorios han ido avanzando a ritmo desigual en función de criterios como la evolución epidemiológica (en términos de parámetros del tipo de la tasa de contagio o la disponibilidad de medios de diagnóstico) y la capacidad del sistema sanitario para afrontar eventuales nuevos brotes. La «nueva normalidad», que estará en vigor por un tiempo indeterminado, permite el desplazamiento por todo el territorio nacional y la reanudación de cualquier actividad económica, pero subsisten algunas restricciones. Las limitaciones están orientadas, sobre todo, a evitar aglomeraciones de personas y a mantener una cierta distancia interpersonal, lo que redundará en el establecimiento de aforos máximos en establecimientos de ocio, alojamientos o comercios. Un eventual rebrote de la epidemia podría dar lugar a un reforzamiento de las limitaciones, en principio con carácter local.

**La gravedad de la pandemia y las medidas de contención aplicadas, tanto en nuestro país como en la mayoría de nuestros socios comerciales, han dado lugar a una profunda recesión.** En el primer trimestre, el PIB cayó un 5,2 % en tasa intertrimestral, arrastrado por el colapso de la demanda nacional privada en la última quincena de marzo, como consecuencia de las restricciones asociadas al estado de alarma, y también por los efectos de las medidas análogas adoptadas en el resto del mundo (véanse cuadro 1 y gráfico 1). El descenso de la actividad durante el período de confinamiento habría sido mayor en España en comparación con el conjunto del área del euro, debido a la mayor severidad de las medidas aplicadas y al mayor peso de las actividades más expuestas a la interacción social en la estructura sectorial de nuestro país<sup>1</sup>. En concreto, en el período comprendido desde la entrada en vigor del estado de alarma (el 15 de marzo) hasta el inicio del proceso de desescalada (el 4 de mayo) se estima que la actividad económica en España habría disminuido en torno a un 30 % con respecto a su nivel en ausencia de pandemia, salvo durante la vigencia de la suspensión de actividades no esenciales (entre el 30 de marzo y el 9 de abril), en el que se estima que la reducción de la producción habría rondado el 50 %.

**La caída del PIB español se habría intensificado notablemente en el segundo trimestre, hasta situarse en una horquilla cuyo punto medio sería un descenso cercano al 20 % intertrimestral.** El período comprendido entre el inicio del

---

<sup>1</sup> Véanse el recuadro 3, «El impacto económico inicial de la crisis sanitaria y las medidas de confinamiento en los países de la zona del euro», y E. Prades y P. Tello, «Heterogeneidad en el impacto económico del Covid-19 entre regiones y países del área del euro», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020, Banco de España.

confinamiento y el comienzo de la desescalada abarca siete semanas, de las cuales solo las dos primeras corresponden al primer trimestre, y el resto, al segundo. Además, la mayor parte del período de suspensión de actividades no esenciales, en el que la caída del producto fue más pronunciada, se desarrolló también en el segundo trimestre. Y, por último, el período de desescalada ha venido asociado asimismo a pérdidas de producción con respecto a su nivel habitual, que, aunque decrecientes, se han mantenido hasta el final del trimestre. Por consiguiente, cabe esperar una notable intensificación de la disminución del PIB en este período.

**Los escenarios considerados en las proyecciones macroeconómicas más recientes del Banco de España difieren entre sí, entre otros aspectos, en la estimación de la caída del PIB en el segundo trimestre<sup>2</sup>.** En particular, bajo el escenario de recuperación temprana, se tiene en cuenta que la evolución de la actividad que se desprendería de la información proporcionada por los indicadores de alta frecuencia sería coherente con que las pérdidas de producción hayan sido en el segundo trimestre algo menores de lo que sugeriría la calibración basada en los desarrollos observados en las dos últimas semanas de marzo. Esto podría venir explicado por un proceso de adaptación de la actividad de las empresas a las restricciones impuestas por las medidas de contención. Por el contrario, la estimación del crecimiento del PIB en el segundo trimestre bajo el escenario de recuperación gradual se basaría estrictamente en la calibración de los efectos del confinamiento en las dos semanas posteriores a la declaración del estado de alarma. Las tasas estimadas de crecimiento del PIB resultantes son, respectivamente, del -16 % en el escenario de recuperación temprana y del -21,8 % en el de recuperación gradual.

**Los dos escenarios contemplados en las proyecciones consideran caídas muy elevadas del PIB de nuestro país en el conjunto de 2020.** En concreto, el PIB retrocedería, respectivamente, un 9 % y un 11,6 % en la media del año en los escenarios de recuperación temprana y gradual. Estos dos escenarios se complementan con un tercero —de riesgo—, en el que la recuperación tendría lugar a un ritmo muy lento y la disminución del PIB ascendería al 15,1 %. Solamente en el escenario de recuperación temprana, el nivel del PIB al final de 2022 superaría al previo a la crisis, lo que subraya la posibilidad de que las consecuencias de la crisis tengan un componente duradero.

---

2 Véase *Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2020-2022): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de junio de 2020* para una descripción detallada de la calibración de la caída del PIB en el segundo trimestre bajo uno y otro escenario.

**LA RECUPERACIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA CHINA DURANTE EL PROCESO DE RETIRADA PAULATINA DE LAS MEDIDAS DE CONTENCIÓN DEL COVID-19**

Desde principios de marzo el Gobierno chino comenzó a suavizar las medidas más severas de lucha contra el Covid-19, en vigor desde enero. Así, relajó los confinamientos domiciliarios y las restricciones a la movilidad de las personas y al normal desarrollo de la actividad económica y empresarial. Dado el carácter disruptivo de estas medidas de contención para la actividad económica, esta se ha venido reactivando desde ese momento, como muestran los datos más recientes, correspondientes a abril y mayo. Tanto la contracción de la actividad en los primeros meses del año como su recuperación posterior han mostrado perfiles geográficos heterogéneos, dada la mayor incidencia inicial de la enfermedad en la provincia de Hubei, y su difusión posterior, de menor entidad, a otros focos localizados. En este recuadro se describen los rasgos principales de la fase de recuperación incipiente de la economía china, que podría constituir una referencia para los desarrollos esperables en otras economías que, como la española, muestran un desfase de varios meses con respecto a la cronología registrada en China.

A diferencia de lo que ha sucedido en otros lugares, en China las medidas de confinamiento estricto se impusieron sobre una fracción reducida del territorio nacional. Hubei, la provincia donde se originó la enfermedad —y que supone en torno al 4% de la población y del PIB del país—, fue aislada del resto del territorio chino el 23 de enero. Dentro de la provincia se impusieron también restricciones severas a la movilidad. En algunas regiones adyacentes o con focos de infección significativos (que sumaban, en ese momento, alrededor del 10% de la población y un 14% del PIB) se introdujeron restricciones en áreas más acotadas, a nivel de prefectura o de distrito<sup>1</sup> (véase gráfico 1). Las medidas de contención registraron su mayor intensidad en la segunda semana de febrero, y a partir de entonces se inició cierta relajación, aunque de manera heterogénea. Con la excepción de Hubei, el Gobierno permitió la reanudación de la actividad empresarial entre el 3 y el 10 de febrero —a

discreción de las autoridades locales—, una vez terminado el período de extensión de las vacaciones del Año Nuevo chino. En Hubei, el cierre de las industrias se prolongó hasta el 10 de marzo y las medidas de contención se levantaron a finales de ese mes<sup>2</sup>. A fecha de cierre de este Informe, solo esta provincia, la región del Tíbet y la ciudad de Pekín mantienen un nivel elevado de alerta<sup>3</sup>. No obstante, algunas áreas de menor extensión permanecen confinadas a causa de rebrotes recientes, como sucede actualmente en algunos distritos de la capital<sup>4</sup>. Entre otras actuaciones de política sanitaria, con carácter general se ha restringido la entrada de ciudadanos extranjeros en el país desde el 28 de marzo, se mantienen los controles de temperatura en los espacios públicos, perduran las medidas de prevención individual y siguen limitadas las actividades de ocio que implican aglomeraciones.

La traslación de los diferentes grados de confinamiento provincial a una menor movilidad de las personas por territorios se refleja en algunos indicadores, como el de congestión de tráfico que elabora la empresa TomTom<sup>5</sup>. De acuerdo con este índice, tanto la reducción inicial de la movilidad como su posterior recuperación hacia niveles previos a la difusión de la epidemia muestran una correlación clara con la imposición y progresiva suavización de las restricciones derivadas del control de la crisis sanitaria, cuando se distingue entre la provincia de Hubei, las otras provincias en las que se impusieron medidas de contención y el resto de China (véase gráfico 2). No obstante, ni siquiera en estas últimas zonas, en las que no se han implementado medidas explícitas de cuarentena, se han recuperado todavía los niveles de movilidad de finales del año pasado, tras una caída de carácter persistente, posiblemente asociada, entre otros factores, a la incertidumbre de los ciudadanos ante el curso de la enfermedad en el país y los posibles cambios de comportamiento conducentes a una mayor prevención individual. En términos comparados, la movilidad en las principales metrópolis chinas —Pekín y Shanghai— exhibe

1 Las divisiones administrativas en China son, en orden descendente, provincias, prefecturas, distritos/condados, municipios y comunidades/poblados.

2 Salvo en el caso de la ciudad de Wuhan, que abandonó el confinamiento el 8 de abril, tras once semanas.

3 En China existen cuatro niveles de alerta sanitaria. El nivel I (más alto) implica que las autoridades provinciales actúan bajo la coordinación del Gobierno central, pudiendo imponer cuarentenas o cierres de empresas. En el nivel II se permiten los desplazamientos interprovinciales de forma controlada. El nivel III rebaja el control a nivel prefectural. Por último, el nivel IV corresponde a una situación de normalidad.

4 El 13 de junio se detectó un brote originado en uno de los mayores mercados mayoristas de Pekín, que ha afectado a más de un centenar de personas. A raíz de este episodio, se reimpusieron con celeridad medidas de contención severas, tales como el aislamiento selectivo de complejos residenciales en algunos distritos, la suspensión de las clases presenciales y limitaciones para salir de la capital.

5 Disponible en [https://www.tomtom.com/en\\_gb/traffic-index/](https://www.tomtom.com/en_gb/traffic-index/). Otras medidas de movilidad habitualmente utilizadas, como los índices elaborados por Google o por Apple, no están disponibles para China.

**LA RECUPERACIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA CHINA DURANTE EL PROCESO DE RETIRADA PAULATINA DE LAS MEDIDAS DE CONTENCIÓN DEL COVID-19 (cont.)**

Gráfico 1  
SEVERIDAD DE LAS MEDIDAS DE CONTENCIÓN EN CHINA

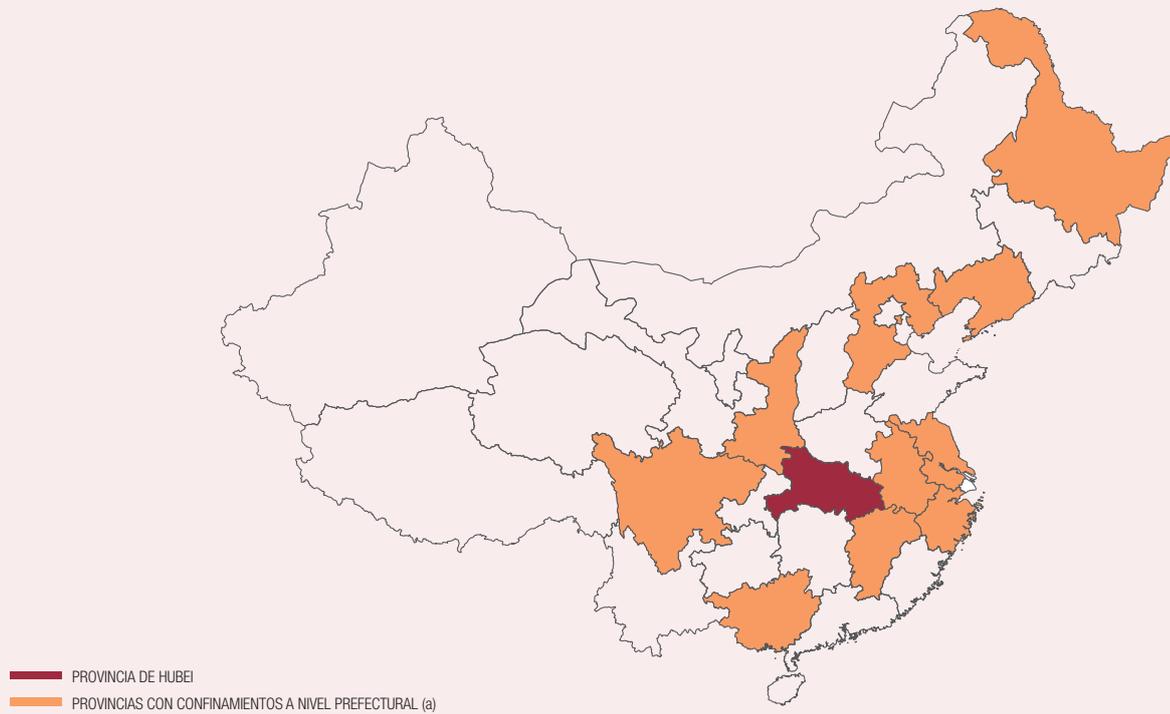


Gráfico 2  
ÍNDICES DE CONGESTIÓN DEL TRÁFICO EN CHINA

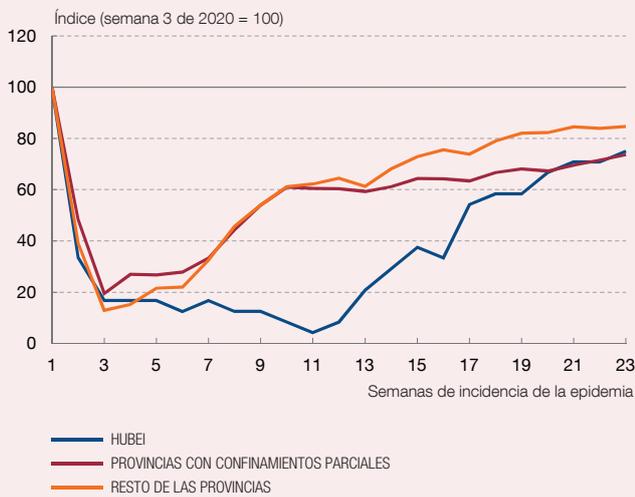
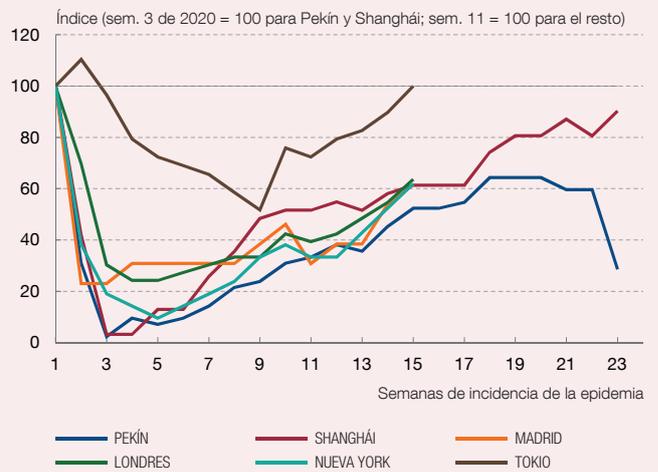


Gráfico 3  
ÍNDICES DE CONGESTIÓN DEL TRÁFICO EN LAS PRINCIPALES CIUDADES



FUENTES: CEIC, TomTom y Banco de España.

a Para la provincia de Jianxi, el confinamiento se impuso a nivel provincial.

**LA RECUPERACIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA CHINA DURANTE EL PROCESO DE RETIRADA PAULATINA DE LAS MEDIDAS DE CONTENCIÓN DEL COVID-19 (cont.)**

una senda similar, ajustando por la cronología de eventos, a la seguida por otras capitales del mundo afectadas por medidas de contención con posterioridad, si bien para Pekín se observa una recaída derivada del reciente rebrote (véase gráfico 3).

La heterogeneidad provincial en las medidas de confinamiento y su retirada progresiva se está reflejando en la dinámica de la economía china<sup>6</sup>. Desde la perspectiva de la producción, la recuperación de la actividad ha sido muy visible en la industria, que a escala nacional recobró los niveles previos a la crisis sanitaria en abril, tras la significativa contracción de enero y febrero<sup>7</sup>, pero mostrando un comportamiento dispar por áreas geográficas (véase gráfico 4). En la provincia de Hubei, donde la paralización de la actividad fue completa durante seis semanas, la producción industrial ha experimentado una reactivación tardía, a partir del mes de abril, mientras que las áreas sujetas a confinamientos parciales y el resto del país han evolucionado de forma similar, con una recuperación contundente a partir de marzo y una vuelta a los niveles de actividad previos a la crisis sanitaria en los meses siguientes. Hay que señalar que la recuperación industrial china refleja ciertos factores idiosincrásticos y, posiblemente, de naturaleza transitoria, derivados de su

especialización internacional en manufacturas y, dentro de estas, en ciertos productos sanitarios. De esta manera, la industria china habría sido capaz de abastecer la demanda de muchas de las economías que han limitado su actividad para contener la expansión del virus. Los pronunciados crecimientos en algunas rúbricas de las exportaciones —como los productos plásticos, los textiles y el equipamiento electrónico— apuntan en esta dirección. En sentido contrario, la contracción de la demanda mundial en este período ha sido un lastre para la recuperación de la economía china.

En el mercado laboral, la tasa de paro urbana, que cerró 2019 en el 5,3%, repuntó hasta el 6,2% en febrero y se redujo en dos décimas hasta abril (véase gráfico 5). El limitado efecto de la crisis sobre el desempleo podría deberse, en parte, a que muchas empresas han elegido acortar la jornada de trabajo de sus empleados y no recurrir al despido. Además, el teletrabajo, tradicionalmente poco extendido en China<sup>8</sup>, parece haber adquirido notable relevancia en los sectores que lo permiten.

Desde la perspectiva del gasto, la recuperación se está produciendo más lentamente, por el menor dinamismo del consumo privado. La renta disponible de los hogares se contrajo marcadamente en el primer trimestre (un -3,9%

Gráfico 4  
PRODUCCIÓN INDUSTRIAL POR ÁREAS

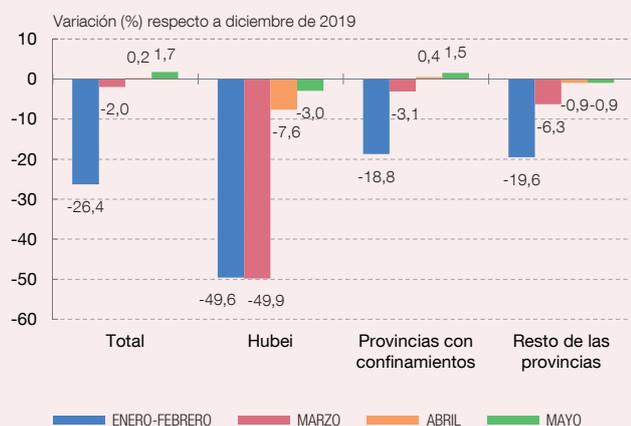
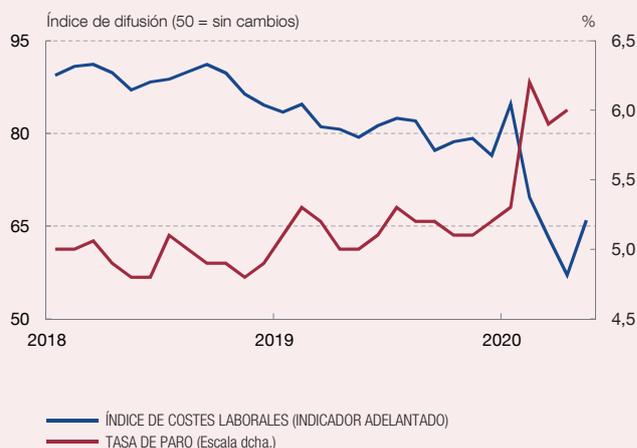


Gráfico 5  
DESEMPLEO Y COSTES LABORALES



FUENTES: CEIC y Banco de España.

6 La heterogeneidad por provincias depende también del grado de interconexión de la actividad económica entre ellas, aspecto sobre el que no se dispone de información.

7 Los datos de actividad para enero-febrero se publican conjuntamente para minimizar la distorsión estacional ocasionada por la festividad del Año Nuevo chino.

8 En 2018, la tasa de penetración del teletrabajo en China era del 0,6%, frente al 19% de Estados Unidos o el 13,5% de la UE-28.

**LA RECUPERACIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA CHINA DURANTE EL PROCESO DE RETIRADA PAULATINA DE LAS MEDIDAS DE CONTENCIÓN DEL COVID-19 (cont.)**

interanual) y se observó un aumento considerable de la tasa de ahorro (véase gráfico 6), que podría obedecer en gran parte a motivos precautorios. En este sentido, las ventas al por menor para el conjunto del país se situaban todavía en mayo un 10% por debajo de los niveles precrisis, un fenómeno generalizado por provincias, independientemente del grado de severidad de las medidas de contención a las que han estado sujetas (véase gráfico 7). Por tipo de bienes, los duraderos han mostrado contracciones pronunciadas hasta el mes de mayo, momento en el que parecen haberse estabilizado. Dentro de ellos, las ventas de automóviles constituyen una excepción, mostrando una recuperación

sólida en abril y mayo, posiblemente apoyada por las subvenciones públicas. Por otro lado, se observa una recuperación diferenciada por canales de distribución, con un aumento del comercio electrónico, de por sí muy desarrollado en China.

En lo referente a los servicios, también se observa un menor ritmo en la recuperación, con asimetrías por ramas. Mientras que los servicios inmobiliarios han superado el nivel de diciembre, la hostelería y el transporte de pasajeros registran todavía caídas acumuladas desde enero del 22% y del 45%, respectivamente (véase

Gráfico 6  
RENTA DISPONIBLE Y TASA DE AHORRO

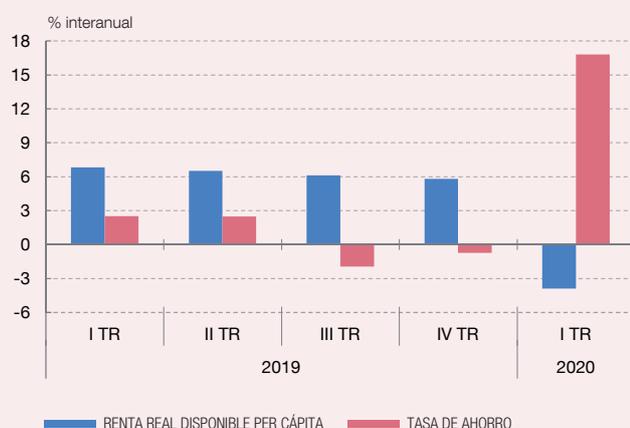


Gráfico 7  
VENTAS MINORISTAS

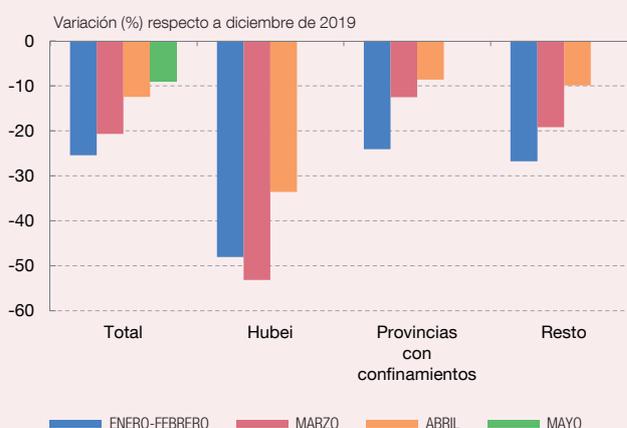


Gráfico 8  
EVOLUCIÓN DE LOS SERVICIOS

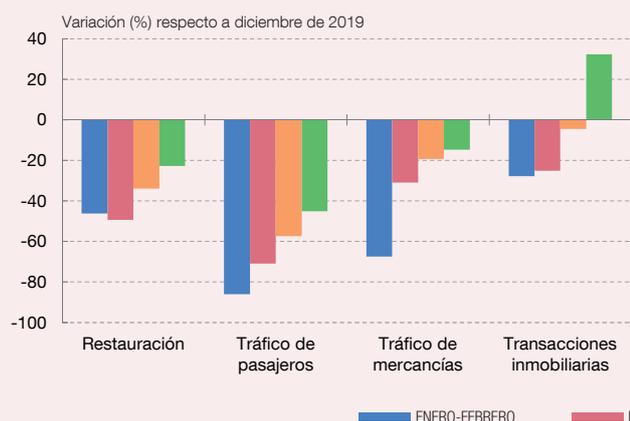
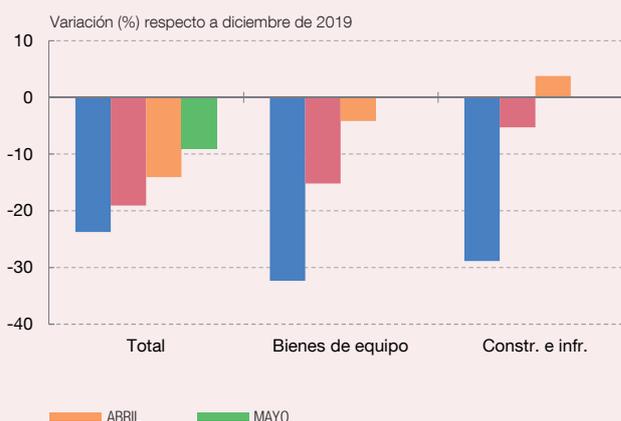


Gráfico 9  
INVERSIÓN FIJA (a)



FUENTES: CEIC y Banco de España.

a Las variaciones en bienes de equipo, construcción e infraestructura se calculan a partir de los datos acumulados del año.

9 En el turismo internacional, las restricciones han propiciado caídas cercanas al 100% interanual en los vuelos comerciales entrantes y salientes.

**LA RECUPERACIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA CHINA DURANTE EL PROCESO DE RETIRADA PAULATINA DE LAS MEDIDAS DE CONTENCIÓN DEL COVID-19 (cont.)**

gráfico 8). Respecto al turismo interno<sup>9</sup>, se aprecia una recuperación solo parcial. Así, por ejemplo, en el período festivo de primeros de mayo, los ingresos turísticos descendieron un 60 % frente a los del año anterior.

En cuanto a la inversión, desde el mes de marzo se ha venido corrigiendo la caída de enero-febrero, del -25 % interanual, con un patrón más mitigado en los bienes de equipo que en la construcción e infraestructuras (véase gráfico 9). La recuperación de la inversión se explica en buena medida por el repunte de la proveniente de empresas públicas, en el contexto de las medidas de estímulo puestas en marcha por las distintas administraciones.

En cuanto a la evolución de los precios de consumo, parece que los factores de oferta asociados a la epidemia habrían tenido un cierto efecto en Hubei. En esta provincia, la inflación se ha situado por encima de la del resto del país hasta abril, por las dificultades de abastecimiento y las interrupciones de la producción derivadas de las medidas de contención (véase gráfico 10). En el resto del país, en estos meses la evolución de los precios ha venido determinada por la moderación del componente alimenticio —una vez superado el brote de fiebre porcina— y de los combustibles, lo que ha revertido la tendencia alcista observada desde mediados de 2019.

Las demás rúbricas del IPC acusan el efecto de la crisis sanitaria, prevaleciendo los factores de demanda: así, son apreciables el repunte en el precio de los artículos médicos y la caída de los de educación, ocio y cultura. Con todo, la inflación subyacente se ha reducido 0,3 puntos porcentuales desde diciembre, situándose en el 1,1 % interanual en mayo (véase gráfico 11).

En conclusión, la mayor parte de China se encuentra en una fase avanzada en el proceso de normalización de su actividad económica, con la excepción de la provincia de Hubei, que lleva cierto retraso. La experiencia china, en cualquier caso, muestra que la movilidad de personas se normaliza progresivamente tras el levantamiento de las medidas de contención más severas, aunque persiste una cierta prudencia y no se han recobrado los niveles previos a la difusión de la epidemia. La actividad industrial se ha recuperado con celeridad, aunque sostenida en parte por factores que podrían ser transitorios. Por el lado del gasto, el consumo de bienes duraderos y servicios sigue una senda de recuperación mucho más lenta. También se observa un aumento de la tasa de ahorro, que podría obedecer a motivos precautorios. Por último, la epidemia, por el momento, ha ejercido presiones a la baja sobre la inflación en el conjunto del país, si bien determinados factores de oferta, particularmente en Hubei, habrían operado en la dirección contraria.

Gráfico 10  
INFLACIÓN GENERAL POR REGIONES

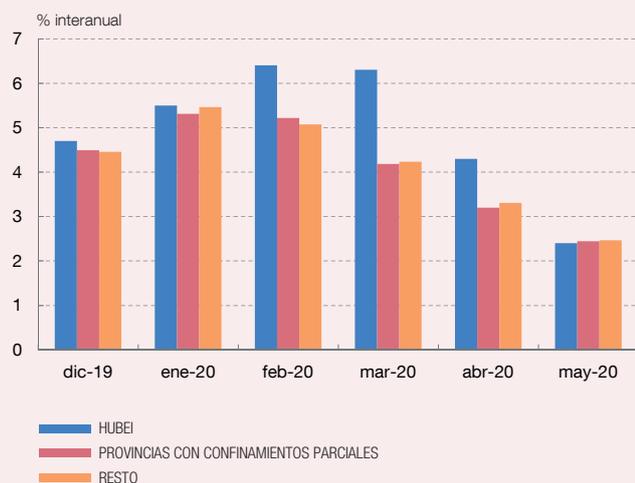
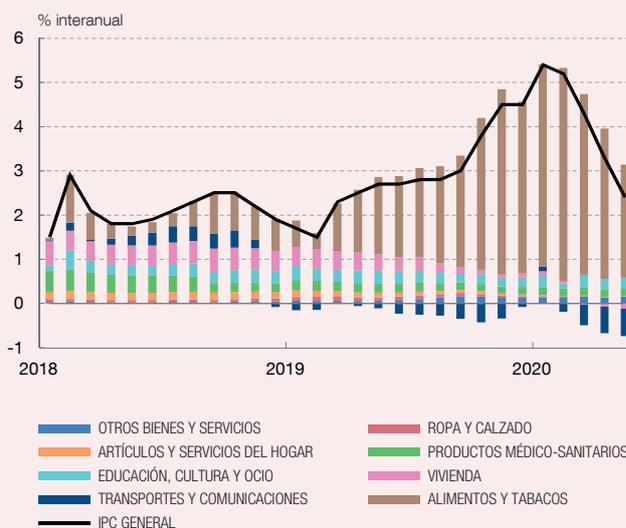


Gráfico 11  
INFLACIÓN GENERAL Y COMPONENTES



FUENTES: CEIC y Banco de España.

## FACTORES DE DEMANDA Y OFERTA EN LA DETERMINACIÓN DEL PRECIO DEL PETRÓLEO EN EL CONTEXTO DE LA CRISIS DEL COVID-19

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 15 de junio

Desde principios de año, el precio del petróleo ha registrado una tendencia a la baja, acompañada de elevadas fluctuaciones (véase gráfico 1). Así, el precio del barril de Brent mostró un retroceso de alrededor del 75 % desde mediados de enero hasta el mínimo de mediados de abril, momento en el que el tipo de barril *West Texas Intermediate* (WTI) llegó incluso a cotizar puntualmente en niveles negativos. Las caídas más intensas se produjeron a partir de marzo, cuando se hizo evidente la naturaleza pandémica de la crisis sanitaria, lo que llevó a una interrupción de la actividad económica mundial y, por consiguiente, a una disminución drástica de la demanda de crudo, y cuando, además, se rompió (aunque solo transitoriamente) el acuerdo de control de la producción que venían manteniendo los países de la Organización de Países Exportadores de Petróleo y sus asociados (OPEP+), acuerdo liderado por Arabia Saudí y Rusia.

En algunos otros episodios históricos se han producido desplomes comparables del precio del petróleo. Sucedió, por ejemplo, con ocasión de las elevadas contracciones de la actividad económica mundial acaecidas durante la crisis asiática de 1997 y la crisis financiera global iniciada en 2008 (con abaratamientos del 40 % y 75 %, respectivamente), o en momentos de cambios relevantes en la estrategia de la OPEP, como los que tuvieron lugar en 1986 y 2014<sup>1</sup>.

Frente a estos eventos pasados, lo que convierte al colapso del precio de esta materia prima registrado esta primavera en un episodio singular es la coincidencia en el tiempo de una intensa y rápida caída de la demanda y de un aumento transitorio de la producción, lo que ha dado lugar a una veloz acumulación de inventarios en todo el mundo. En este recuadro se analiza el efecto de estos dos *shocks* simultáneos sobre el mercado del petróleo y el entorno macroeconómico general, y las perspectivas a medio plazo del sector.

Por lo que respecta a la primera de estas tres cuestiones, el fuerte retroceso de la demanda ha sido el principal factor explicativo de la dinámica del precio de petróleo en el período de enero a abril. Según las estimaciones basadas en un modelo econométrico<sup>2</sup>, este factor sería responsable de algo más del 80 % de la caída observada (véase gráfico 2). En el episodio actual, el canal tradicional de demanda se ha visto amplificado por el impacto de las medidas de cuarentena a nivel global, que han reducido drásticamente la movilidad. Esto ha afectado de manera particular al sector del transporte, que representa, en promedio, cerca del 65 % de la demanda de petróleo de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) (véase gráfico 3). A modo de ejemplo, el consumo mundial en los sectores de transporte rodado y de transporte aéreo se redujo en abril en un 34 % y un 69 % interanual, respectivamente<sup>3</sup>, frente a la reducción del 13,5 % en el resto de los sectores.

En cuanto a la oferta, las discrepancias previas a la reunión de marzo de la OPEP+ que hubo entre Arabia Saudí y Rusia acerca de la estrategia de dicha organización se saldaron, tras la reunión, con el levantamiento de cualquier compromiso de cuotas a partir de abril. Esto condujo a un aumento intermensual significativo y no esperado<sup>4</sup> de la producción de la OPEP+ (2,4 millones de barriles al día —mb/d—) y a la aplicación de fuertes descuentos en los precios de venta por parte de Arabia Saudí<sup>5</sup>. Esta perturbación de oferta explicaría alrededor del 16 % de la caída del precio del petróleo entre enero y abril, según el modelo utilizado (véase de nuevo el gráfico 2).

Este último *shock* de oferta, no obstante, fue de carácter transitorio, dado que el acuerdo se recompuso rápidamente bajo los auspicios de Estados Unidos y el conjunto del G-20. Así, a mediados de abril, la OPEP+ acordó un programa escalonado de recortes con la vista

1 Estos *shocks* de oferta suelen reflejar los intentos de la OPEP de mantener su cuota de mercado. En 1986, Arabia Saudí aumentó su producción en más de un 40 %, tras una caída de su producción de alrededor de dos tercios en los años anteriores. En 2014, la OPEP decidió incrementar significativamente su producción y su venta para hacer frente a la competencia de los productores no convencionales de Estados Unidos, estrategia que finalizó en 2016. En el episodio más reciente de este año, la falta de consenso entre Arabia Saudí y Rusia condujo a una ruptura temporal del acuerdo de la OPEP+ y al establecimiento de fuertes descuentos por parte de Arabia Saudí.

2 Modelo VAR estructural bayesiano estimado con datos mensuales para el período de enero de 1980 a abril de 2020. Los *shocks* estructurales se identifican siguiendo un esquema de restricciones de signos, lo que permite distinguir entre perturbaciones de oferta, de demanda global y de demanda precautoria y factores de demanda idiosincrásicos del mercado de petróleo.

3 Véase Rystad Energy, *COVID-19 Report 11th edition*.

4 En ese momento, el mercado esperaba el anuncio de un recorte adicional de alrededor del 2 % de la producción total diaria.

5 El aumento de la producción de la OPEP+ fue, no obstante, parcialmente compensado por la disminución de la de otros países, en particular Estados Unidos, de manera que el incremento intermensual sobre el total de la oferta fue de tan solo un 0,3 %, muy inferior a los incrementos de la producción de anteriores episodios de ruptura de acuerdos de la OPEP (1985 y 2014), que condujeron a caídas del precio del crudo de en torno al 65 % (véase gráfico 1).

**FACTORES DE DEMANDA Y OFERTA EN LA DETERMINACIÓN DEL PRECIO DEL PETRÓLEO EN EL CONTEXTO DE LA CRISIS DEL COVID-19 (cont.)**

Gráfico 1  
EVOLUCIÓN DEL PRECIO DEL BRENT (a)



Gráfico 2  
DESCOMPOSICIÓN HISTÓRICA DEL PRECIO DEL PETRÓLEO

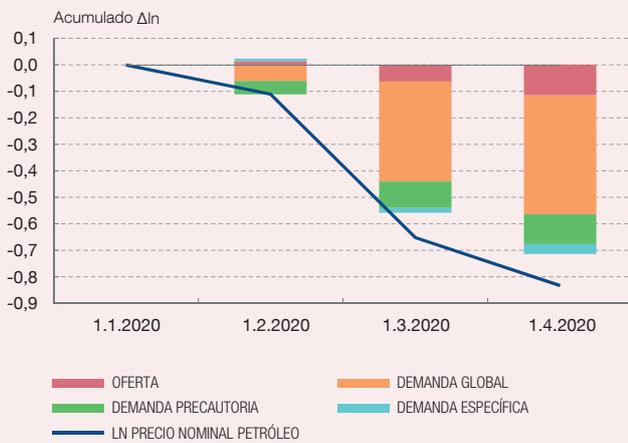


Gráfico 3  
DEMANDA SECTORIAL DE PETRÓLEO EN LA OCDE, 2018

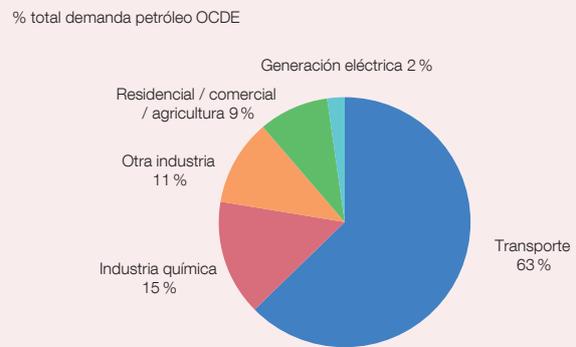


Gráfico 4  
OFERTA, DEMANDA Y VARIACIÓN DE INVENTARIOS (b)

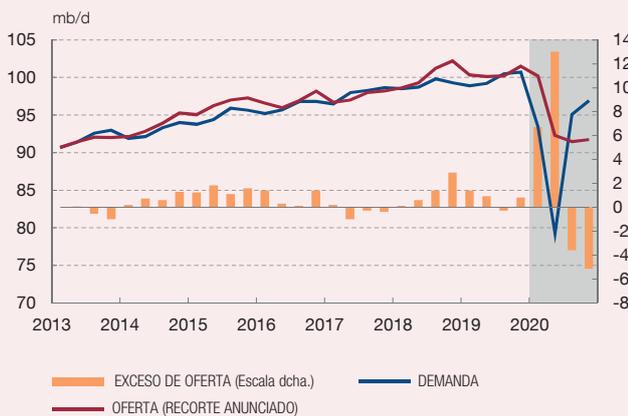


Gráfico 5  
EEUU: ACTIVIDAD DE PERFORACIÓN E INVERSIÓN EN PETRÓLEO Y GAS (c)



FUENTES: Agencia Internacional de la Energía, IFS, Banco Mundial, Reserva Federal de Dallas y Banco de España.

- a La cifra refleja la caída del precio del petróleo durante el período de la perturbación indicada según estimaciones internas.
- b La parte sombreada refleja previsiones de demanda y de oferta de la Agencia Internacional de la Energía.
- c La línea discontinua refleja previsiones, mientras que el área sombreada indica la recesión en Estados Unidos.

## FACTORES DE DEMANDA Y OFERTA EN LA DETERMINACIÓN DEL PRECIO DEL PETRÓLEO EN EL CONTEXTO DE LA CRISIS DEL COVID-19 (cont.)

puesta en la estabilización del mercado a medio plazo, entre los que se incluía uno muy sustancial (de 9,7 mb/d) entre mayo y junio, más tarde prorrogado a julio (véase gráfico 4). Sin embargo, este anuncio no evitó el aumento masivo de los inventarios ni la cotización puntual con precio negativo del WTI el día anterior a la expiración de su contrato de futuros de mayo. Ello se debió a la obligación de liquidar estas operaciones con la entrega física del crudo y a la falta de capacidad de almacenamiento en el punto de entrega (las instalaciones de almacenaje de crudo de Cushing, en Estados Unidos). Los tenedores de derivados se vieron obligados a pagar a las partes que tenían capacidad para recibir la entrega física.

En cuanto a los efectos macroeconómicos globales de estas perturbaciones, el tradicional impacto favorable de la caída del precio del petróleo en los países importadores habría sido inferior al habitual, dado que, debido a la situación de confinamiento, los consumidores no se habrían beneficiado completamente del abaratamiento. Mientras tanto, el impacto para los países exportadores sería claramente negativo, lo que, en algunos casos, se está traduciendo en rebajas de las calificaciones crediticias de los emisores soberanos de estos países<sup>6</sup>.

En cuanto a la industria, la situación de crisis parece estar afectando particularmente a las empresas con mayores costes de extracción y fuerte endeudamiento, en concreto a los productores no convencionales de Estados Unidos (*shale oil*)<sup>7</sup>, pero también a productores convencionales<sup>8</sup>.

Se han producido caídas significativas de la inversión en exploración y producción —tanto en Estados Unidos (véase gráfico 5) como a nivel global—.

Finalmente, por lo que se refiere a las perspectivas futuras del mercado del petróleo, la recomposición del acuerdo de la oferta y el incipiente inicio de la recuperación económica tras la salida gradual de las situaciones de cuarentena más extremas han venido acompañados de un aumento suave de los precios de esta materia prima ya en mayo. En consecuencia, los precios a plazo para 2021 se sitúan en niveles que son similares a los de un período de precios moderados como el de 2000-2006, aunque todavía muy inferiores a los de enero de este año. La recuperación a medio plazo de la demanda de petróleo se encuentra condicionada por la incertidumbre sobre el perfil e intensidad del repunte de la actividad —que, según el escenario base del Banco Mundial, será moderada, de modo que el PIB mundial estaría en 2021 todavía 5,9 pp por debajo de su previsión de enero<sup>9</sup>—, y por los cambios potenciales en los patrones de comportamiento de los consumidores en el escenario posepidemia. Por el lado de la oferta, las discrepancias en el seno de la OPEP+ no permiten descartar nuevos desencuentros a la hora de cumplir el acuerdo alcanzado antes de su expiración en agosto de 2022. En esta dirección apuntarían tanto el modesto grado de cumplimiento del acuerdo por parte de Rusia como la fragilidad intrínseca que han mostrado en los últimos años este tipo de pactos<sup>10</sup>.

6 Por ejemplo, entre marzo y abril han sido objeto de acciones negativas de *rating* (bajada de calificación y/o empeoramiento de perspectivas) Arabia Saudí, Angola, Kuwait, Congo, Gabón e Iraq. Fuera de la OPEP, México y Colombia también han sufrido recortes de calificación crediticia, en parte por la caída del precio del petróleo.

7 Según Rystad Energy, muchos operadores estadounidenses se encontrarían al borde de la quiebra a pesar de la recuperación parcial reciente del precio del WTI (véase *US bankruptcies and how to avoid them: the costs and benefits of saving E&Ps via royalty exemptions*, comunicados de prensa, investigación y análisis de Rystad Energy, 20 de mayo de 2020).

8 Según la Asociación de la Industria de Petróleo y Gas en el Reino Unido, un cuarto de las empresas de extracción del Reino Unido se enfrenta a dificultades financieras (véase N. Coleman, *Oil & Gas UK warns of 'increasingly grim' North Sea outlook, urges more support*, Market Insights, S&P Global Platts).

9 En su escenario base, el Banco Mundial estima un crecimiento para la economía global del -5,2% para 2020, lo que supone una revisión a la baja de 7,7 pp respecto a sus previsiones de enero, y un crecimiento del 4,2% para 2021. Véase World Bank (2020), *Global Economic Prospects*, junio, Washington, DC.

10 Esta fragilidad viene explicada por factores tales como la aparición de productos sustitutivos, las mejoras de eficiencia y la irrupción de nuevos proveedores [véase World Bank Group (2020), *Commodity Markets Outlook*, abril, Box 1, «Set up to fail? The collapse of commodity agreements», Washington, DC).

### EL IMPACTO ECONÓMICO INICIAL DE LA CRISIS SANITARIA Y LAS MEDIDAS DE CONFINAMIENTO EN LOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 17 de junio

Para contener la difusión y la incidencia de la pandemia de Covid-19, los Gobiernos de los países de la zona del euro pusieron en marcha a partir de marzo medidas estrictas de restricción de la movilidad de los individuos y del normal desarrollo de las actividades productivas. Tanto el «índice de

severidad» elaborado por la Universidad de Oxford<sup>1</sup> como los indicadores de movilidad de las personas, como el de Google, muestran la generalización de medidas severas de contención desde mediados de marzo y su prolongación durante abril y buena parte de mayo (véanse gráficos 1 y 2).

Gráfico 1  
ÍNDICE DE SEVERIDAD EN LAS MEDIDAS DE CONTENCIÓN DE LA PANDEMIA  
UNIVERSIDAD DE OXFORD (a)

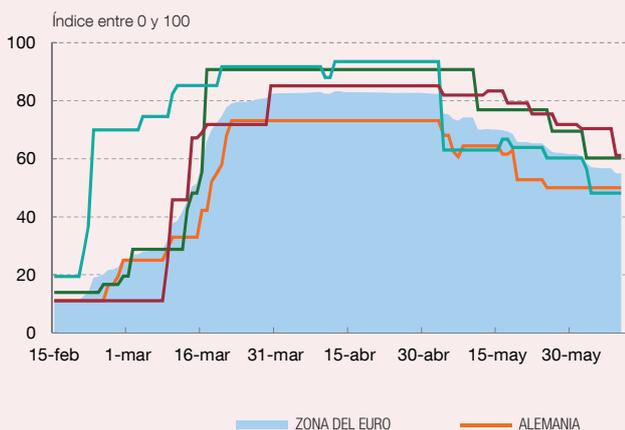


Gráfico 2  
CAÍDA EN LA MOVILIDAD A CENTROS DE TRABAJO Y COMERCIOS  
ÍNDICE DE GOOGLE (b)

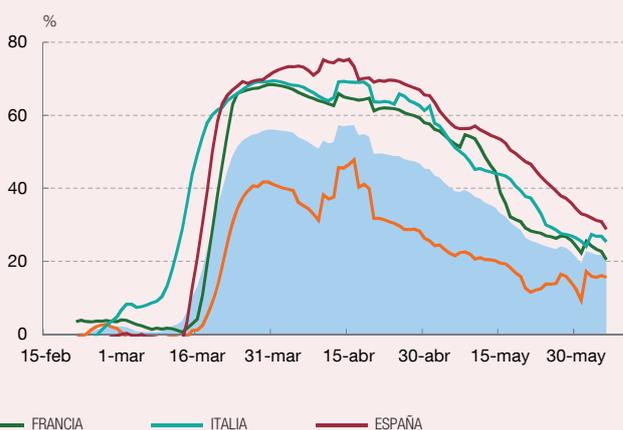


Gráfico 3  
VALOR AÑADIDO BRUTO REAL. PRIMER TRIMESTRE DE 2020

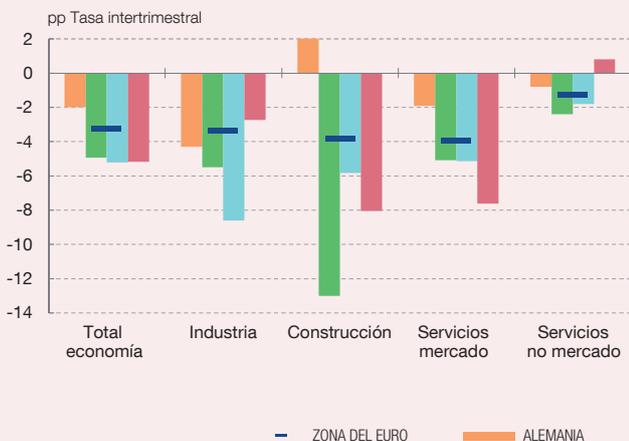
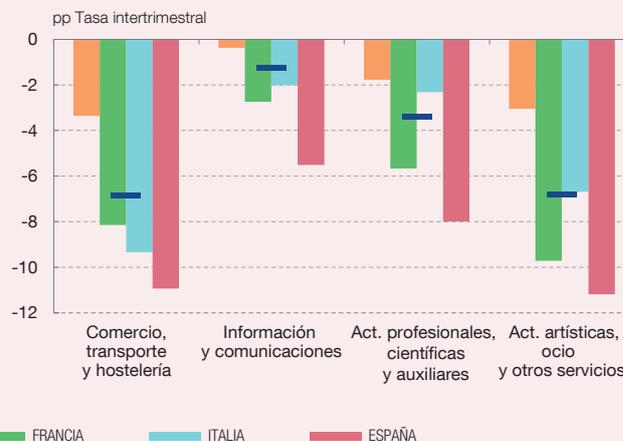


Gráfico 4  
VAB REAL EN RAMAS DE SERVICIOS DE MERCADO. PRIMER TRIMESTRE DE 2020



FUENTES: Community Mobility Reports de Google, University of Oxford y Eurostat.

- a Véase nota 1 a pie de página. La zona del euro se calcula como promedio ponderado por el PIB de los países.
- b Promedio de los índices de movilidad a centros de alimentación y farmacia, minoristas y de ocio y de trabajo. Datos diarios disponibles desde el 15 de febrero (omitiendo algunos días festivos). Desviación porcentual respecto al período base (para cada día de la semana, la mediana entre el 3 de enero y el 4 de febrero). La zona del euro es un promedio ponderado por el PIB de los países.

1 Este indicador sintetiza la intensidad de nueve tipos de medidas de contención de la pandemia y permite realizar una comparación internacional sistemática y coherente. El índice toma valores entre cero (ausencia de medidas) y cien (medidas más extremas). Véase T. Hale, N. Angrist, B. Kira, A. Petherick, T. Phillips y S. Webster (2020), *Variation in Government Responses to COVID-19*, Version 5.0, Blavatnik School of Government Working Paper.

## EL IMPACTO ECONÓMICO INICIAL DE LA CRISIS SANITARIA Y LAS MEDIDAS DE CONFINAMIENTO EN LOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO (cont.)

Estas medidas han dado lugar a una caída de la actividad económica muy brusca e intensa. Al desplome de la demanda provocado por el propio confinamiento, la pérdida de empleos y la incertidumbre, se unieron la reducción de la oferta y la interrupción de algunas cadenas de suministros como consecuencia de la parada temporal obligada de numerosas actividades productivas. Además, estos efectos se acentuaron por el carácter global de la perturbación y el alto grado de integración de las economías.

De acuerdo con la Contabilidad Nacional, la contracción del valor añadido bruto (VAB) del área del euro durante el primer trimestre fue del 3,2 % intertrimestral. Considerando que el período de confinamiento estricto afecta a las dos últimas semanas del trimestre<sup>2</sup>, se estima que la actividad económica de la zona del euro se redujo en dicho período, aproximadamente, un 20 %<sup>3</sup>. De entre las cuatro economías de mayor tamaño, Francia, Italia y España registraron un impacto superior, dada la mayor severidad de las medidas de contención aplicadas. En estos casos, se estima que la disminución observada del VAB durante el primer trimestre sería coherente con una caída en el nivel de actividad durante las semanas de confinamiento estricto superior al 30 %, frente a un 13 % en Alemania. Estas magnitudes están en línea con las que algunas instituciones habían anticipado, apoyándose en la interpretación directa de las normas de confinamiento, en encuestas y en la evolución de indicadores económicos de alta frecuencia<sup>4</sup>.

El impacto negativo sobre la actividad ha sido muy asimétrico entre sectores, como se ilustra en los gráficos 3 y 4, donde se muestra la variación intertrimestral del VAB en el primer trimestre. De manera complementaria, el

cuadro 1 presenta estimaciones por sectores de cuál habría sido la caída del nivel de actividad en cada uno de ellos durante el período de confinamiento estricto en la segunda quincena de marzo.

Como puede observarse, la rama de servicios de mercado, que representa cerca del 55 % del total de la economía en la UEM, experimentó una caída cercana al 4 % en el primer trimestre, según la Contabilidad Nacional, lo que sería coherente con un descenso de la actividad superior al 25 % durante el período de confinamiento estricto. Esta contracción tan intensa refleja la relevancia de las interacciones personales en el desempeño de numerosas actividades de servicios, que se habrían visto directamente afectadas por las medidas de contención de la pandemia. El impacto sobre la actividad de los servicios fue notablemente superior a la media en España e inferior a ella en Alemania, donde los servicios tienen un menor peso relativo: en torno al 50 % del VAB de la economía, frente al 57 % en el caso español.

Dentro del conjunto del sector servicios, las dos ramas más afectadas fueron la de comercio, transporte y hostelería —que supone un 19 % de la economía de la UEM— y la de actividades artísticas, ocio y otros servicios personales —cuyo peso económico es mucho menor, algo por encima del 3 %—<sup>5</sup>. Como se muestra en el cuadro 1, estos dos sectores habrían sufrido una pérdida de actividad superior al 40 % durante el período de confinamiento estricto en la UEM. La caída de la actividad en el comercio, transporte y hostelería fue particularmente severa en Italia y España —superior al 60 % y al 70 %, respectivamente—, países en los que, además, el peso de esta actividad en la economía es mayor. Concretamente, la hostelería y restauración, que habría visto interrumpida

2 El inicio del confinamiento estricto en marzo podría situarse en el día 22 en Alemania, el 17 en Francia, el 10 en Italia y el 16 en España, si bien algunas medidas de contención fueron introducidas con anterioridad a esas fechas, de manera escalonada y no siempre afectaron al país en su conjunto. Véase, por ejemplo, S. Flaxman *et al.* (2020), «Estimating the effects of non-pharmaceutical interventions on COVID-19 in Europe», *Nature*.

3 Este cálculo se realiza bajo el supuesto de que durante las once primeras semanas del trimestre el nivel de actividad económica fue similar al de finales de 2019 (esto es, una variación intertrimestral del 0 %), de manera que la caída del 20 % en las dos semanas restantes provoca el retroceso del 3,2 % observado en el conjunto del trimestre. El descenso se elevaría al 22 % bajo el supuesto alternativo de que durante las once primeras semanas del trimestre se hubiera mantenido un ritmo de crecimiento similar al del promedio de los cuatro trimestres de 2019 (0,2 %).

4 Las estimaciones del BCE (2020), «Alternative scenarios for the impact of the COVID-19 pandemic on economic activity in the euro area», *Economic Bulletin*, mayo, apuntaban pérdidas económicas iniciales del 30 % durante el confinamiento —dependiendo del país—. El INSEE (2020), «Point de conjuncture», 26 de marzo, anticipaba una corrección del 35 % de la actividad económica en Francia durante la fase más aguda del confinamiento. Por su parte, el análisis en Banco de España (2020), «Escenarios macroeconómicos de referencia para la economía española tras el Covid-19», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020, arrojaba una caída de la producción aproximada de un 30 % en España durante cada una de las semanas de vigencia del estado de alarma.

5 Los servicios que forman parte de esta rama son muy heterogéneos e incluyen las actividades deportivas, la reparación de ordenadores, diversos servicios personales o la actividad de los hogares como empleadores de personal doméstico.

### EL IMPACTO ECONÓMICO INICIAL DE LA CRISIS SANITARIA Y LAS MEDIDAS DE CONFINAMIENTO EN LOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO (cont.)

casi totalmente su actividad, representa el 3 % del VAB de la UEM, pero en países con mayor importancia del turismo, como Italia o España, su peso se eleva al 4 % y al 6 % del VAB, respectivamente. El sector de actividades artísticas, ocio y otros servicios personales se habría contraído de manera más aguda en Francia (por encima del 60 %) y en España (más de un 70 %). El tercer sector de servicios más afectado es el de actividades profesionales, científicas, técnicas y auxiliares, con un descenso de la actividad en torno al 20 % en el conjunto

del área del euro, que superaría el 50 % en España y ascendería hasta cerca del 40 % en Francia, país donde, además, su peso sobre el VAB es relativamente más alto.

El impacto inicial de la crisis sobre la producción de manufacturas en la UEM fue muy elevado, lo que refleja también el hundimiento del comercio internacional. Se estima una caída del VAB de las manufacturas cercana al 30 %<sup>6</sup> durante el período de confinamiento estricto del primer trimestre. El ajuste fue más severo en Italia y Francia (del

Cuadro 1  
CAÍDA DE LA ACTIVIDAD DURANTE EL PERÍODO DE CONFINAMIENTO ESTRICTO DEL PRIMER TRIMESTRE  
En porcentaje respecto al nivel previo a la crisis sanitaria. Peso del sector en porcentaje del VAB nominal

Sectores	Estimación de la caída de la actividad durante el confinamiento (a)					Peso de los sectores				
	UEM	DE	FR	IT	ES	UEM	DE	FR	IT	ES
Primario	-	-	-	-	-	1,7	0,9	1,8	2,2	2,9
Manufacturas	-22	-29	-39	-59	-21	16,4	21,6	11,0	16,6	12,2
Vehículos de motor						2,4	5,3	1,4	1,5	1,5
Energía	-	-	-	-	-	2,8	2,7	2,5	2,9	3,5
Construcción	-25	-	-85	-38	-52	5,5	5,5	5,8	4,3	6,5
Servicios de mercado	-26	-12	-33	-33	-50	54,7	50,5	57,0	57,5	56,8
Comercio, transporte y hostelería	-44	-22	-53	-61	-71	19,0	16,2	17,7	21,6	23,8
Comercio						11,1	10,0	10,4	11,9	13,0
Comercio al por menor						4,2	3,4	4,3	5,3	5,2
Transporte						4,8	4,4	4,6	5,6	4,6
Hostelería y restauración						3,0	1,6	2,8	3,9	6,3
Información y comunicaciones	-	-	-18	-13	-36	4,8	4,7	5,4	3,7	3,6
Act. financieras y de seguro	-	-	-	-	-	4,6	3,9	3,8	4,8	4,0
Act. inmobiliarias	-	-	-	-	-	11,3	10,5	12,9	13,7	11,6
Act. profesionales, científicas y auxiliares	-22	-12	-37	-15	-52	11,6	11,5	14,2	9,6	9,1
Act. artísticas, ocio y otros servicios personales	-44	-20	-63	-44	-73	3,4	3,8	2,8	4,1	4,7
Act. artísticas y ocio						1,4	1,4	1,4	1,2	2,1
Servicios de no mercado	-	-	-16	-12	-	18,9	18,8	21,9	16,4	18,0
<b>TOTAL ECONOMÍA</b>	<b>-21</b>	<b>-13</b>	<b>-32</b>	<b>-34</b>	<b>-34</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<i>Pro memoria</i>										
Comercio, transporte, hostelería y la actividad artística y de ocio						20,4	17,6	19,1	22,8	25,9

FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Este cálculo se realiza bajo el supuesto de que durante las once primeras semanas del trimestre el nivel de actividad económica fue similar al de finales de 2019 (esto es, una variación intertrimestral del 0 %), de manera que la caída durante las dos semanas restantes provoca el retroceso observado del VAB en el primer trimestre de 2020. El cálculo solo se realiza para los sectores más afectados por las medidas de contención de la crisis sanitaria.

6 Del cálculo se excluye Irlanda, donde el VAB de la industria se elevó un 15 % intertrimestral en el primer trimestre.

**EL IMPACTO ECONÓMICO INICIAL DE LA CRISIS SANITARIA Y LAS MEDIDAS DE CONFINAMIENTO EN LOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO (cont.)**

60 % y del 40 %, respectivamente) y, según los datos de producción industrial del mes de marzo, la peor evolución en estos dos países habría sido un hecho prácticamente generalizado a todas las ramas manufactureras. Por sectores, el más afectado fue el de la fabricación de vehículos de motor, cuya actividad productiva habría llegado a paralizarse en algunos momentos. Esta industria es relativamente importante en Alemania, con un peso en el PIB superior al 5 %, mientras que no llega a sobrepasar el 2 % en el resto de los principales países. Los datos de marzo también señalan caídas muy intensas en sectores como el textil y el de fabricación de muebles. Ambos son relativamente intensivos en empleo, por lo que las medidas de contención de la pandemia pudieron afectarles en mayor medida. Estas industrias tienen un peso más elevado en Italia (en torno al 3,5 % del VAB de la economía, frente al 2 % en la UEM).

Por último, el comportamiento de la construcción durante el período de confinamiento ha sido especialmente

heterogéneo. La caída de la actividad de este sector con respecto al nivel previo a la crisis habría alcanzado el 85 % en Francia y algo más del 50 % en España. En Alemania, en cambio, la actividad aumentó durante el primer trimestre, en un contexto climatológico favorable. El fuerte descenso de la actividad constructora en Francia podría estar relacionado con los incentivos generados por el programa temporal de ajuste del empleo vigente en ese país<sup>7</sup>.

En conclusión, aunque la crisis sanitaria es una perturbación con un origen común, sus efectos a corto plazo han sido diferentes en cada uno de los países miembros de la UEM. Estas asimetrías reflejan no solo la distinta intensidad con la que la pandemia se ha manifestado en cada territorio, sino también las particularidades de las medidas de contención, las diferencias en la estructura productiva, la orientación exportadora de las economías y su participación en las cadenas globales de valor en un contexto de crisis mundial.

---

7 Entre el 1 de marzo y el 1 de junio, el programa de «desempleo parcial» cubría el 84 % del salario neto y la totalidad de las cotizaciones sociales correspondientes a los trabajadores incluidos en él. El sector de la construcción ha hecho un uso intensivo de este programa, con un 57 % de sus asalariados acogidos a él durante el mes de marzo, solo por detrás de la hostelería (72 %).

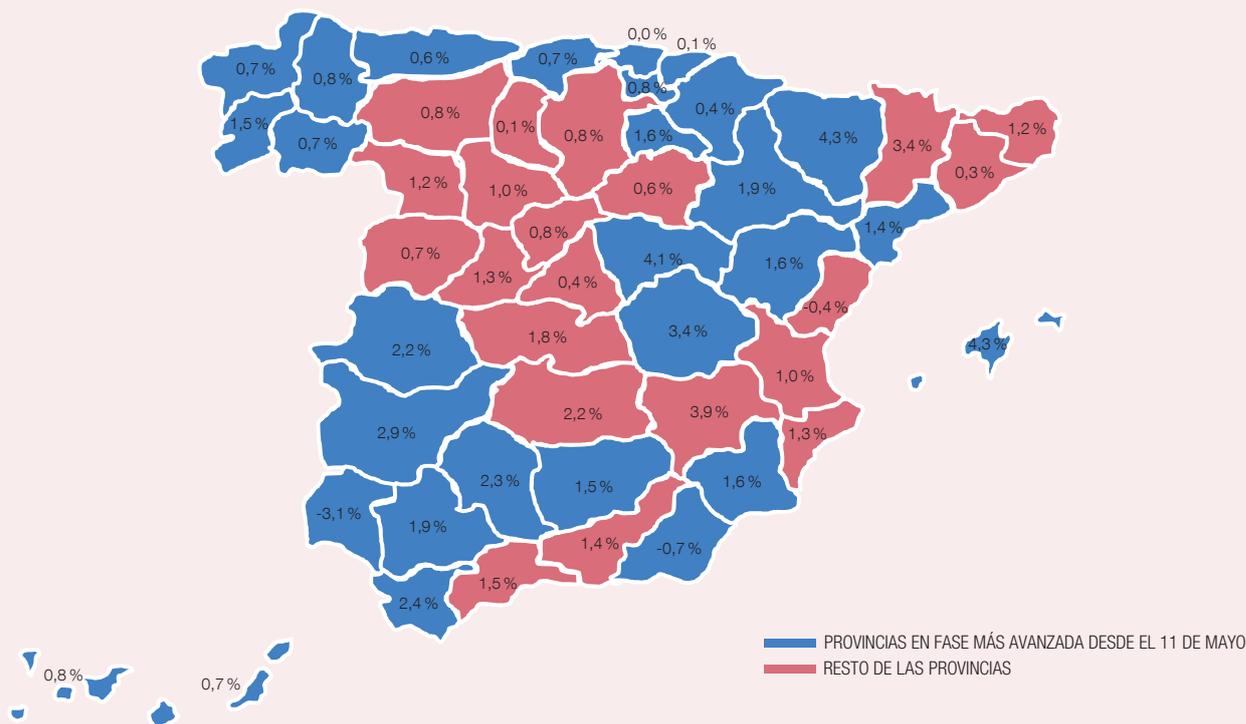
**EL PROCESO DE DESESCALADA DE LAS MEDIDAS DE CONTENCIÓN DE LA PANDEMIA Y EL MERCADO DE TRABAJO: UNA PERSPECTIVA PROVINCIAL**

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 19 de junio

En mayo se produjo una cierta mejora de la situación del mercado de trabajo español en términos tanto de la afiliación a la Seguridad Social como de la cifra de trabajadores en situación de Expediente de Regulación Temporal de Empleo (ERTE), tras el fuerte deterioro observado desde el inicio de la crisis sanitaria a mediados de marzo. El número de personas afiliadas a la Seguridad Social creció un 1% en el transcurso de ese mes, después de haber descendido un 4,6% en términos acumulados entre los últimos días laborables de los meses de febrero y abril. De modo análogo, los asalariados afectados por ERTE se redujeron un 11,5% (casi 400.000 trabajadores) a lo largo del mes de mayo<sup>1</sup>. En este recuadro se utiliza la heterogeneidad provincial que muestran estas cifras para analizar el impacto de las diferencias en el ritmo de retirada de las medidas de contención de la pandemia sobre la evolución del empleo en dicho mes.

En términos de los afiliados totales, se observa una heterogeneidad relativamente elevada en la evolución del empleo en mayo en las diferentes provincias (véase gráfico 1). Las provincias que pasaron a la fase 1 el 11 de mayo tendieron a mostrar crecimientos de la afiliación superiores a los del resto. En concreto, la cifra de cotizantes a la Seguridad Social avanzó un 1,3% por término medio en las provincias que accedieron a la fase 1 en esa fecha, frente al 0,8% observado en las que no lo hicieron. De modo análogo, el descenso en el número de trabajadores afectados por ERTE ha sido superior en las provincias que pasaron anticipadamente a la fase 1 (-14,2%), frente al observado en el resto de las provincias (-9,4%) (véase gráfico 2). En conjunto, si se computa una «afiliación efectiva», definida como los afiliados totales menos los trabajadores afectados por ERTE, se observa que esa serie creció en mayo un

Gráfico 1  
TASA DE VARIACIÓN MENSUAL DE LA AFILIACIÓN TOTAL EN MAYO DE 2020 SEGÚN LA FASE DE LA DESESCALADA, POR PROVINCIAS



FUENTES: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, y Banco de España.

1 En principio, cabría esperar que la reducción de la cifra de ocupados en situación de ERTE obedezca a su retorno a la actividad laboral. No se puede descartar, dada la ausencia de información al respecto, que una parte de ellos haya pasado a la situación de desempleo.

**EL PROCESO DE DESESCALADA DE LAS MEDIDAS DE CONTENCIÓN DE LA PANDEMIA Y EL MERCADO DE TRABAJO: UNA PERSPECTIVA PROVINCIAL (cont.)**

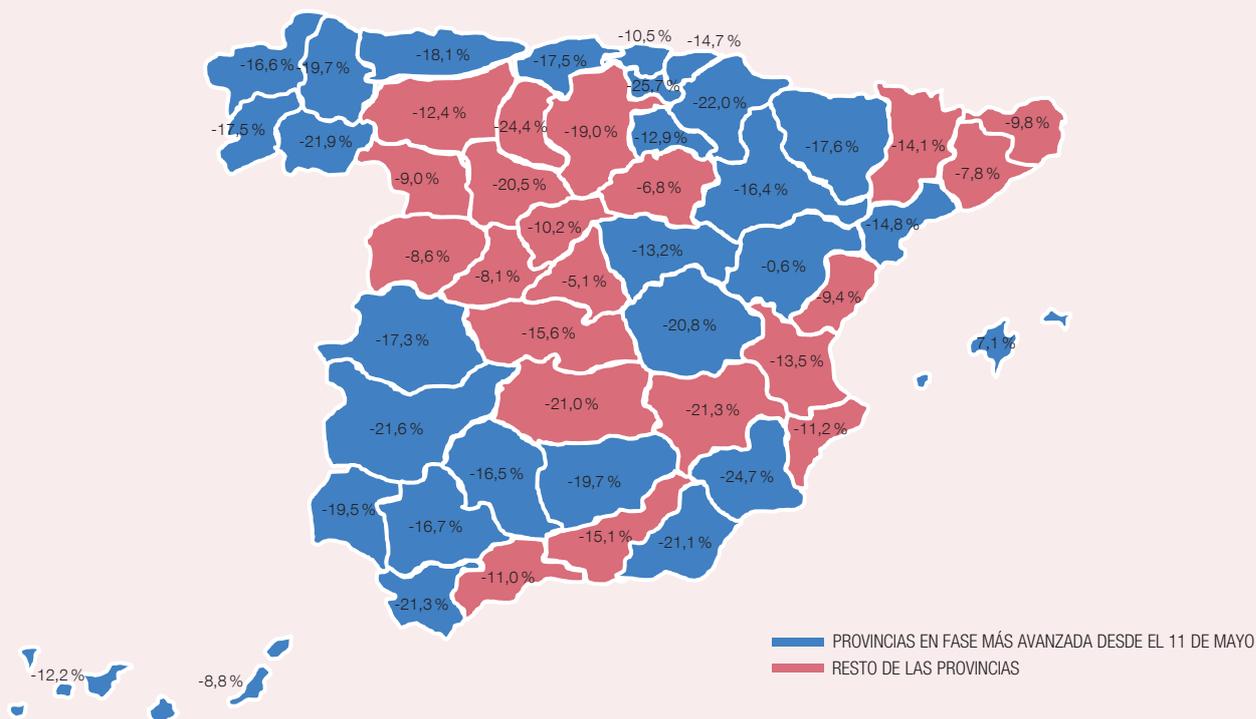
4,7 % en el primer subconjunto de provincias y un 3,2 % en el resto<sup>2</sup>.

Estas diferencias podrían reflejar, no obstante, otros factores distintos al del impacto que ha tenido el cambio de fase en el proceso de desescalada, factores tales como las disparidades provinciales en la estructura sectorial de la actividad. Esto podría dar pie a un comportamiento estacional divergente en el mes de mayo. Por esta razón, a continuación se realiza un análisis que intenta descontar el impacto de estos factores adicionales sobre las diferencias provinciales en la evolución del empleo en mayo. El análisis se realiza para la afiliación total, los trabajadores afectados por ERTE y la afiliación efectiva, según se ha definido más arriba. En el cuadro 1 se presentan los resultados. La variable de interés es la denominada «fase», que es un indicador

que toma el valor uno para aquellas provincias que pasaron a la fase 1 el 11 de mayo y cero en caso contrario. Las variables de control incluyen la ratio de temporalidad, la caída de la afiliación a fin de mes entre febrero y abril (o la incidencia de los ERTE en abril cuando la variable dependiente es el número de trabajadores afectados por ERTE) y la estructura sectorial del empleo en cada provincia.

Los resultados para el caso de la afiliación total muestran que, aunque se observan tasas de crecimiento mayores en las provincias que pasaron antes a una fase más avanzada de la desescalada, este efecto no resulta estadísticamente significativo, una vez se tiene en cuenta el efecto del resto de las variables. Entre los resultados para estas otras variables, cabe destacar que la afiliación ha tendido a mostrar un mejor comportamiento en mayo en aquellas provincias en las que el peso del sector de la

Gráfico 2  
TASA DE VARIACIÓN MENSUAL DEL NÚMERO DE TRABAJADORES AFECTADOS POR ERTE EN MAYO DE 2020 SEGÚN LA FASE DE LA DESESCALADA, POR PROVINCIAS



FUENTES: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, y Banco de España.

2 Conviene destacar que, si un trabajador en situación de ERTE hubiera pasado al desempleo, no aparecería contabilizado como afiliado a la Seguridad Social y, por tanto, no estaría tampoco incluido en la afiliación «efectiva».

**EL PROCESO DE DEESCALADA DE LAS MEDIDAS DE CONTENCIÓN DE LA PANDEMIA Y EL MERCADO DE TRABAJO:  
UNA PERSPECTIVA PROVINCIAL (cont.)**

construcción en el empleo total es más elevado, reflejando el comportamiento favorable de la ocupación en esta rama en ese mes, y en las que la caída del empleo fue mayor en marzo y abril. Por el contrario, la afiliación evolucionó peor en mayo en las provincias con un mayor peso de los sectores de Comercio y Hostelería en el conjunto del empleo, dado que en esa fase inicial de la desescalada la actividad de estas ramas continuó viéndose afectada por restricciones significativas.

Cuando la variable dependiente analizada es la evolución del número de trabajadores afectados por ERTE, se observa un efecto significativo y de magnitud relativamente

elevada de la variable que denota el paso de la provincia en cuestión a la fase 1 el 11 de mayo. En la especificación que se considera más apropiada (columna 4 del cuadro 1)<sup>3</sup>, el paso más rápido a la fase 1 de la desescalada en una determinada provincia habría venido asociado a una disminución de los trabajadores en ERTE que supera en 3 puntos porcentuales (pp) a la de una provincia más rezagada en la retirada de las medidas de contención del Covid-19.

Ese impacto sobre los trabajadores afectados por ERTE hace que cuando se analiza la evolución de la afiliación efectiva que ha habido en mayo, es decir, cuando en las

Cuadro 1  
VARIACIÓN MENSUAL DE LA AFILIACIÓN Y DE LOS ERTE POR PROVINCIAS EN MAYO DE 2020 Y DIFERENTES VARIABLES EXPLICATIVAS

Variable dependiente	Afiliación total		Trabajadores afectados por ERTES		Afiliación efectiva	
	1	2	3	4	5	6
Especificación						
Fase	0,005 [0,003]	0,004 [0,003]	-0,022* [0,012]	-0,031*** [0,011]	0,007 [0,005]	0,010** [0,005]
Caída de la afiliación	-0,173** [0,084]	-0,487*** [0,102]	0,517*** [0,186]	0,240 [0,191]	-0,294*** [0,070]	-0,299*** [0,067]
Ratio de temporalidad	-0,001 [0,001]	-0,001 [0,000]	-0,007*** [0,002]	-0,006*** [0,002]	0,002** [0,001]	0,001 [0,001]
Peso de la agricultura	0,000 [0,003]	0,004* [0,002]	-0,002 [0,010]	-0,003 [0,009]	0,006 [0,004]	0,005 [0,004]
Peso del comercio y la hostelería	-0,001 [0,000]	-0,001*** [0,000]	-0,003 [0,002]	-0,001 [0,002]	-0,002* [0,001]	-0,002* [0,001]
Peso de la industria	-0,000 [0,001]	-0,000 [0,000]	-0,005** [0,002]	-0,005** [0,002]	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]
Peso de la construcción	0,006*** [0,001]	0,003* [0,001]	0,009* [0,005]	-0,001 [0,005]	0,001 [0,002]	0,004* [0,002]
Peso del resto de los servicios privados	-0,001 [0,001]	-0,001 [0,000]	-0,001 [0,002]	-0,001 [0,002]	-0,000 [0,001]	-0,000 [0,001]
Constante	0,030 [0,046]	0,039 [0,039]	0,122 [0,173]	0,135 [0,158]	-0,060 [0,068]	-0,055 [0,065]
Muestra	Todas	Sin Islas Baleares	Todas	Sin Islas Baleares	Todas	Sin Islas Baleares
Observaciones	50	49	50	49	50	49
R-cuadrado	0,453	0,514	0,784	0,779	0,592	0,634

FUENTES: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, y Banco de España.

NOTA: Error estándar entre corchetes: \*\*\* p < 0,01, \*\* p < 0,05, \* p < 0,1.

3 Esta especificación excluye de la muestra a las Islas Baleares, que es la única provincia en la cual la cifra de trabajadores afectados por ERTE aumentó en mayo con respecto a abril, comportamiento diferencial que probablemente se explique por el elevado peso del sector de la Hostelería en el empleo provincial.

**EL PROCESO DE DESESCALADA DE LAS MEDIDAS DE CONTENCIÓN DE LA PANDEMIA Y EL MERCADO DE TRABAJO: UNA PERSPECTIVA PROVINCIAL (cont.)**

cifras de afiliación total se descuentan los trabajadores afectados por un ERTE, se encuentre un efecto positivo y significativo del cambio de fase más rápido (véase el tercer panel del cuadro 1). En concreto, en las provincias que pasaron a la fase 1 el día 11 de mayo, la afiliación en términos efectivos habría avanzado en ese mes 1 pp por encima de la tasa observada en el resto de las provincias.

El impacto más positivo de la desescalada sobre el empleo a través de la reducción de los trabajadores acogidos a un ERTE frente al comportamiento de la afiliación resulta coherente con la finalidad para la cual fueron concebidos los ERTE (en particular, los de fuerza mayor). En concreto, se trata de un instrumento para preservar las rentas de los trabajadores y moderar los costes de las empresas durante un período de tiempo acotado, en tanto se logra controlar la evolución de la pandemia y el trabajador puede volver a prestar sus servicios con normalidad. Por el contrario, cabe esperar que probablemente la pérdida de afiliaciones a la Seguridad Social tenga un componente de mayor persistencia temporal.

Las restricciones a la movilidad personal y a la actividad económica fueron una solución de emergencia ante la necesidad acuciante de frenar la pandemia y, con ello, el coste en vidas humanas y la presión sobre el sistema sanitario. Pero, evidentemente, esas medidas tienen un coste directo muy elevado en términos de producción y

empleo. Los resultados obtenidos en este recuadro aportan una cierta evidencia acerca del efecto positivo del inicio del proceso de desescalada del mes de mayo sobre esas dos variables. Además, puesto que la retirada de las medidas de contención se está prolongando en junio, cabe esperar que en este mes se esté produciendo una mejora adicional del empleo, tras el fuerte ajuste habido en el período de confinamiento más estricto.

En todo caso, los resultados de este análisis no deben interpretarse mecánicamente en el sentido de que un proceso de desescalada más rápido habría tenido necesariamente efectos positivos sobre el empleo. En particular, es importante que el ritmo de retirada de las medidas de contención esté acompasado con el cumplimiento de las condiciones sanitarias que se prescriban, lo que incluye no solo el control de la epidemia en el momento presente, sino también la recuperación de la capacidad asistencial necesaria para poder abordar hipotéticos rebotes o la puesta en pie de la infraestructura requerida para localizar y aislar a los contactos de las personas infectadas. De lo contrario, no se puede descartar que una desescalada prematura resulte en una menor recuperación del empleo a corto plazo (si, por ejemplo, la demanda no repuntara porque los consumidores percibieran un nivel elevado de riesgo sanitario), o incluso a medio plazo, en la medida en que pudiera aumentar la probabilidad de nuevos brotes de contagios.

## EVOLUCIÓN RECIENTE DEL ACCESO DE LAS PYMES ESPAÑOLAS A LA FINANCIACIÓN EXTERNA DE ACUERDO CON LA ENCUESTA SEMESTRAL DEL BCE

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 10 de junio

El Banco Central Europeo (BCE) publicó, el pasado 8 de mayo, los resultados de la encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas del área del euro (SAFE, por sus siglas en inglés), que cubre el período comprendido entre octubre de 2019 y marzo de 2020. En ella se pregunta a las empresas encuestadas, fundamentalmente pequeñas y medianas empresas (pymes), sobre la evolución, en los últimos seis meses, de su situación económica y financiera, de sus necesidades de financiación externa y de las condiciones en las que han obtenido o no dicha financiación. La recogida de información tuvo lugar entre el 2 de marzo y el 8 de abril, por lo que es previsible que las empresas que respondieron primero a la encuesta lo hicieran con un conocimiento significativamente menor del nuevo contexto macroeconómico que ha provocado la pandemia del Covid-19. Este hecho podría haber condicionado, en parte, los resultados que se discuten a continuación.

En el caso de las pymes españolas, los datos de esta última edición de la encuesta muestran un brusco deterioro de su situación económica. En la medida en que las dos últimas semanas del período analizado coinciden con el inicio del estado de alarma en España, que obligó a detener la actividad de un número elevado de compañías, esta dinámica estaría reflejando ya el impacto inicial de la pandemia del Covid-19 sobre la economía. Así, por primera vez desde 2013, el número de empresas que declararon un aumento de las ventas fue inferior al de las que señalaron lo contrario, y la diferencia entre ambos grupos (porcentaje neto) se situó en un -5 %, frente al dato positivo del 15 % registrado en la encuesta anterior y al -2 % del conjunto del área del euro (véase gráfico 1). Ello, unido al aumento de los costes (tanto laborales como de otro tipo), determinó que un mayor número de empresas declararan un descenso de los resultados económicos, registrándose un porcentaje neto negativo del -20 %, frente al -7 % registrado en la ronda previa y al -15 % del conjunto del área del euro.

Al ser preguntadas por su principal preocupación, la falta de clientes fue, de nuevo, la señalada por un mayor porcentaje de pymes españolas [un 23 %, 2 puntos porcentuales (pp) menos que en la edición anterior] (véase gráfico 2), mientras que en el conjunto de la Unión Económica y Monetaria (UEM) el problema mencionado con mayor frecuencia fue,

por quinta vez consecutiva, la escasez de mano de obra cualificada (un 24 %). En contraposición, el acceso a la financiación volvió a ser, de entre todos los factores incluidos en esta pregunta, el citado por un menor número de compañías, un 8 % tanto en España como en la UEM, porcentajes muy similares a los registrados seis meses antes.

En este contexto, la proporción de las pymes españolas que solicitaron préstamos bancarios repuntó significativamente, aumentando en 6 pp, hasta situarse en un 37 % (véase gráfico 3), cifra superior a la registrada en la UEM (un 29 %). Por su parte, la percepción de las empresas sobre su acceso a la financiación bancaria continuó mejorando, aunque lo hizo de nuevo a un ritmo inferior al de los períodos precedentes (véase gráfico 4). Esta evolución se produjo en un contexto en el que aumentó el porcentaje de las pymes que consideraron que la situación económica general perjudicaba la obtención de nuevos créditos (un 31 %, cinco puntos más que en el período anterior), y también creció la proporción neta de las pymes que informaron de que el deterioro de su situación específica era un obstáculo para el acceso a la financiación bancaria (hasta un 24 %, valor que no se alcanzaba desde junio de 2013). En cambio, un 14 % de las pymes españolas siguieron percibiendo una mejora de la disposición de las entidades a otorgar préstamos (2 pp más que seis meses antes) y un 5 % indicaron un impacto favorable asociado a su historial crediticio (2 pp por debajo de la cifra de la edición anterior).

El porcentaje de las pymes cuyas peticiones de financiación fueron rechazadas se mantuvo en niveles similares a los del semestre previo, en torno al 4 %, cifra solo un punto inferior a la registrada en el conjunto de la UEM. En cambio, el indicador más amplio de dificultades para obtener préstamos bancarios<sup>1</sup> muestra un ligero empeoramiento, con un aumento de 2 pp en la proporción de las compañías españolas que tuvieron este tipo de dificultades, hasta el 9 %, dato que es un punto porcentual superior al de la UEM (véase gráfico 5).

Respecto a las condiciones de financiación, el porcentaje neto de las empresas que informaron de un descenso de los tipos de interés se situó en un 2 % (véase gráfico 6). Además, siguió siendo positiva la proporción neta de las compañías que señalaron un aumento tanto de la cuantía

1 Este indicador recoge alguna de las siguientes situaciones: peticiones de fondos que fueron rechazadas; fondos que fueron concedidos, pero solo parcialmente; peticiones aceptadas, pero a un coste considerado por las empresas como muy elevado, y empresas que no solicitaron financiación porque creían que no se la concederían.

### EVOLUCIÓN RECIENTE DEL ACCESO DE LAS PYMES ESPAÑOLAS A LA FINANCIACIÓN EXTERNA DE ACUERDO CON LA ENCUESTA SEMESTRAL DEL BCE (cont.)

Gráfico 1  
EVOLUCIÓN DE LAS VENTAS Y LOS BENEFICIOS (a)

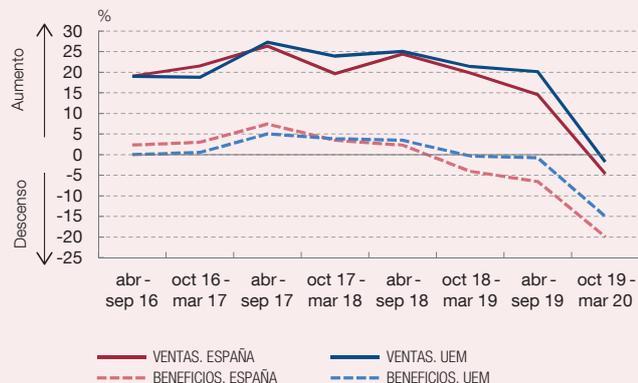


Gráfico 2  
PRINCIPALES PROBLEMAS QUE AFECTAN A LA ACTIVIDAD. OCTUBRE DE 2019 - MARZO DE 2020

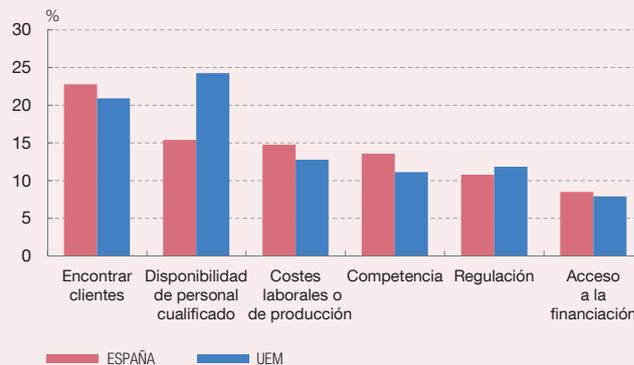


Gráfico 3  
PYMES QUE HAN SOLICITADO PRÉSTAMOS BANCARIOS



Gráfico 4  
PERCEPCIÓN SOBRE LA DISPONIBILIDAD DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS (b)

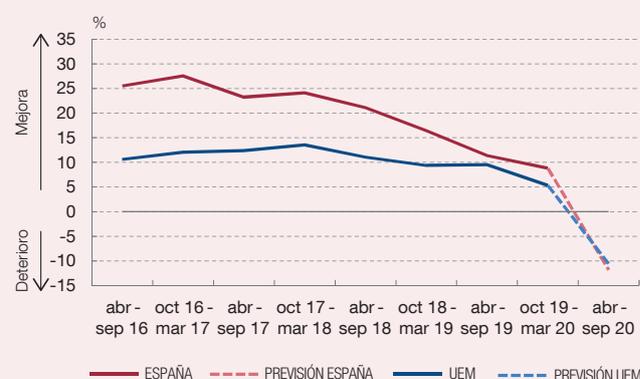


Gráfico 5  
PYMES CON DIFICULTADES PARA OBTENER PRÉSTAMOS BANCARIOS (c)

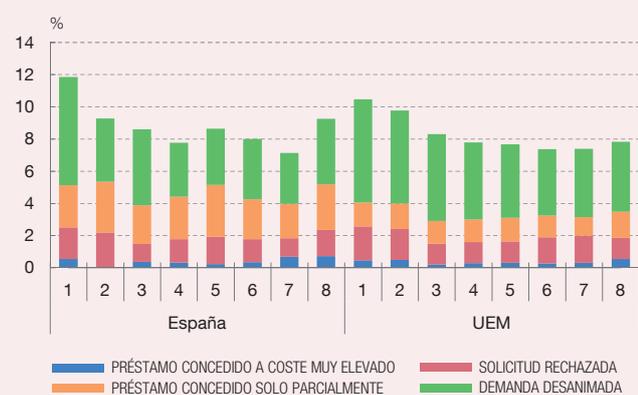
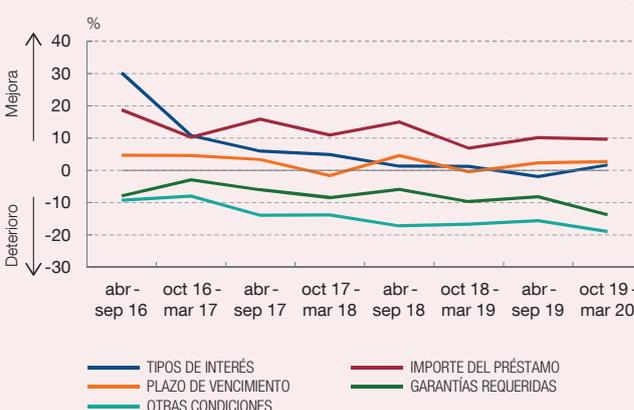


Gráfico 6  
EVOLUCIÓN DE LAS CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS. ESPAÑA (d)



FUENTE: Banco Central Europeo.

- a Porcentaje de las empresas que señalan aumento menos el de las que señalan descenso.
- b Porcentaje de las empresas que señalan una mejora menos el de las que señalan un deterioro.
- c Este indicador recoge la proporción de las sociedades que se encuentran en alguna de las siguientes situaciones: aquellas cuyas peticiones de fondos fueron rechazadas; aquellas a las que les fueron concedidos los fondos pero solo parcialmente; sociedades a las que se otorgó el préstamo pero a un coste considerado por ellas como muy elevado, y sociedades que no solicitaron financiación porque creían que no se la concederían (demanda desanimada). Los números del eje horizontal representan las rondas de la encuesta, correspondiendo el 1 al período de abril - septiembre de 2016 y el 8 al período de octubre de 2019 - marzo de 2020.
- d Porcentaje de las empresas que señalan una mejora de las condiciones (descenso de tipos de interés, aumento de importes y plazos, y disminución de garantías y otras condiciones requeridas) menos porcentaje de las empresas que señalan un deterioro de dichas condiciones.

**EVOLUCIÓN RECIENTE DEL ACCESO DE LAS PYMES ESPAÑOLAS A LA FINANCIACIÓN EXTERNA DE ACUERDO CON LA ENCUESTA SEMESTRAL DEL BCE (cont.)**

de los préstamos (un 10 %, dato idéntico al de la ronda previa) como de los plazos de vencimiento (un 3 %, 1 pp más que seis meses antes). En cambio, las pymes declararon de nuevo un endurecimiento de las garantías requeridas y de otras condiciones de los préstamos (distintas de la cuantía y el plazo).

En resumen, la última edición de la SAFE muestra que, entre octubre de 2019 y marzo de 2020, se produjo un fuerte deterioro de la situación económica de las empresas, tanto de las españolas como de las del conjunto de la UEM. Esta evolución estaría condicionada en buena medida por el fuerte impacto que la pandemia del coronavirus tuvo en las últimas semanas del período considerado. No obstante, el acceso de las pymes españolas a la financiación externa continuó mejorando, aunque a un ritmo más moderado, y se observó un fuerte repunte de las solicitudes de préstamos bancarios, en un contexto en el que las condiciones de financiación se mantuvieron favorables.

De cara a los próximos meses, un porcentaje neto elevado de las pymes de nuestro país (un 12 %, dato muy

similar al del conjunto de la UEM —un 11 %— prevén que, para el período que va desde abril a septiembre de 2020, podría producirse un importante deterioro en su acceso a la financiación bancaria, hecho que no ocurría desde la crisis de deuda soberana de 2012 (si bien el porcentaje máximo registrado entonces, un 18 %, fue superior). Este resultado contrasta con las expectativas de los bancos recogidas en la Encuesta de Préstamos Bancarios en fechas similares, que apuntan a una relajación de los criterios de admisión previstos para el segundo trimestre. En este sentido, es posible que las empresas encuestadas no hayan tenido suficientemente en cuenta en sus respuestas el impacto positivo sobre su acceso a la financiación que se deriva del programa de avales del ICO, que ha supuesto la concesión de más de 30 mm de euros a cerca de 200.000 pymes españolas entre finales de marzo y mediados de mayo. En sentido contrario, también podría darse el caso de que las pymes, aun con este programa de garantías públicas, anticipen que su acceso al crédito va a ser más difícil en los próximos meses como consecuencia del deterioro de su situación económica.

## 2 LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

**La adopción de medidas de política económica para contrarrestar los efectos adversos de la pandemia y el alivio de la situación sanitaria han contribuido a una mejora de las condiciones de los mercados financieros internacionales**

**Desde mediados de marzo, los mercados financieros globales comenzaron a mostrar una evolución más favorable, tras el fuerte deterioro observado a partir de la segunda mitad de febrero.** Esta recuperación, que habría estado favorecida por las medidas adoptadas por las autoridades económicas y la mejora de la situación sanitaria en algunas áreas geográficas, se ha reflejado en un avance generalizado de los índices bursátiles, un descenso de las primas de riesgo de crédito y una disminución de la volatilidad de los precios de los activos. No obstante, la incertidumbre sigue siendo elevada.

**Los principales índices bursátiles han mostrado una recuperación significativa desde mediados de marzo.** A pesar de los importantes avances observados, los índices se sitúan todavía por debajo de los niveles previos a la irrupción de la crisis sanitaria, cuando en Estados Unidos y en Europa se encontraban en máximos históricos. Así, desde los mínimos alcanzados a mediados de marzo hasta la fecha de cierre de este Informe, el S&P 500 se ha incrementado un 39 % y el EUROSTOXX-50 un 27 % (véase gráfico 2.1). Aunque las caídas iniciales de los índices bursátiles asociadas al estallido de la crisis sanitaria fueron más intensas que las observadas durante la crisis financiera global, hasta el momento la recuperación está siendo más rápida<sup>3</sup>.

**El avance reciente de los índices bursátiles, generalizado por sectores, ha sido más intenso en aquellos más sensibles al ciclo económico.** Así, los mayores incrementos se han producido en sectores como el de la energía, los automóviles, el turismo o la construcción, debido a las expectativas de recuperación de la actividad tras la progresiva eliminación de las medidas de contención. En comparación con los niveles anteriores al estallido de la crisis sanitaria, los precios de las acciones del sector bancario siguen siendo los que acumulan los mayores retrocesos, a pesar de que la perturbación no tiene un origen financiero. En concreto, en la fecha de cierre de este Informe, los índices del sector bancario del S&P 500 y del EUROSTOXX presentaban unas caídas del 32 % y el 33 %, respectivamente, en relación con los registros máximos de febrero.

---

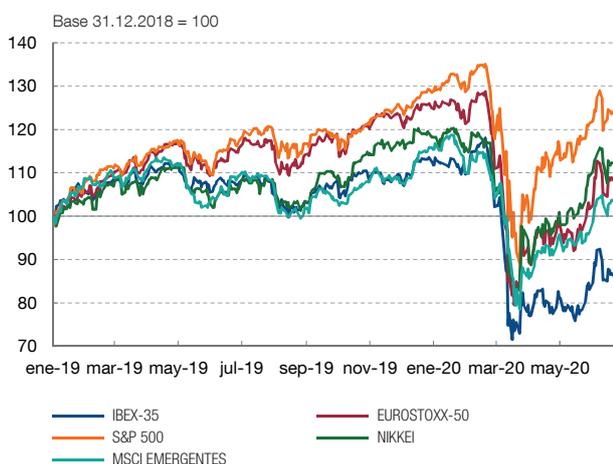
<sup>3</sup> En el episodio de la crisis financiera global, el índice S&P 500 tardó unos cuatro meses y medio en experimentar una recuperación de magnitud análoga a la observada en el episodio actual desde el 23 de marzo, día en el que el índice registró su mínimo anual.

Gráfico 2

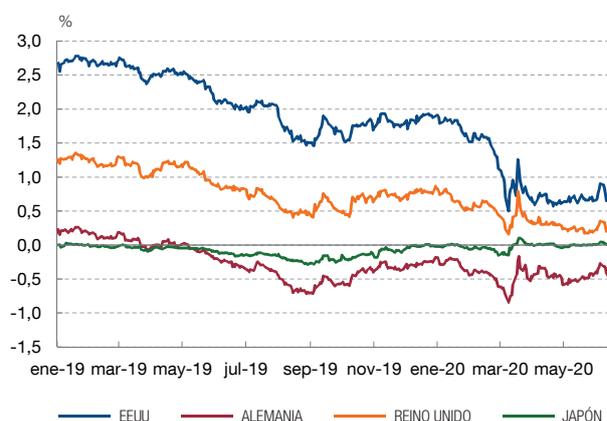
## AVANCES EN LOS ÍNDICES BURSÁTILES Y REPUNTE DE LAS RENTABILIDADES DE LAS DEUDAS SOBERANAS DE MAYOR CALIDAD CREDITICIA EN UN CONTEXTO DE MENOR AVERSIÓN AL RIESGO

La adopción de medidas económicas para contrarrestar los efectos adversos de la pandemia y la mejora de la situación sanitaria han contribuido a la relajación de las tensiones en los mercados financieros. El mayor optimismo de los inversores se ha reflejado en un avance generalizado de los índices bursátiles, si bien no se han recuperado los niveles previos a la irrupción de la crisis sanitaria. La menor aversión al riesgo también se ha reflejado en los mercados de deuda soberana, con un repunte de las rentabilidades a largo plazo de las referencias de mayor calidad crediticia.

1 ÍNDICES BURSÁTILES



2 RENTABILIDAD DE LA DEUDA SOBERANA A DIEZ AÑOS



FUENTE: Refinitiv Datastream.



**La relajación de las tensiones financieras también se ha visto reflejada en los mercados de deuda soberana.** En concreto, ha podido observarse un cierto repunte de las rentabilidades a largo plazo de las referencias de mayor calidad crediticia y un descenso de los diferenciales soberanos en el área del euro. La rentabilidad de los bonos a diez años de Estados Unidos y Alemania se situaba, a la fecha de cierre de este Informe, en el 0,7 % y el -0,4 %, respectivamente, 20 pb y 40 pb por encima de los niveles mínimos de principios de marzo (véase gráfico 2.2). Por su parte, los diferenciales de la deuda soberana española e italiana a diez años frente a la referencia alemana se encontraban en la misma fecha en 91 pb y 180 pb, esto es, 65 pb y 101 pb por debajo de los registros máximos alcanzados en abril y marzo, respectivamente.

**La menor aversión al riesgo también ha provocado un descenso de los diferenciales de la deuda corporativa, una disminución de la volatilidad de los precios de los distintos activos financieros y una depreciación del dólar estadounidense.** La reducción de los diferenciales crediticios de la deuda corporativa ha sido más acusada por lo que respecta a los bonos de alto rendimiento. En concreto, las bajadas de los diferenciales de estos activos desde los máximos alcanzados en marzo fueron de 342 pb en el caso de los emitidos por empresas de Estados Unidos y de 248 pb en el de los emisores europeos. La volatilidad de los

precios de los activos también se ha reducido notablemente durante este período, especialmente por lo que respecta a las acciones, cuyo nivel había alcanzado máximos históricos el 16 de marzo. En el mercado de divisas, la menor aversión al riesgo ha contribuido a la depreciación del 2 % del dólar estadounidense frente al euro en el conjunto del trimestre.

**El mejor tono de los mercados financieros internacionales también se ha reflejado en un aumento del volumen de emisiones de deuda corporativa.** Tras los anuncios de las medidas de política monetaria de la Reserva Federal y del BCE, que incluían una ampliación de los programas de compra de activos<sup>4</sup>, se ha producido un importante aumento del volumen de emisiones de deuda corporativa en el segmento de grado de inversión de Estados Unidos y de la UEM, así como en el de alto rendimiento estadounidense. En cambio, en la zona del euro la actividad en este último segmento, cuyos activos no son elegibles en el programa de compras del BCE, se ha recuperado más lentamente.

**Pese al mejor tono de los mercados financieros, la incertidumbre sigue siendo elevada, como ilustran los indicadores de volatilidad de los precios.** Así, a pesar de que, como se ha mencionado, la volatilidad de las acciones ha experimentado una reducción muy significativa desde mediados de marzo, el índice VIX, que recoge la volatilidad del S&P 500 prevista a corto plazo por los inversores, todavía se situaba, en la fecha de cierre de este Informe, claramente por encima de los niveles previos al estallido de la crisis sanitaria.

---

4 El BCE anunció el 18 de marzo el programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) por un volumen de 750 mm de euros, que fue ampliado el 4 de junio en otros 600 mm de euros. Por su parte, la Reserva Federal anunció el 23 de marzo que se realizarían compras ilimitadas de activos, y el 9 de abril, que estas compras incluirían también bonos corporativos de alto rendimiento.

### 3 ENTORNO EXTERIOR DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

#### 3.1 Entorno exterior del área del euro

Tras el severo impacto de la crisis sanitaria sobre la actividad global, los indicadores más recientes muestran una cierta recuperación, heterogénea por áreas, al compás de la relajación de las medidas de contención, aun cuando la pandemia continúa extendiéndose a escala mundial

**La crisis sanitaria se generalizó a lo largo del segundo trimestre por casi todo el mundo, ocasionando un deterioro significativo de la actividad económica global.** Las medidas de contención de la pandemia se extendieron a la mayoría de los países durante los meses de marzo, abril y mayo, conforme el virus se iba propagando por nuevas zonas geográficas (véanse gráficos 3.1 y 3.2), con un impacto sobre la actividad que ha sido tanto mayor cuanto más drásticas han sido las medidas tomadas para combatirlo (véase gráfico 3.3). Por componentes de demanda, el retroceso observado está siendo más marcado en los indicadores de consumo y de turismo, y, por ramas productivas, en el transporte de viajeros, las actividades de ocio y otros servicios relacionados.

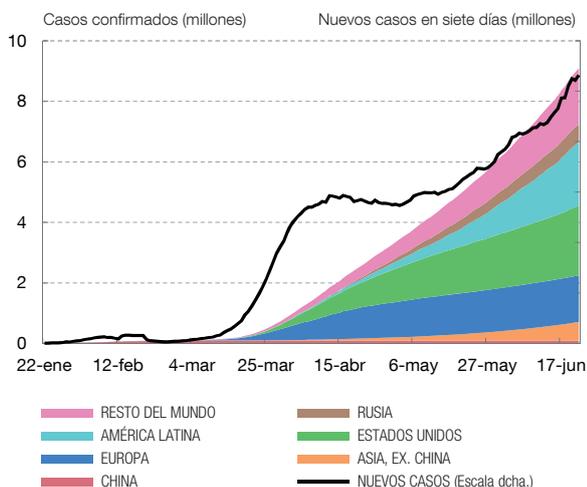
**Los indicadores económicos han mostrado una cierta recuperación a partir de mayo, con un perfil condicionado por la relajación —heterogénea por áreas— de las medidas de contención de la pandemia, aunque la enfermedad continúa expandiéndose a escala mundial.** Los indicadores de actividad tocaron fondo, con carácter general, entre finales de marzo y abril, dependiendo de la cronología de la pandemia en cada área. A partir de entonces se aprecia un cierto repunte de la actividad, desde niveles muy reducidos, conforme se han ido levantando los confinamientos, si bien no en todos los países se ha producido con la infección controlada (véase gráfico 3.2). En China, que fue la primera economía afectada y la que antes empezó a mostrar signos de recuperación, los datos correspondientes al segundo trimestre (en concreto, a abril y mayo) señalan una mejora de la actividad, más avanzada en los indicadores de producción industrial que en los de demanda, tras la contracción intertrimestral del PIB cercana al 10 % en enero-marzo (véase recuadro 1). En el resto de las economías, el punto de giro se ha observado en los índices PMI de mayo, aunque todavía se sitúan, con carácter general, en registros contractivos, tras el desplome histórico de abril.

**Los datos publicados sobre el PIB del primer trimestre reflejan los efectos de la pandemia, aunque esta afectara solamente a partir del mes de marzo a la mayoría de los países.** En Estados Unidos, el PIB se redujo un 5 % (en tasa intertrimestral anualizada) en enero-marzo. En este país, la destrucción de empleo

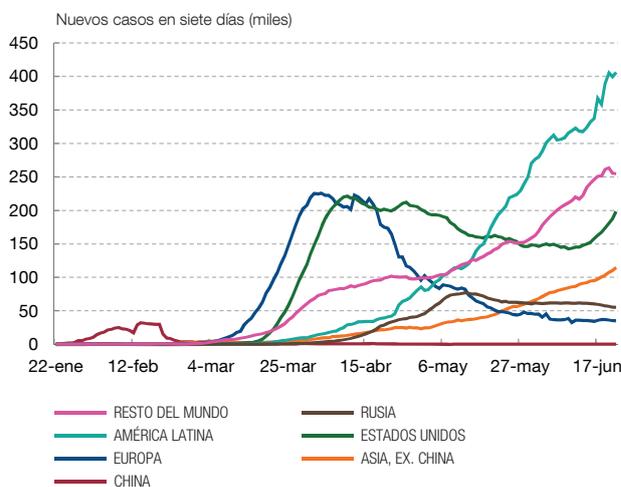
**EL IMPACTO DEL CORONAVIRUS EN LA ACTIVIDAD ECONÓMICA INTERNACIONAL**

La expansión internacional del Covid-19 ha interrumpido la actividad económica global, pero en las últimas semanas empiezan a vislumbrarse signos de reactivación. En cualquier caso, la magnitud del impacto negativo sobre la actividad mundial depende de la evolución epidemiológica de la pandemia, que es aún muy incierta.

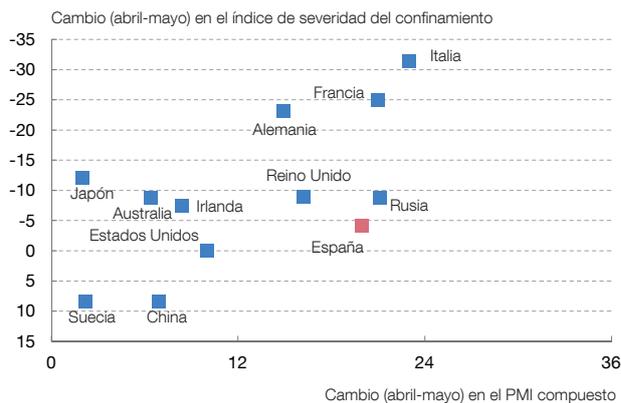
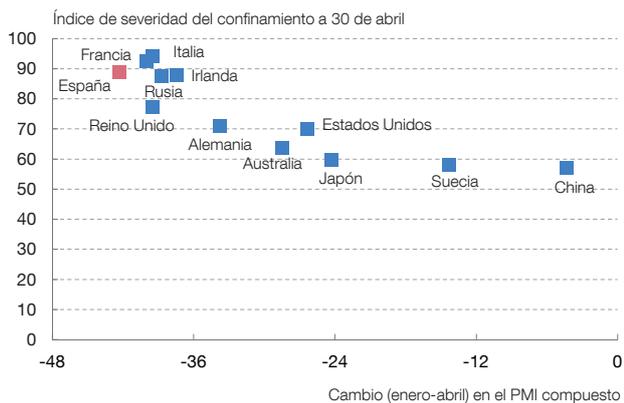
1 INFECCIONES TOTALES Y NUEVAS INFECCIONES SEMANALES



2 TRAYECTORIA DE LA PANDEMIA: NUEVAS INFECCIONES SEMANALES



3 SEVERIDAD DEL CONFINAMIENTO E ÍNDICE DE GESTORES DE COMPRAS (PMI)

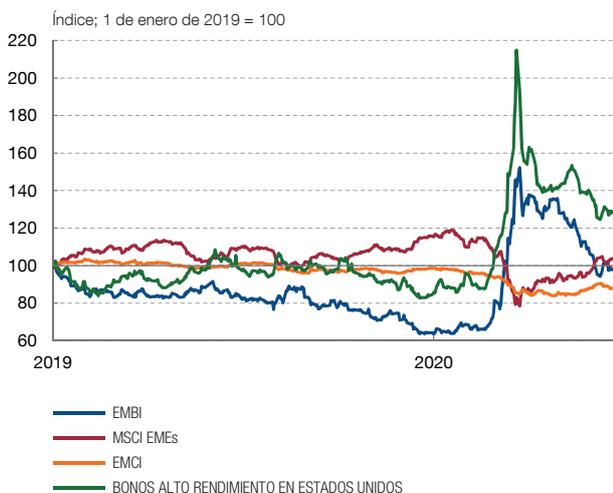


**FUENTES:** Bloomberg, Consensus Forecast, IHS Markit, Johns Hopkins University - Coronavirus Resource Center, JP Morgan, Oxford COVID-19 Government Response Tracker y Thomson Reuters.

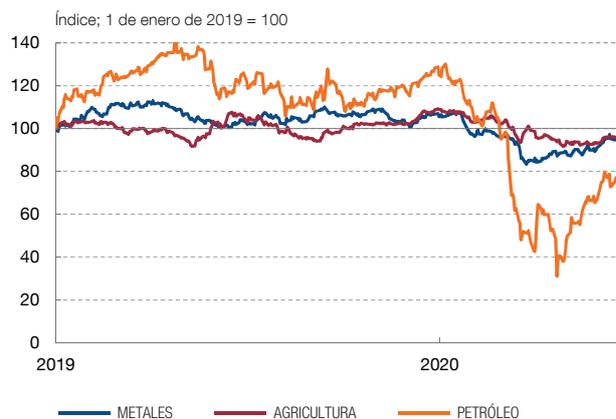
ha sido especialmente acusada, con un aumento de la tasa de paro hasta máximos históricos en los meses transcurridos del segundo trimestre. En el resto de las grandes economías avanzadas se produjeron caídas de la actividad comparables a las de Estados Unidos. En cuanto a las economías emergentes, la propagación del virus y las medidas de contención han afectado negativamente a su actividad, según avanzaba el trimestre, principalmente en América Latina. Además, la pandemia continúa expandiéndose todavía en algunos lugares. A esto se han unido el tensionamiento de las condiciones financieras y un desplome de los flujos de inversión en cartera, si bien la intensidad de estos factores ha ido reduciéndose a lo

## EL IMPACTO DEL CORONAVIRUS EN LA ACTIVIDAD ECONÓMICA INTERNACIONAL (cont.)

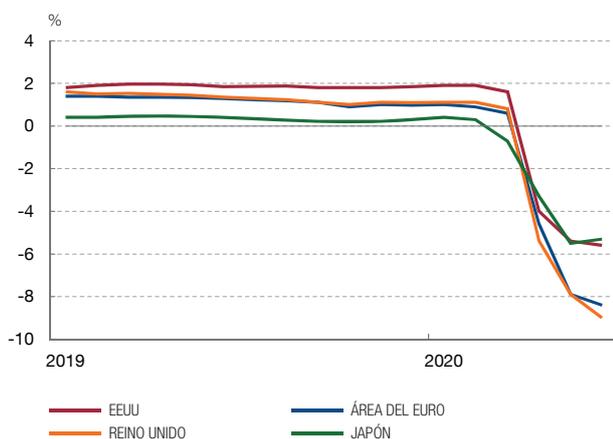
4 CONDICIONES FINANCIERAS DE LOS MERCADOS EMERGENTES



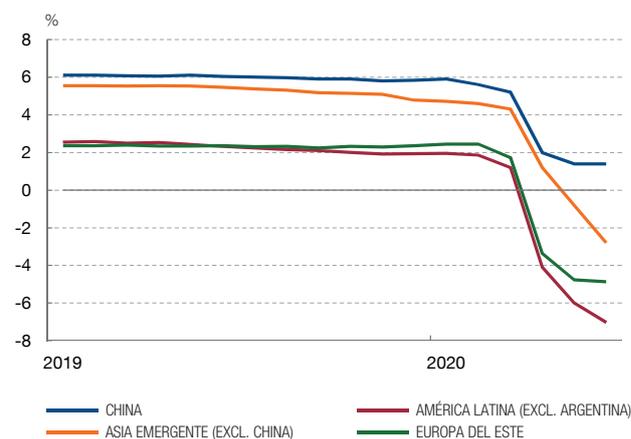
5 EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LAS MATERIAS PRIMAS



6 PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB PARA EL AÑO 2020: ECONOMÍAS AVANZADAS



7 PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB PARA EL AÑO 2020: ECONOMÍAS EMERGENTES



FUENTES: Bloomberg, *Consensus Forecast*, IHS Markit, Johns Hopkins University - Coronavirus Resource Center, JP Morgan, Oxford COVID-19 Government Response Tracker y Thomson Reuters.



largo del trimestre, conforme se adoptaban medidas de política económica de apoyo a la actividad a escala global (véase gráfico 3.4). En el caso de las economías exportadoras de materias primas, sus perspectivas de crecimiento se han visto afectadas también por las caídas de los precios de estos productos, en particular del petróleo.

**Los datos de comercio mundial, más retrasados, muestran una contracción significativa en el período enero-marzo, en un contexto de elevada incertidumbre.** El volumen de los intercambios comerciales disminuyó un 2,5% en el primer trimestre, con contracciones generalizadas en todas las áreas. Particularmente

acusado fue el impacto de la pandemia en las actividades comerciales de China, con una caída de sus flujos de exportaciones e importaciones del 6 %. La información parcial disponible para los meses de abril y mayo anticipa una prolongación de la debilidad global en el segundo trimestre. Además de la incertidumbre asociada a la crisis sanitaria, existe el riesgo de reavivamiento de las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos a raíz de algunos anuncios recientes (como el refuerzo de los controles por parte de las autoridades norteamericanas a las exportaciones de productos destinados a una empresa tecnológica china de gran tamaño, o las iniciativas legales encaminadas a limitar el acceso de las empresas del país asiático a las bolsas de Estados Unidos).

**Las tasas de inflación han ido reduciéndose como consecuencia de los efectos negativos de la pandemia sobre la demanda mundial y del descenso asociado de los precios de las materias primas.** La inflación ha disminuido de manera general, debido en parte a la caída de los precios de las materias primas, y en particular del petróleo (véase gráfico 3.5). El fuerte retroceso del precio del crudo desde marzo se ha debido principalmente a la reducción de la demanda asociada a la interrupción de la actividad económica mundial, aunque, temporalmente, habrían operado también factores de oferta (véase recuadro 2). Por su parte, las tasas de inflación subyacente se han mantenido moderadas, reflejando posiblemente el predominio de los elementos desinflacionarios asociados al desplome de la demanda, si bien ciertas restricciones de oferta han elevado puntualmente los precios de algunos productos (fundamentalmente, alimentos).

**La respuesta de las políticas económicas ha sido contundente en la mayoría de los países.** La cronología de las medidas adoptadas ha seguido a la expansión de la pandemia por las distintas regiones del mundo. Con carácter general, el tipo de medidas en los distintos países ha sido similar, y se ha centrado en proporcionar liquidez a los agentes económicos y apoyar sus rentas, aunque ha habido heterogeneidad entre economías avanzadas (con una reacción más vigorosa) y emergentes (con menor espacio fiscal, en general)<sup>5</sup>.

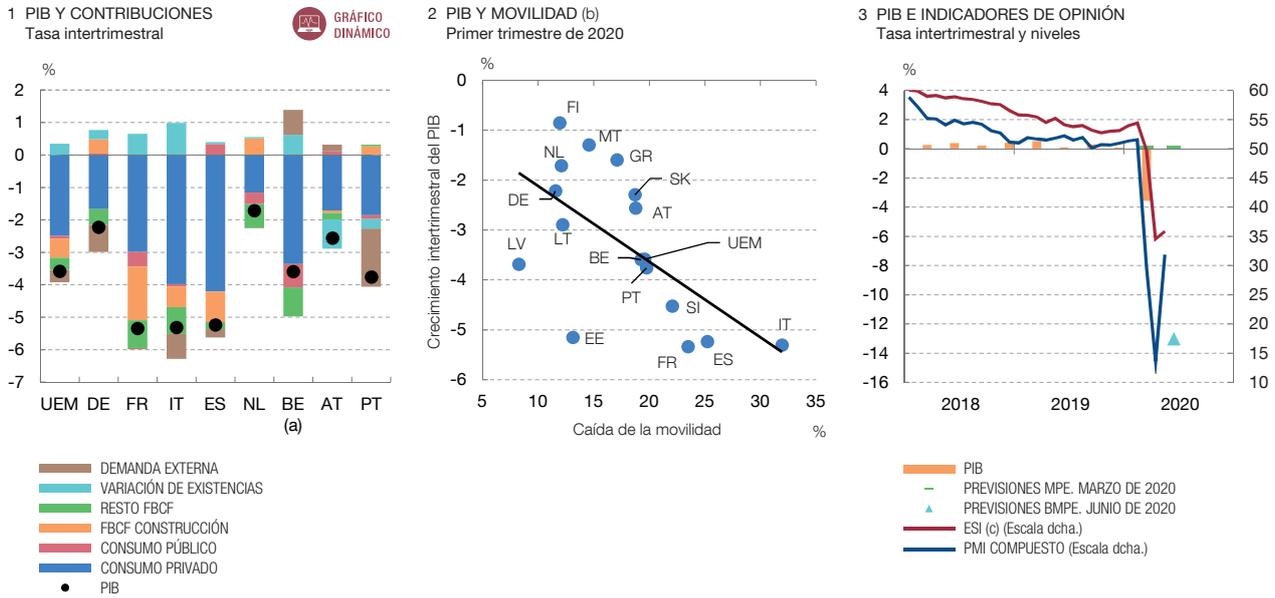
**En este contexto, las previsiones de crecimiento económico para 2020 han continuado revisándose a la baja.** De acuerdo con el consenso de los analistas, todas las áreas globales entrarían este año en recesión (véanse gráficos 3.6 y 3.7). No obstante, se sigue anticipando que esta será transitoria, de manera que la actividad repuntará en 2021, tras un proceso de recuperación a partir de la segunda mitad del año corriente. Con todo, la consolidación y la fortaleza de la recuperación dependerán, entre otros factores, de la evolución epidemiológica y, por tanto, de las medidas de prevención y contención que sigan en vigor o sea preciso reintroducir, de los eventuales cambios en las pautas de comportamiento de los agentes económicos y del éxito de la respuesta de las políticas económicas.

---

<sup>5</sup> Véase el epígrafe 3 del último *Informe Anual* del Banco de España [Banco de España (2020)].

**INTENSA CONTRACCIÓN DE LA ACTIVIDAD EN LA ZONA DEL EURO COMO CONSECUENCIA DE LAS MEDIDAS DE CONFINAMIENTO**

El PIB del área del euro cayó un 3,6 % en el primer trimestre de 2020, con descensos intensos en Italia, Francia y España. Se ha producido un desplome del consumo privado, dada la severidad de las medidas de confinamiento. La información más reciente indica un descenso mayor en el segundo trimestre de 2020.



FUENTES: Eurostat, Comisión Europea, Markit Economics, Banco Central Europeo y *Community Mobility Reports* de Google.

- a Bélgica no reporta desagregación de la FBCF.
- b Índice de movilidad de Google. Promedio de movilidad a centros de alimentación y farmacia, minoristas, y de ocio y de trabajo. El dato diario es en relación con la mediana entre el 3 de enero y el 4 de febrero.
- c El ESI se normaliza y se reescala para presentar la misma media y desviación típica que el PMI.



**3.2 El área del euro**

**La actividad económica del área del euro sufrió una caída sin precedentes en el primer semestre del año como consecuencia de las medidas adoptadas para la contención de la pandemia**

**El PIB de la zona del euro se contrajo un 3,6 % en el primer trimestre del año, como reflejo de la severidad de las medidas de confinamiento.** La caída del producto fue especialmente intensa en Italia, Francia y España, con descensos algo superiores al 5 % en los tres países, mientras que en Alemania, país con una incidencia menor de la enfermedad y, por tanto, medidas de contención menos estrictas, el PIB se redujo un 2,2 %. Por componentes, el PIB se vio arrastrado por el desplome de la demanda interna, especialmente del consumo de los hogares, mientras que la disminución de las exportaciones se vio en buena medida compensada por el descenso de las importaciones (véase gráfico 4).

**La actividad retrocederá de manera más acusada en el segundo trimestre, a pesar del levantamiento gradual de las restricciones.** Conforme la virulencia de

la pandemia ha ido remitiendo, han ido flexibilizándose las medidas de confinamiento, lo que está permitiendo una reactivación gradual de la actividad económica. Algunos indicadores, como los PMI o el índice de sentimiento económico de la Comisión Europea, repuntaron en mayo, tras el derrumbe de abril, aunque siguen en mínimos históricos. Con todo ello, se espera un descenso del PIB sustancialmente mayor en el segundo trimestre del año, que podría alcanzar el 13 % en el conjunto de la UEM.

**Las medidas de contención están afectando de forma desigual a la actividad de los diferentes sectores productivos.** Determinadas ramas de servicios, como el comercio minorista, el ocio, la restauración o la hostelería, se han visto afectadas directamente por los cierres forzosos de actividad. También la producción de las manufacturas se contrajo de manera acusada, especialmente en Italia y Alemania, dañada por la caída de la demanda y las interrupciones en las cadenas de suministros (véase el recuadro 3 de este Informe para un mayor detalle sobre el efecto asimétrico por sectores y por países). Por su parte, el empleo cayó en el primer trimestre del año un 0,2 % respecto al trimestre anterior, y la tasa de paro aumentó hasta el 7,3 % en abril. Sin embargo, estos datos no muestran en su totalidad la intensidad del ajuste del mercado laboral, al no considerar como desempleados a los trabajadores afectados por los planes de regulación temporal del empleo, que, en términos de la población ocupada, alcanzaron en abril cerca de un 17 % en Alemania y España, y un 23 % en Italia. A su vez, el número de horas trabajadas se redujo con especial intensidad en el primer trimestre del año (un 3 % en tasa intertrimestral), previéndose un ajuste adicional en el conjunto del trimestre en curso.

**Las proyecciones macroeconómicas de junio del Eurosistema<sup>6</sup> muestran una reducción significativa de la actividad en 2020, debido a la contracción del primer semestre.** La elaboración de estas proyecciones está rodeada de una incertidumbre particularmente elevada, dadas las dificultades para anticipar la evolución que seguirá la pandemia, el curso de las medidas sanitarias de contención de los Gobiernos y la efectividad que acaben teniendo los sustanciales paquetes de política económica que se han adoptado. El escenario base de las previsiones del Eurosistema considera una contención parcial de la pandemia a partir de finales del segundo trimestre. Además, se asume que las medidas de política monetaria, fiscal y laboral adoptadas ayudarán a dar soporte a las rentas de hogares y empresas, a reducir el impacto de la crisis en términos de pérdidas de puestos de trabajo y quiebras empresariales, y a contener con éxito la retroalimentación entre las vertientes real y financiera de la economía. En concreto, en ese escenario se proyecta una caída del PIB en 2020 del 8,7 %. La economía se recuperaría a partir del segundo semestre de este año, con avances del 5,2 % en 2021 y del 3,3 % en 2022, aunque el nivel previo a la crisis no se alcanzaría hasta finales de este último año. Sin embargo, la probabilidad de nuevos brotes de la pandemia, la eventual aparición de alteraciones financieras asociadas a problemas de solvencia de los

---

6 Véase el informe [Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area. June 2020](#).

prestatarios y la posibilidad de efectos de histéresis inclinan a la baja los riesgos para el crecimiento económico. En un escenario más desfavorable, la caída del PIB del área alcanzaría el 12,6 % en el año en curso.

### **Presiones inflacionistas a la baja, en un contexto de caída del precio del petróleo y fuerte retroceso de la demanda**

**En mayo, la inflación general en el área del euro cayó hasta el 0,1 %, mientras que la subyacente se mantuvo en el 0,9 %<sup>7</sup>.** La desaceleración observada de los precios se debe, principalmente, al abaratamiento de la energía, que compensó con creces el aumento de los precios de los alimentos, sobre todo los de los no elaborados (véase gráfico 5). La persistencia de una demanda débil (a pesar del levantamiento de las restricciones a la movilidad de los agentes y a la actividad empresarial) y la notable caída de los precios del petróleo anticipan un entorno de presiones inflacionistas reducidas, que podrían verse parcialmente compensadas por tensiones alcistas relacionadas con posibles alteraciones puntuales de oferta.

**En este contexto, el ejercicio de previsión del Eurosistema anticipa una inflación del 0,3 % en 2020, que repuntaría hasta el 0,8 % en 2021 y el 1,3 % en 2022.** Estas cifras se sitúan 0,7 pp, 0,6 pp y 0,3 pp por debajo de las previsiones publicadas por el BCE en marzo (véase cuadro 2). Por el contrario, se prevé que la inflación subyacente se mantenga relativamente estable en los próximos años, alcanzando un 0,8 % en 2020 y un 0,9 % en 2022, en un contexto de amplio exceso de capacidad productiva en el horizonte de las proyecciones. Asimismo, los indicadores de expectativas de inflación a largo plazo registran valores muy moderados, con niveles en torno al 1 % para las expectativas a cinco años dentro de cinco años (véase gráfico 5.2), habiendo aumentado el riesgo de deflación.

**Hasta el momento, no se ha evidenciado un endurecimiento significativo de las condiciones de financiación bancaria de los hogares y las empresas no financieras, al contrario de lo que ha ocurrido en el caso de la financiación captada por estas en los mercados de capitales.** El coste de la emisión de valores de renta fija, que repuntó con fuerza desde finales de febrero, especialmente en el segmento de alto rendimiento, ha tendido a reducirse desde mediados de marzo, coincidiendo con el anuncio del Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia (PEPP), pero actualmente permanece en niveles algo superiores a los que prevalecían antes del estallido de la crisis sanitaria. En cambio, el tipo de interés

---

7 Cabe mencionar que, de acuerdo con las autoridades estadísticas, la recopilación de datos de precios se ha visto afectada por la crisis del Covid-19 en todos los países del área del euro. Eurostat y los institutos de estadística de los Estados miembros han acordado un conjunto de procedimientos para estimar los precios que no pudieron ser recabados debido a las restricciones de movilidad o al cierre de establecimientos. Toda la información acerca de estos procedimientos está disponible en la sección de inflación en la web de Eurostat (<https://ec.europa.eu/eurostat/web/hicp/methodology>).

**PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB Y DEL IAPC PARA LA UEM (a)**

	2020		2021		2022	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC	PIB	IAPC
Banco Central Europeo (junio de 2020)	-8,7 (-9,5)	0,3 (-0,7)	5,2 (3,8)	0,8 (-0,6)	3,3 (1,8)	1,3 (-0,3)
Comisión Europea (mayo de 2020) (b)	-7,7 (-8,9)	0,2 (-1,1)	6,3 (5,1)	1,1 (-0,3)		
OCDE (junio de 2020)						
Escenario un impacto	-9,1 (-9,9)	0,4 (...)	6,5 (5,3)	0,5 (...)		
Escenario dos impactos	-11,5 (-12,3)	0,4 (...)	3,5 (2,3)	0,2 (...)		
Fondo Monetario Internacional (abril de 2020) (b)	-7,5 (-8,8)	0,2 (...)	4,7 (3,3)	1,0 (...)		
<i>Consensus Forecast</i> (junio de 2020)	-8,4 (-0,5)	0,3 (0)	6,1 (-0,1)	1,0 (-0,1)		

**FUENTES:** Banco Central Europeo, Comisión Europea, *Consensus Forecast*, Fondo Monetario Internacional y Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.

- a** Entre paréntesis, variación respecto a la previsión anterior, que corresponde a marzo de 2020 para el BCE, febrero para la Comisión Europea, marzo para la OCDE, enero para el Fondo Monetario Internacional y mayo para *Consensus*.
- b** Los datos de la Comisión Europea y del Fondo Monetario Internacional se presentan sin ajustar de días laborables. Para el año 2020 se estima que el efecto es de 0,2 pp.

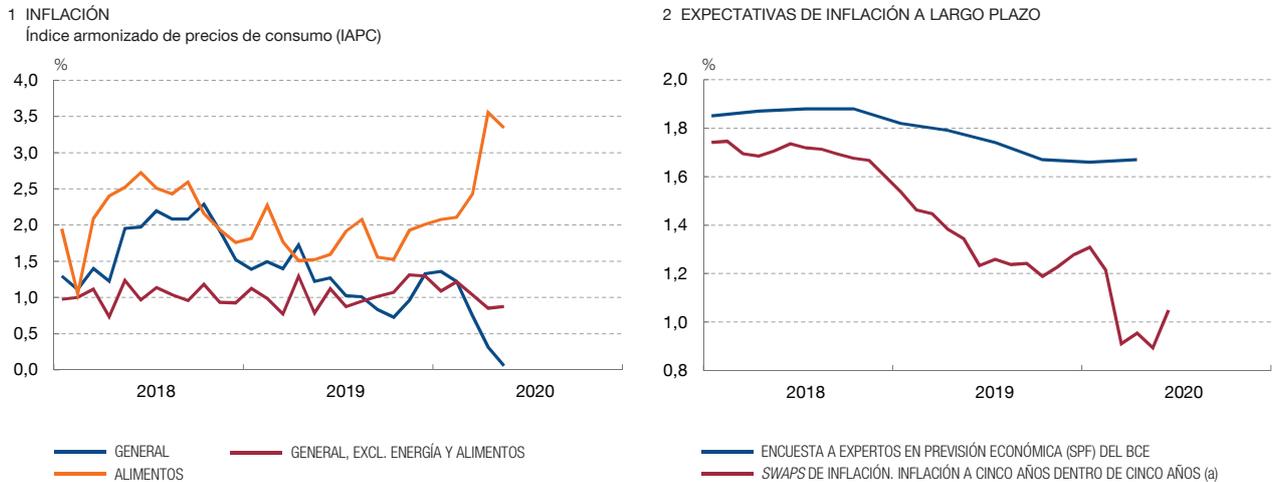
medio de los nuevos préstamos bancarios se ha mantenido en niveles reducidos, registrando incluso caídas adicionales en algunos segmentos.

**Por su parte, los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios (EPB) muestran que, en el primer trimestre de 2020, el impacto de la pandemia sobre los criterios de concesión de préstamos fue contenido.** Concretamente, se observó un cierto endurecimiento de esos criterios en todos los segmentos de crédito, aunque de magnitud reducida en comparación con el observado en la crisis financiera global y en la de deuda soberana europea. Esto podría explicarse por distintos factores, como la naturaleza de la crisis (cuyo origen no ha sido, en esta ocasión, financiero, sino sanitario), la prontitud y la elevada magnitud de las medidas de política económica adoptadas (incluyendo las aprobadas por el BCE), y la situación de partida más saneada de los bancos de la eurozona por la acumulación previa de colchones de capital y liquidez. Para el segundo trimestre del año, las entidades anticipaban una contracción de la oferta del crédito destinado a los hogares y un aumento de la de los fondos concedidos a las empresas, en este último caso como resultado de las medidas de apoyo introducidas por los Gobiernos (fundamentalmente, los avales públicos a préstamos bancarios). Por el contrario, según la última encuesta del BCE sobre el acceso a la financiación de las empresas (SAFE, por sus siglas en inglés), las pymes europeas esperaban un deterioro en su acceso a la financiación bancaria entre abril y septiembre de 2020<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> Una posible explicación es que las pymes no estén teniendo en cuenta el potencial efecto beneficioso de los programas de avales, o bien que perciban que estos programas podrían ser insuficientes para permitirles obtener la financiación necesaria en el contexto actual.

## LA INFLACIÓN EN EL ÁREA DEL EURO SE ENCUENTRA EN NIVELES PRÓXIMOS A CERO

La inflación se redujo en mayo hasta el 0,1 %, agudizando la senda descendente de los meses anteriores. Si se excluyen la energía y los alimentos, se sitúa en el 0,9 %. Existen perspectivas de bajas presiones inflacionistas, en un contexto de caída del precio de la energía y de una demanda débil. Las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen en niveles reducidos.



FUENTES: Bloomberg, Eurostat y Banco Central Europeo.

a Promedio mensual de datos diarios.



**La evolución de la financiación captada por el sector privado en los últimos meses ha estado muy marcada por el parón de la actividad económica asociado a la crisis sanitaria.** Así, las empresas han recurrido a la financiación bancaria para cubrir sus necesidades de liquidez de corto plazo, lo que se ha traducido en una intensificación del ritmo interanual de crecimiento de los préstamos concedidos por los bancos a este sector de hasta el 6,6 % en abril (último dato disponible), 3,6 pp más que en febrero. Por su parte, la financiación empresarial captada en los mercados de renta fija volvió a expandirse a buen ritmo en abril (6,8 %, 0,8 pp por encima de la cifra de febrero), después de haberse desacelerado en marzo. En el caso de los hogares, la evolución del crédito ha sido la opuesta a la de las sociedades, debido a las medidas de contención de la pandemia, la disminución de la confianza y el deterioro del mercado laboral. Todo esto ha conducido a un descenso de la tasa de avance interanual del crédito a las familias de hasta el 3 % en abril. La desaceleración se concentró en el segmento de crédito al consumo (hasta un 1,3 % en abril, frente al 6,2 % en febrero), mientras que en el de la financiación destinada a la compra de vivienda la disminución del ritmo de crecimiento ha sido mucho más moderada (de 0,4 pp en el mismo período). Por su parte, el agregado monetario M3 se expandía a un ritmo interanual del 8,3 % en abril, 2,8 pp más que en febrero, lo que refleja la fuerte creación de crédito como resultado de las acuciantes necesidades de liquidez de la economía (fundamentalmente, en el sector de sociedades no financieras). De igual modo, el

agregado más estrecho M1, que abarca las formas de dinero más líquido, creció al 11,9% en abril, lo que reflejaría que la elevada incertidumbre económica está aumentando las tenencias de activos más líquidos como medida de precaución.

### **Las autoridades económicas del área del euro han reaccionado con políticas expansivas para contrarrestar los efectos adversos de la pandemia**

#### **En sus dos últimas reuniones de política monetaria, celebradas en abril y junio, el Consejo de Gobierno del BCE introdujo nuevas medidas de estímulo.**

En un contexto en el que el BCE ha mantenido sin cambios sus tipos de interés de referencia, el tono más expansivo de la política monetaria ha venido de la mano de sus operaciones de refinanciación con los bancos y de los programas de compra de activos. En el primero de estos ámbitos, el BCE anunció en abril una mejora de las condiciones de las TLTRO-III y un nuevo programa de operaciones de financiación a largo plazo sin objetivo específico vinculadas a la emergencia sanitaria (PELTRO). Las PELTRO consistirán en un total de siete operaciones, que comenzaron en mayo de 2020, con plazos de vencimiento entre julio y septiembre de 2021, siendo el tipo de interés aplicable 25 pb inferior al tipo medio de las operaciones de refinanciación del Eurosistema. En cuanto a las compras de activos, el Consejo de Gobierno del BCE decidió en junio ampliar el PEPP en 600 mm de euros, hasta los 1.350 mm, y extender su horizonte temporal hasta, al menos, finales de junio de 2021. Además, anunció que se reinvertirán los vencimientos de los activos del programa hasta, al menos, finales de 2022. Tras esta decisión, se observó un descenso adicional de las primas de riesgo de la deuda soberana de España e Italia. Por su parte, las expectativas del mercado sobre la evolución futura de los tipos de interés de referencia apenas han variado, por lo que siguen apuntando a un mantenimiento en sus niveles actuales durante lo que resta de año.

#### **Frente al prolongamiento de la crisis sanitaria y de las medidas de confinamiento, los países del área del euro ampliaron considerablemente sus intervenciones en el ámbito de la política fiscal.**

En Italia, se anunció en mayo un nuevo paquete de medidas, por valor de 3,3 pp del PIB, de manera que el impacto presupuestario total de las actuaciones anunciadas desde marzo, según cálculos de la Comisión Europea, ascendería a un 4,8 % del PIB. El nuevo paquete incluye un conjunto de medidas de apoyo a la liquidez para las pymes, a través de transferencias directas y descuentos en los suministros energéticos y subvenciones de costes fijos, así como disposiciones orientadas a facilitar la recapitalización de grandes y medianas empresas. Asimismo, se reforzó el programa de avales orientado a otorgar garantías públicas, que complementa al anunciado anteriormente, y que eleva el total de las garantías previstas hasta los 450 mm de euros de financiación bancaria para empresas (27 % del PIB). En Alemania, a principios de junio, el Gobierno anunció un nuevo plan de estímulo fiscal, por un valor de 3,8 pp del PIB, en el que se aprobó una reducción temporal del IVA y se dispuso la creación de un programa

de inversión en tecnologías ecológicas y digitales. Este plan se añade a las medidas tomadas hasta el momento, cuyo impacto presupuestario estima la Comisión Europea en 4,7 pp del PIB. En Francia, por otro lado, se revisó al alza el cálculo del coste presupuestario de las medidas de refuerzo del sistema de desempleo temporal aprobado en marzo, hasta el 1 % del PIB (0,7 pp más que en la estimación anterior), y se incrementaron los recursos del fondo destinado a cubrir los costes operativos de autónomos y microempresas, con un coste total presupuestario estimado del 1,9 % del PIB<sup>9</sup>.

**Debido al acusado impacto de la crisis en algunos sectores, varios países han adoptado en los últimos meses medidas dirigidas de manera específica a las industrias más afectadas.** En Italia se aprobaron disposiciones orientadas a apoyar al sector del turismo, eximiendo a los establecimientos hoteleros del pago de algunos impuestos municipales y distribuyendo a los hogares de renta baja un «bono vacaciones» que podrá utilizarse en instalaciones turísticas italianas entre julio y diciembre. Por otra parte, Francia y Alemania han utilizado la flexibilidad en las ayudas estatales otorgada a escala europea<sup>10</sup> para establecer programas de apoyo a las industrias aeroespacial y de transporte aéreo, a través de líneas de crédito y recapitalizaciones.

**A escala supranacional europea, se han movilizado varios instrumentos comunitarios para apoyar las medidas adoptadas por los Gobiernos nacionales.** La Comisión Europea ha ido presentando propuestas desde mediados de marzo, que se han concretado y aprobado en los meses siguientes (véase esquema 1). Entre ellas, un mecanismo de reaseguro de los seguros nacionales de desempleo (SURE, por sus siglas en inglés), con una capacidad de financiación de 100 mm de euros, articulado mediante un préstamo a los países miembros para cubrir gastos relacionados con esquemas de reducción temporal del empleo condicionales al mantenimiento de los puestos de trabajo.

**La propuesta con mayor capacidad de proporcionar un impulso a la economía europea es el Plan de Recuperación para Europa.** Esta iniciativa, propuesta por la Comisión Europea a finales de mayo, y pendiente de aprobación, estaría basada en un presupuesto suplementario de 750 mm de euros para la Unión Europea dentro del Marco Financiero Plurianual 2021-2027. Estos recursos se financiarían con deuda a largo plazo, que se amortizaría a partir de 2028 mediante nuevas figuras impositivas europeas, como impuestos digitales o medioambientales. Los fondos se destinarían a proyectos en los Estados miembros que impulsen el crecimiento y

---

9 Para más información véase, L. Cuadro-Sáez, F. López-Vicente, S. Párraga y F. Viani (2020), *Medidas de política fiscal en respuesta a la crisis sanitaria en las principales economías del área del euro, Estados Unidos y el Reino Unido*, Documentos Ocasionales, Banco de España, de próxima publicación.

10 El Marco Temporal aprobado por la Comisión Europea en marzo, y sucesivamente ampliado, permite una relajación de las restricciones a las ayudas de Estado, para facilitar que las autoridades nacionales otorguen créditos fiscales y subvenciones a las empresas afectadas por la pandemia.

## LA REACCIÓN SUPRANACIONAL A LA CRISIS DEL COVID-19

RESPUESTA EUROPEA: PRESUPUESTO, MEDE Y BEI		
COMISIÓN EUROPEA		
CRII	NEXT GENERATION EU	SURE
Movilización inmediata de los Fondos de Cohesión  37 mm de euros	Presupuesto suplementario y temporal, que incluye un Fondo de Recuperación y Resiliencia para financiar reformas e inversiones, en un plazo de cuatro años (a)  Transferencias: 427 mm de euros Préstamos: 250 mm de euros	Instrumento temporal de préstamo para protección del empleo, garantizado por los Estados miembros  100 mm de euros
FINANCIACIÓN MOVILIZADA A TRAVÉS DEL GRUPO BEI (b)		MEDE
Fondos de liquidez, compras de titulaciones y garantías  25 mm de euros	Solvency support instrument: garantías, préstamos y capital a empresas europeas (c)  31 mm de euros	Línea preventiva para financiar gastos sanitarios directos e indirectos relacionados con la pandemia por un 2 % del PIB de cada país  240 mm de euros
TOTAL FONDOS UE + MEDE + BEI: 1.100 mm de euros (7,9 % del PIB de la UE)		

FUENTE: Banco de España, basado en fuentes de la Unión Europea.

- a En claro, medidas propuestas por la Comisión dentro de *Next Generation EU*, pendientes de aprobar.  
b El BEI incluye dos programas, con el objetivo de movilizar hasta 240 mm de euros.  
c El *Solvency support instrument* es parte de las propuestas avanzadas en el *Next Generation EU*.

el cumplimiento de los objetivos comunes de la UE<sup>11</sup>, para lo que se utilizaría una combinación de transferencias, préstamos y garantías.

**A las medidas de la Comisión Europea, se añade la financiación movilizada por el Banco Europeo de Inversión (BEI) y por el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE).** Como respuesta inmediata a la crisis, el BEI estableció un nuevo fondo de garantía paneuropeo de 25 mm de euros, que podría respaldar hasta 200 mm de euros de financiación para empresas, y que se une a un plan de apoyo que tiene el objetivo de movilizar hasta 40 mm de euros adicionales de financiación para aliviar las tensiones de liquidez de las pymes. Por su parte, los Gobiernos de los países del área del euro establecieron una línea de crédito especial del MEDE (*Pandemic Crisis Support*), operativa desde el 15 de mayo, basada en las herramientas preventivas existentes, que podrá financiar hasta un total de 240 mm

11 Ó. Arce, I. Kataryniuk, P. Marín y J. J. Pérez (2020), *Reflexiones sobre el diseño de un Fondo de Recuperación europeo*, Documentos Ocasionales, n.º 2014, Banco de España.

de euros. Excepcionalmente, los Estados miembros acordaron que el único requisito para acceder a este crédito, que alcanzará un máximo del 2 % del PIB para cada Estado, será el compromiso de utilizar la financiación para cubrir los gastos sanitarios directos e indirectos relacionados con la crisis sanitaria.

**Las condiciones de financiación se mantienen holgadas, si bien el coste de emisión de las empresas no financieras con valores de renta fija se sitúa por encima de los niveles previos al estallido de la crisis sanitaria**

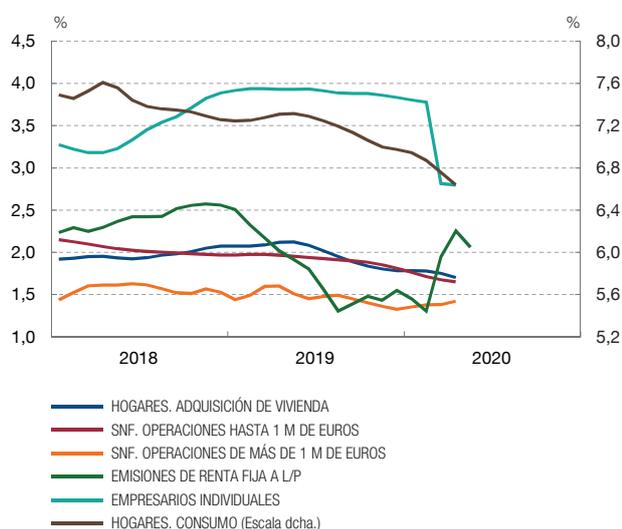
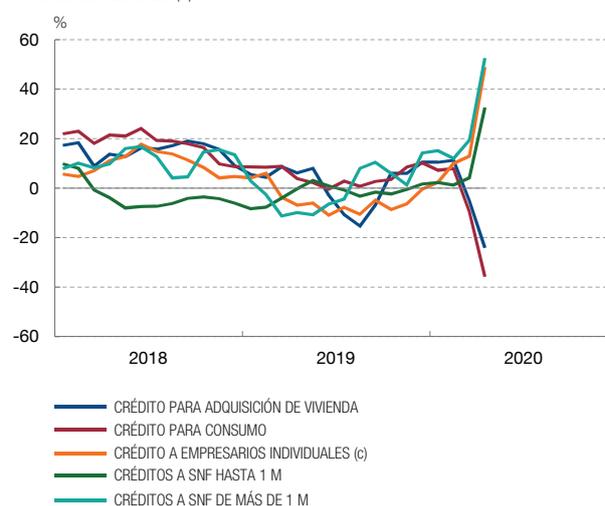
**Desde mediados de marzo, los precios de los activos emitidos por los sectores residentes han recuperado parte de las caídas registradas tras la expansión de la pandemia, si bien en el caso de los índices bursátiles el avance en España ha sido algo más moderado que el observado en el resto de la UEM.** La acción decidida de los bancos centrales, las medidas de apoyo gubernamental, los avances que se estarían produciendo en la búsqueda de una vacuna y los signos de recuperación económica han impulsado los avances de las cotizaciones bursátiles en el período más reciente. El IBEX-35 ha aumentado un 20 % desde los niveles mínimos de marzo, frente a la revalorización del 32 % del EUROSTOXX-50. Esta evolución dispar se debe tanto al mayor peso en el índice español del sector bancario, cuyas cotizaciones han resultado comparativamente más afectadas por los efectos de la pandemia, como al peor comportamiento de los precios de las acciones de las compañías españolas en algunos sectores especialmente afectados por la perturbación (el turismo y el transporte). En el mercado de deuda pública, el diferencial de rentabilidad del bono español a diez años con respecto al equivalente alemán aumentó inicialmente hasta 157 pb (unos 90 pb más que antes de la pandemia), pero la ampliación de los programas de compras de activos del BCE y el anuncio de la propuesta de la Comisión Europea de la creación de un fondo de recuperación de la UE han contribuido a la reducción de ese diferencial hasta el entorno de los 90 pb. Por último, el euríbor a doce meses ha subido 11 pb desde el comienzo de la crisis sanitaria, hasta situarse en el -0,18 %, como resultado de las tensiones en el mercado interbancario, que, no obstante, se han revertido parcialmente en las últimas semanas.

**La crisis del Covid-19 no se ha traducido en un aumento de los tipos de interés del crédito bancario concedido a las familias y las empresas no financieras, aunque se ha elevado el coste de las emisiones de renta fija realizadas por este último sector.** Las líneas de avales públicos puestas a disposición de los autónomos y las empresas y el recurso a la financiación del Eurosistema por parte de las entidades financieras en condiciones muy holgadas han impedido que repuntaran los tipos de interés medios aplicados a los nuevos préstamos bancarios. De hecho, la información hasta abril, último dato disponible, muestra que el coste de la financiación bancaria se ha reducido en los últimos meses en la mayoría de segmentos, situándose en casi todos los casos en mínimos históricos (véase gráfico 6). Este descenso ha sido especialmente intenso para el crédito destinado a empresarios individuales. En contraposición con esta evolución, las turbulencias en

## EL COSTE DE LA FINANCIACIÓN BANCARIA SE HA REDUCIDO EN LOS ÚLTIMOS MESES, MIENTRAS QUE EL NUEVO CRÉDITO A ACTIVIDADES PRODUCTIVAS SE HA DISPARADO

El coste de la financiación bancaria ha registrado caídas adicionales en la mayoría de los segmentos gracias a las medidas adoptadas por el BCE y las líneas de avales públicos del ICO. Por el contrario, el coste de las emisiones de deuda corporativa se ha incrementado. En cuanto a la actividad crediticia, esta se ha desplomado en el sector de personas físicas, mientras que ha crecido con mucha intensidad en el crédito destinado a actividades productivas debido a las elevadas necesidades de liquidez de los autónomos y las empresas.

1 COSTES DE FINANCIACIÓN (a)

2 NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO  
Variación interanual (b)

FUENTES: Thomson Reuters y Banco de España.

- a Los tipos de interés de los préstamos bancarios son TEDR (tipo efectivo definición restringida), es decir, sin comisiones ni gastos conexos a los préstamos, y están ajustados por estacionalidad y por el componente irregular, esto es, son tipos de interés ciclo-tendencia.  
 b Flujo acumulado de tres meses.  
 c Incluye las nuevas operaciones que son renegociaciones de créditos anteriores.



los mercados financieros se trasladaron rápidamente al tipo de interés medio de las emisiones de deuda corporativa. Aunque la mejora del tono de los mercados durante los últimos tres meses se ha reflejado en un descenso de las primas de riesgo corporativas, el coste medio de financiación a largo plazo de las empresas se sitúa 75 pb por encima de los niveles de febrero.

**Las entidades financieras no esperaban, al final del primer trimestre, endurecer los criterios de concesión de préstamos durante el segundo.** Según la última Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), realizada entre el 19 de marzo y el 3 de abril, las entidades financieras anticipaban una relajación significativa de los criterios de aprobación de préstamos a las empresas, lo que sería consecuencia de la introducción de las líneas de avales públicos del ICO, mientras que preveían una estabilidad de dichos criterios en el caso de la financiación concedida a los hogares. Por el contrario, en las respuestas recibidas a la última edición de la encuesta del BCE sobre el acceso a la financiación de las empresas del área del euro (SAFE, por sus siglas en inglés), realizada casi contemporáneamente, las pymes españolas

señalaban que esperaban un deterioro en el acceso a la financiación bancaria para el período comprendido entre abril y septiembre de 2020 (véase el recuadro 5). Esta divergencia entre ambas fuentes podría deberse a que, en el momento de remitir sus respuestas, no todas las empresas eran conocedoras de los detalles de los programas de garantías públicas al crédito bancario. Alternativamente, cabe la posibilidad de que algunas sociedades hayan considerado que los programas puedan no ser suficientes para cubrir sus necesidades de financiación causadas por el fuerte deterioro de sus ingresos netos.

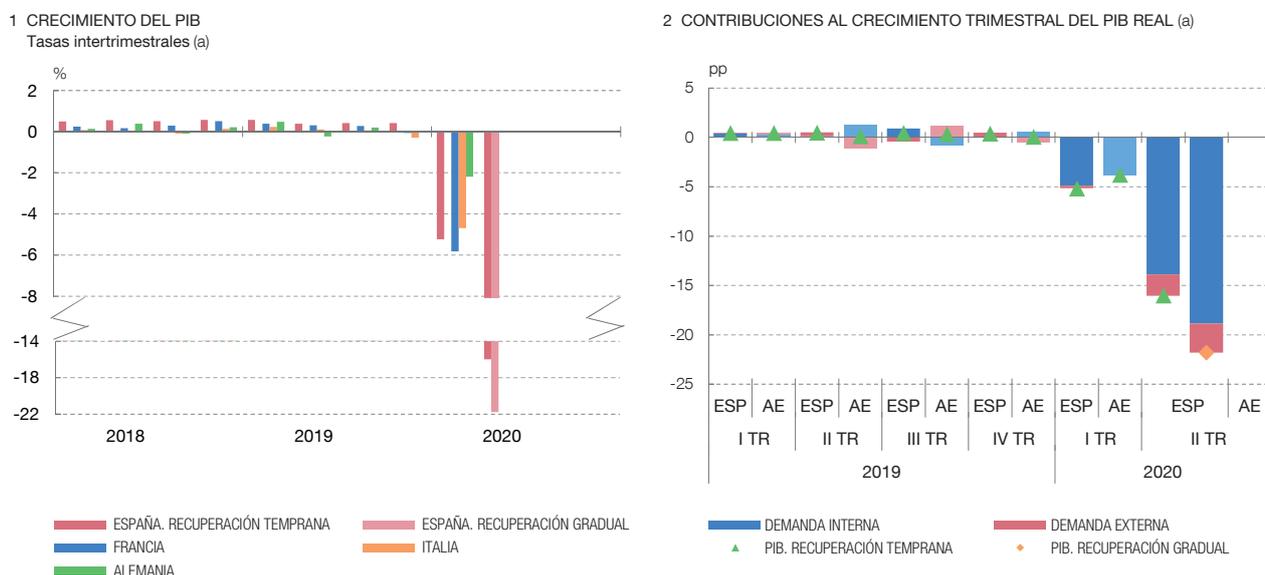
### **La actividad económica en España cayó bruscamente en el primer trimestre de 2020, afectada por las medidas de confinamiento adoptadas para frenar la expansión de la pandemia**

**En el primer trimestre de 2020, la economía española acusó la crisis sanitaria de forma muy pronunciada.** La declaración del estado de alarma a mediados de marzo dio lugar a la mayor disminución del producto, hasta la fecha, en la serie histórica, de un 5,2 % en tasa intertrimestral, frente al crecimiento del 0,4 % entre octubre y diciembre de 2019. Este retroceso, que ha supuesto el final de la fase de crecimiento ininterrumpido iniciada a finales de 2013, es notablemente más pronunciado que el observado en el peor momento de la crisis anterior, entre enero y marzo de 2009, que fue del 2,6 %. El descenso del PIB del primer trimestre de 2020 reflejó la fuerte contracción de la demanda nacional privada (véase gráfico 7). En sentido contrario, se produjo un repunte del consumo público, en un contexto de ascenso del gasto sanitario para hacer frente a la pandemia. Por su parte, la aportación de la demanda exterior neta fue ligeramente negativa, de -0,2 pp, con disminuciones intensas, de magnitud similar, de exportaciones e importaciones.

**El descenso de la actividad en el primer trimestre de 2020 fue generalizado por ramas productivas, con la excepción de los servicios no de mercado.** La intensidad del retroceso difirió por sectores, en función, principalmente, del grado de incidencia de las medidas de confinamiento sobre cada rama. La actividad de los servicios de mercado se contrajo un 7,6 %, con caídas especialmente elevadas, hasta del 11 % en algún caso, de las ramas del comercio minorista, ocio, restauración y hostelería. La repercusión de las medidas de restricción a la movilidad y de distanciamiento social sobre estas actividades ha sido especialmente pronunciada a causa de las características de los servicios que prestan. La construcción también retrocedió de forma apreciable, en torno a un 8 %. La disminución experimentada por la actividad de la industria manufacturera fue menos intensa, en torno al 3 %. La actividad de algunas de estas ramas, en particular la del automóvil, resultó afectada inicialmente por las alteraciones de las cadenas globales de suministro provocadas por la pandemia y, posteriormente, por el colapso de la demanda. Por su parte, el retroceso de la agricultura, que no resultó perjudicada de forma directa por las medidas de confinamiento, fue bastante menos acusado, de alrededor del 1 %.

**LA ACTIVIDAD ECONÓMICA REGISTRARÁ EL MAYOR RETROCESO DE LA SERIE HISTÓRICA EN EL SEGUNDO TRIMESTRE**

La economía española, así como las principales economías de nuestro entorno, experimentaron retrocesos importantes en el primer trimestre del año en un contexto en el que todos los países adoptaron medidas de confinamiento de diversa intensidad para frenar la expansión de la pandemia. Como resultado de estas medidas, la actividad en el segundo trimestre del año se habría visto lastrada de manera muy intensa, experimentando la mayor caída intertrimestral en la historia de la serie.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Banco Central Europeo y Banco de España.

a Para el segundo trimestre de 2020, previsiones del Banco de España para la economía española.



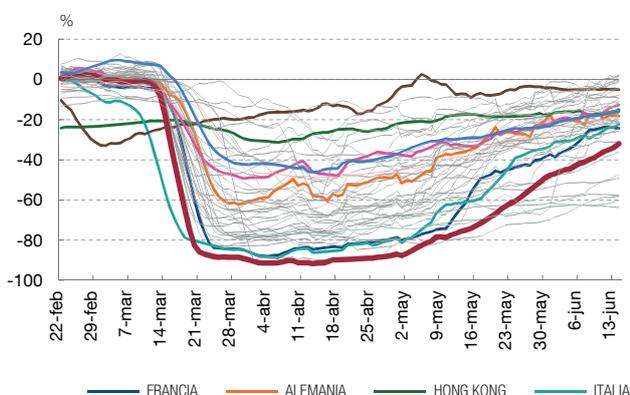
**Se prevé una caída sin precedentes de la actividad económica en el segundo trimestre, afectada por la mayor duración de las medidas de contención de la pandemia**

**La actividad económica se ha visto afectada muy negativamente en el segundo trimestre por las medidas de restricción a la actividad económica y a los movimientos de la población.** La naturaleza de las medidas de confinamiento adoptadas en España ha sido muy similar a la de otras muchas economías. No obstante, las diferencias por países en cuanto a la severidad y duración de las medidas han sido significativas, en función, entre otros factores, de la extensión de la pandemia en el momento en que aquellas fueron introducidas. En este sentido, España es uno de los países en los que las restricciones han tenido efectos más intensos y prolongados durante el trimestre, de acuerdo con indicadores tales como el tráfico por carretera o los datos de telefonía móvil que miden el número de visitas a locales comerciales y de ocio y lugares de trabajo (véase gráfico 8). La reducción de los movimientos de la población fue particularmente pronunciada en la segunda quincena de marzo y la primera de abril. En particular, la disminución se agudizó entre el 30 de marzo y el 9 de abril como consecuencia del reforzamiento de las medidas de confinamiento, materializado en la suspensión de toda actividad

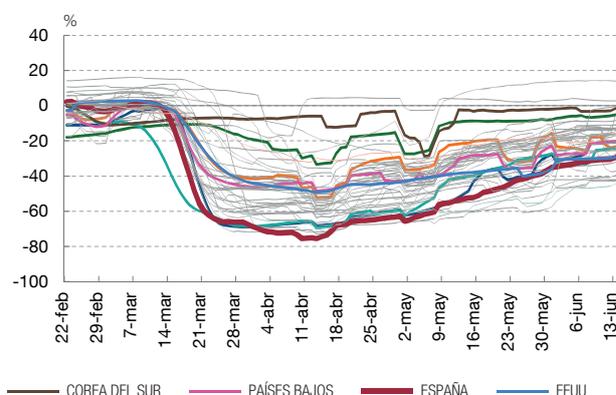
## EL FUERTE DETERIORO DE LA ACTIVIDAD SE HA MODERADO A MEDIDA QUE AVANZA EL TRIMESTRE

El deterioro más severo de la actividad y del gasto provocado por las medidas de contención de la pandemia tuvo lugar en el mes de abril. A partir de mayo, los distintos indicadores muestran una suavización parcial y gradual de estas caídas.

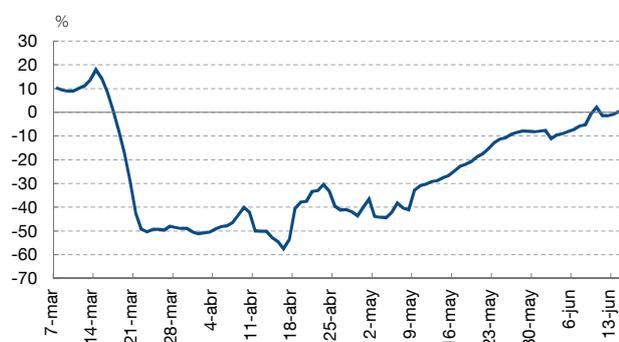
1 INDICADORES DE MOVILIDAD LOCAL. LUGARES DE OCIO Y DE COMERCIO AL POR MENOR



2 INDICADORES DE MOVILIDAD LOCAL. LUGARES DE TRABAJO



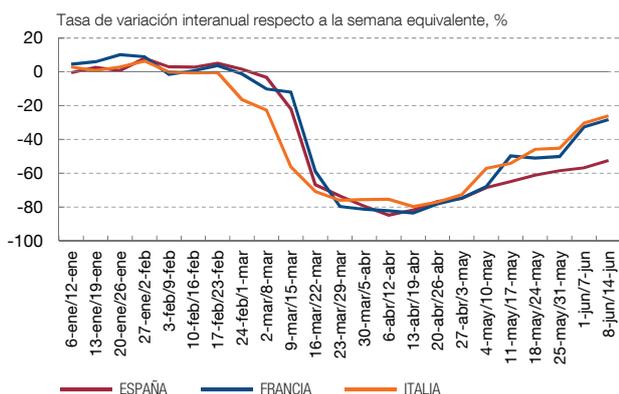
3 GASTO DOMÉSTICO CON TARJETAS (a)



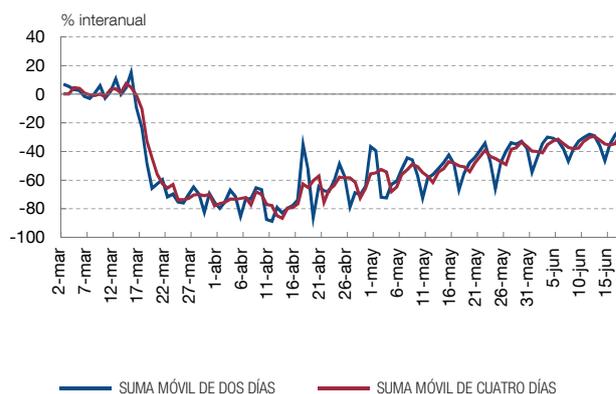
4 ESTIMACIÓN DEL IMPACTO DE LAS DIFERENTES MEDIDAS DE CONFINAMIENTO EN EL CONSUMO ELÉCTRICO (b)



5 TRÁFICO POR AUTOPISTAS



6 VENTA DE GASOLINA Y GASÓLEO



FUENTES: Google, Sistema de Tarjetas y Medios de Pago, Grupo Atlantia, Dirección de Estudios de Repsol y Banco de España.

- a Tasa de variación de la media móvil de siete días respecto al período equivalente del año anterior. Datos agregados disponibles del mercado facilitados por Sistema de Tarjetas y Medios de Pago.
- b El período de estimación comprende desde el 1 de enero de 2019 al 21 de junio de 2020. La variable dependiente de la regresión es el logaritmo del consumo eléctrico horario sobre indicadores de año, mes, día de la semana y hora del día, distinguiendo tres franjas (superval, de 1 a 7; valle, de 7 a 13; y pico, de 13 a 1). También se incluyen temperatura máxima, temperatura máxima al cuadrado, y *dummies* de festividades nacionales y regionales ponderados por el consumo eléctrico regional.



económica no esencial. Así, por ejemplo, durante esas fechas el tráfico por autopista se redujo aproximadamente un 75 % interanual.

**Desde principios de mayo, la relajación gradual y escalonada por fases y territorios de las medidas de contención ha propiciado una mejora parcial de los indicadores de movilidad.** No obstante, estos se mantienen todavía claramente por debajo de sus promedios históricos. Este es el caso del tráfico por autopista, que a mediados de junio mostraba aún descensos interanuales superiores al 50 %. Los indicadores de telefonía móvil señalan un comportamiento similar, con una normalización algo más pronunciada de los desplazamientos a los lugares de trabajo que en el caso de aquellos cuyo destino son comercios minoristas y lugares de ocio (si bien en este último caso los movimientos han tendido a acelerarse más recientemente).

**En el segundo trimestre, la caída del producto se habría intensificado notablemente.** En este trimestre, el período afectado por las medidas de contención es más prolongado que en el anterior. Además, la mayor parte de las jornadas que comprendieron el período de suspensión de actividades no esenciales, en el que la reducción de la producción con respecto a su nivel habitual fue mayor, se corresponden con el segundo trimestre. En este contexto, la contracción del PIB oscilaría en términos intertrimestrales entre el 16 % en un escenario de recuperación temprana, y el 21,8 % en caso de que la recuperación sea gradual<sup>12</sup>. La información más reciente de los indicadores publicada desde la fecha de la elaboración de estos escenarios sería coherente con los supuestos utilizados para la calibración de ese intervalo.

**El deterioro más severo de la actividad y del gasto, a raíz de la pandemia y las medidas para su contención, tuvo lugar en el mes de abril.** En esta dirección apuntan la evolución de la demanda eléctrica, las matriculaciones de automóviles y el gasto en tarjetas de crédito, así como los indicadores de movilidad ya mencionados. La contracción del consumo de energía eléctrica superó el 15 % interanual en abril (véase gráfico 9). El descenso fue particularmente pronunciado durante el cierre de la actividad económica no esencial, con retrocesos de hasta el 40 % del consumo eléctrico de las empresas. Por su parte, en abril las matriculaciones de automóviles particulares fueron prácticamente nulas por el cierre de los concesionarios. Finalmente, el gasto semanal en tarjetas de crédito cayó hasta un 60 % a comienzos de abril, coincidiendo con la fase más restrictiva de las medidas de confinamiento.

**Desde principios de mayo, los indicadores apuntan a una suavización parcial y progresiva de los descensos interanuales de la actividad.** Esta evolución ha

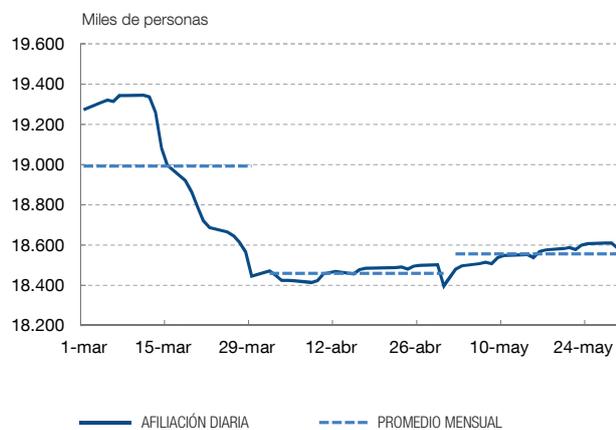
---

<sup>12</sup> Para una descripción de la calibración de esas tasas, véase Banco de España (2020), *Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2020-2022): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de junio de 2020*.

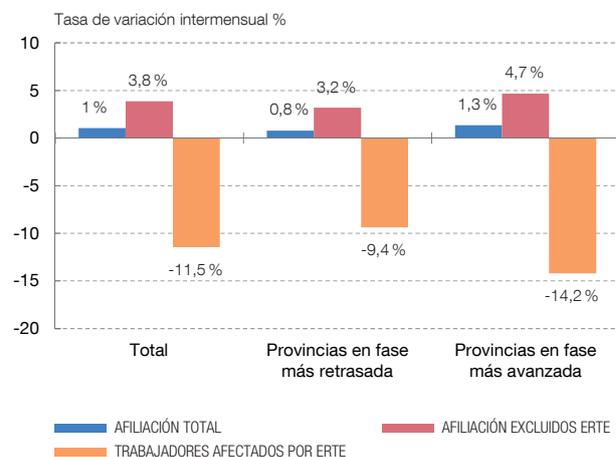
**EL EMPLEO INICIA UNA MODESTA RECUPERACIÓN EN LA PARTE FINAL DEL TRIMESTRE**

Después de los fuertes retrocesos observados en la afiliación desde mediados de marzo, en mayo se ha comenzado a observar una progresiva recuperación de los afiliados a la Seguridad Social, con un avance de casi 190.000 personas respecto a finales de abril. Este avance ha sido superior en las provincias en fase más avanzada de la desescalada, en las que también se ha observado un mayor descenso del número de trabajadores sujetos a ERTE.

1 AFILIACIÓN DIARIA DESDE MARZO



2 AFILIACIÓN Y ERTE EN MAYO



FUENTE: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.



ido pareja al despliegue del plan de relajación del confinamiento. Con todo, la actividad y el gasto se mantienen todavía claramente por debajo de los niveles previos a la crisis sanitaria. En efecto, el consumo eléctrico todavía permanece a mediados de junio casi 9 pp por debajo del nivel de las mismas fechas del año anterior y la caída de las matriculaciones de vehículos particulares en mayo fue cercana al 60 % interanual. En consonancia con estos desarrollos, el retroceso del gasto semanal en tarjetas de crédito se ha suavizado progresivamente, hasta alcanzar tasas ligeramente positivas en la segunda semana de junio.

**El empleo se ha visto muy afectado por la pandemia, si bien la afiliación mostró un aumento modesto en mayo, sobre todo en la construcción, después de los fuertes descensos observados desde mediados de marzo**

**Tras las intensas caídas acumuladas a partir de mediados de marzo, el empleo habría empezado a mostrar una cierta estabilización en mayo.** Ello sería consecuencia directa del gradual proceso de desescalada, que condujo a que la evolución de la afiliación en términos de los datos a fin de mes fuera más favorable que la que se obtiene cuando se analiza en términos de la media mensual. En concreto, el aumento de los afiliados medios en mayo fue de unas 98.000 personas,

algo menos de la mitad de la cifra observada en el mismo período de 2019, en tanto que la tasa interanual empeoró en 6 décimas, hasta el -4,6 %. En cambio, cuando se comparan entre sí los datos de afiliación de los últimos días laborables de abril y mayo, se obtiene que el descenso interanual se moderó en 3 décimas, hasta el -3,8 %, reflejo de los desarrollos paulatinamente más favorables habidos en el transcurso del mes, en consonancia con la relajación del confinamiento (véase gráfico 9). Este tono más positivo se hizo más patente en aquellas provincias que avanzaron a la fase 1 de la desescalada en una fecha más temprana (véase recuadro 4). Por ramas de actividad, el repunte se dejó notar especialmente en la construcción, que mostró, en términos de la serie a final de mes, un avance intermensual del 4,8 % en mayo, con lo que recuperó algo más del 40 % del empleo perdido entre mediados de marzo y finales de abril. En el resto de las ramas, la mejora del empleo en mayo fue más moderada, con avances del 0,5 % en la industria y del 0,7 % en los servicios.

**Por otro lado, la utilización de los ERTE como mecanismo de suspensión temporal de las relaciones laborales disminuyó en mayo.** Así, a finales de mes casi 3 millones de trabajadores (el 21,3 % de los asalariados) estaban afectados por un ERTE, lo que implica un descenso del 11,5 % respecto a las cifras referidas al último día laborable de abril. La disminución obedeció a la evolución de los ERTE por fuerza mayor (que se redujeron un -14,9 %, lo que supone casi 460.000 trabajadores). Una parte de ese retroceso pudo explicarse quizás por su transformación en ERTE por otras causas (que aumentaron en unas 70.000 personas). En términos geográficos, el descenso observado en la cifra de trabajadores afectados por ERTE fue superior en aquellas provincias en una fase más avanzada de la desescalada. Por ramas de actividad, la incidencia de los ERTE disminuyó más intensamente en algunas ramas de servicios, como los otros servicios (-14,6 pp), la hostelería (-7,1 pp) o el comercio (-6,2 pp), y en la construcción (-6,3 pp). No obstante, en el caso de la hostelería, el 77 % de los asalariados todavía permanecían afectados por un ERTE a finales de mayo.

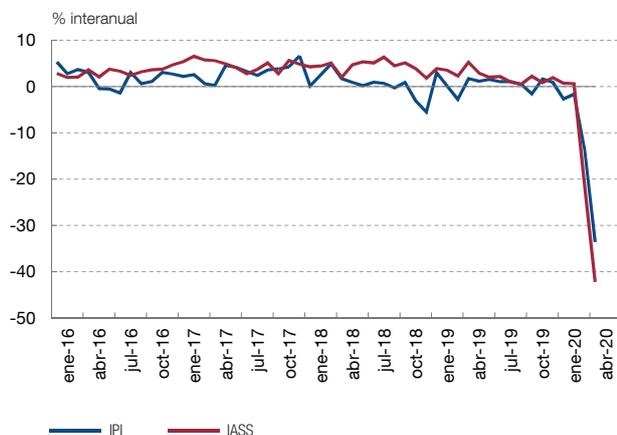
**El descenso del empleo, cuando se mide en términos de las horas trabajadas, habría sido aproximadamente del 20 %.** Esta reducción, que lógicamente sería algo mayor en el escenario de recuperación gradual que en el de recuperación temprana, tendría una magnitud muy similar a la esperada en el caso del PIB y constituye probablemente la medida más adecuada de la disminución del uso efectivo del factor trabajo en el segundo trimestre del año.

**La tasa de paro experimentará un aumento significativo en el segundo trimestre.** El paro registrado creció un 23,2 % en el promedio de abril y mayo. Este aumento sugiere que la tasa de desempleo, que en el primer trimestre fue del 14,4 % de la población activa, según la EPA, podría acercarse al 20 % en el segundo. Cabe recordar que, bajo ciertas condiciones, los trabajadores en situación de ERTE no se consideran, en aplicación de los criterios estadísticos europeos, como desempleados, en la medida en que mantienen una vinculación con su empresa.

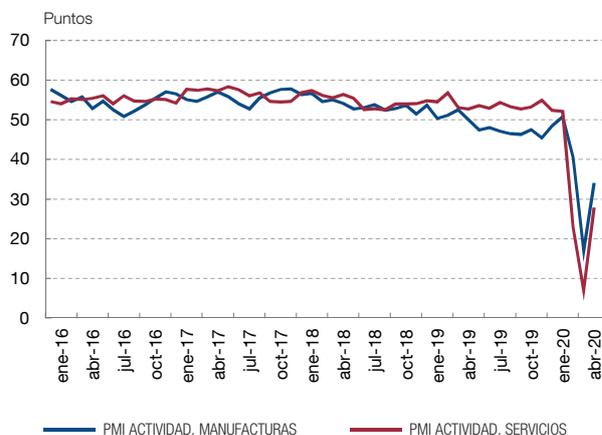
**EL SECTOR SERVICIOS SE HA RESENTIDO MÁS QUE LAS MANUFACTURAS EN EL SEGUNDO TRIMESTRE**

El sector servicios, más afectado por las medidas de distanciamiento social, habría retrocedido en mayor medida que la industria, como confirman los indicadores tanto cualitativos —como los PMI— como cuantitativos correspondientes a los índices de producción industrial y de actividad del sector servicios.

1 INDICADOR DE ACTIVIDAD DEL SECTOR SERVICIOS E ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL



2 ÍNDICES DE GESTORES DE COMPRAS



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Markit Economics y Banco de España.



### El sector servicios, más afectado por las medidas de distanciamiento social, se habría resentido más que el resto de los sectores por la crisis del Covid-19

**Como consecuencia de las medidas de confinamiento, la actividad económica está teniendo una evolución muy heterogénea por ramas durante el segundo trimestre.** En particular, numerosas actividades relacionadas con las ramas de servicios (como el comercio minorista, el ocio, la restauración y la hostelería) requieren, en general, una elevada interacción interpersonal, por lo que se han visto también particularmente afectadas por las medidas de distanciamiento social. De hecho, los indicadores cualitativos disponibles muestran que en abril la actividad de los servicios se resintió con mayor intensidad que la de las manufacturas, en un mes en el que las medidas de confinamiento fueron más estrictas, e igualmente experimentó una mayor recuperación en mayo, con el inicio de la desescalada, aunque su nivel sigue siendo muy inferior al previo a la crisis. En concreto, el índice PMI de servicios (véase gráfico 10) se situó en abril en un nivel de 7,1 puntos, muy por debajo de su anterior mínimo histórico de 28,2 de noviembre de 2008, y mostró un notable repunte en mayo, hasta los 27,9. Por su parte, el indicador análogo referido a las manufacturas marcó también un nuevo mínimo histórico en abril, al situarse en 17,1 (frente a los 26,4 de noviembre de 2008), y rebotó en mayo hasta los 34,1.

**La repercusión de la crisis sanitaria en la economía española está siendo más intensa que en el conjunto de la zona del euro.** En el primer trimestre del año se

revirtió la tónica de diferenciales positivos de crecimiento entre España y la UEM, ya que los retrocesos intertrimestrales del PIB fueron, respectivamente, del -5,2 % y el -3,6 %. Igualmente, la caída de la actividad en el segundo trimestre podría ser más acusada en España que en el área del euro, como muestra, por ejemplo, la distinta evolución de los indicadores de movilidad. Este comportamiento diferencial se explica por la confluencia de un conjunto de factores de diversa índole. En primer lugar, las medidas de contención adoptadas en España han sido comparativamente más estrictas. Además, la incidencia sobre la actividad de estas medidas es también más pronunciada en nuestro país, debido a algunas características estructurales, como el mayor peso relativo de la hostelería, a consecuencia de la elevada actividad turística, y la mayor tasa de temporalidad del mercado laboral. Por último, como en otros países que antes de la crisis contaban con un menor espacio fiscal, la respuesta de la política presupuestaria ha sido algo menos enérgica que en las economías donde el margen de maniobra era mayor.

### **Tanto los diversos componentes de la demanda nacional privada como las exportaciones registrarán una fuerte caída en el segundo trimestre del año**

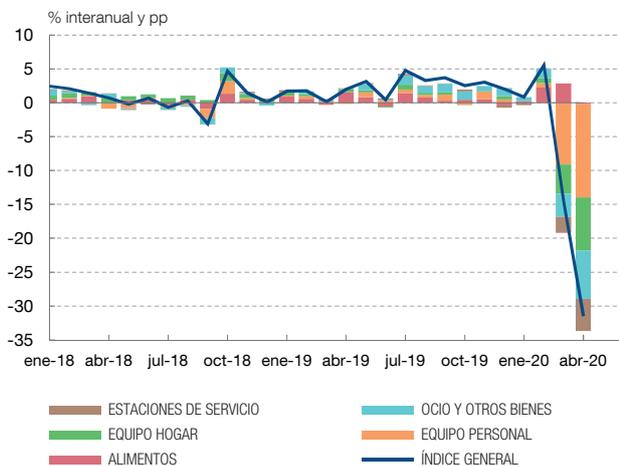
**Todos los componentes de demanda experimentarán descensos muy elevados.** Dentro de la demanda nacional, el retroceso del producto afectará, al igual que en el primer trimestre, a los distintos componentes del gasto privado, con caídas muy acusadas del consumo de los hogares y, en especial, de las diversas rúbricas de la formación bruta de capital fijo. Adicionalmente, es previsible que el nivel casi nulo de actividad turística lleve a una aportación del sector exterior más negativa que en el período de enero-marzo.

**El comportamiento del consumo privado en el segundo trimestre se ha visto lastrado por las medidas de confinamiento y por el contexto de mayor incertidumbre.** La caída de este componente de la demanda habría sido más abultada en el segundo trimestre del año que en el primero, cuando se contrajo un 7,3 % en términos intertrimestrales, retroceso que alcanzó el 16 % en el caso de la compra de bienes duraderos. En el segundo trimestre, el descenso de las adquisiciones de bienes duraderos y semiduraderos habría vuelto a ser muy acusado. En particular, en los meses de abril y mayo las matriculaciones de automóviles particulares mostraron sendos descensos del 98 % y del 63 % interanual. Adicionalmente, los componentes del índice de comercio al por menor que miden el gasto en ropa y calzado y en equipamiento del hogar se contrajeron en torno al 80 % y 60 % interanual, respectivamente, en abril (véase gráfico 11). El retroceso del gasto en servicios habría sido también muy elevado, dado el cierre de la actividad en la hostelería. Así, en abril, el componente del indicador de actividad del sector servicios (IASS) relativo a esta rama descendió casi un 95 % en términos interanuales. Por su parte, las cifras de ventas interiores de bienes y servicios de consumo de grandes empresas de la Agencia Tributaria arrojaron una caída

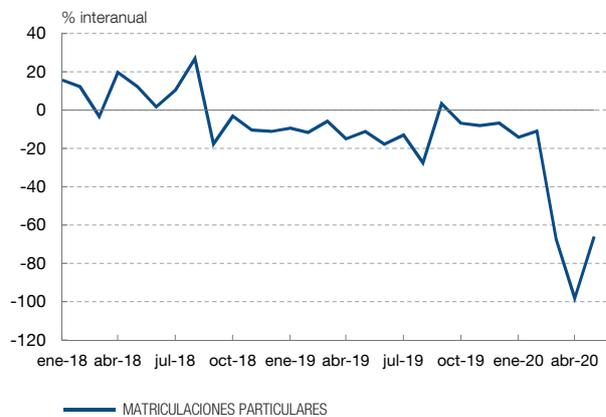
## LA CRISIS DEL CORONAVIRUS HA TENIDO UN GRAN IMPACTO EN EL GASTO DE LOS HOGARES

Las decisiones de gasto de los hogares se han visto muy afectadas por las medidas de confinamiento adoptadas para controlar la pandemia. Los indicadores disponibles apuntan a una importante contracción del gasto en bienes de consumo en el segundo trimestre, especialmente intensa en el caso de los bienes personales y para el hogar. La crisis sanitaria también ha provocado un acusado deterioro de los indicadores de confianza, que se sitúan en mínimos históricos.

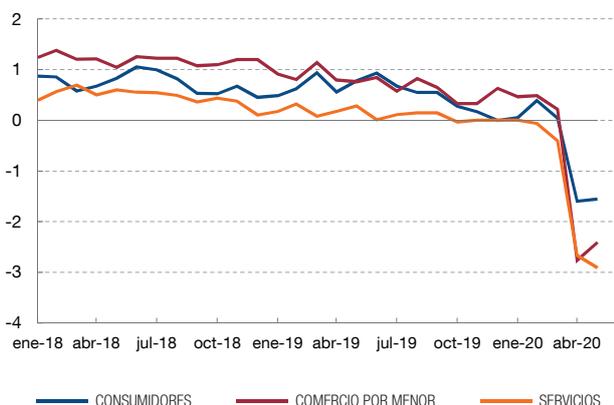
1 ÍNDICE DE COMERCIO AL POR MENOR  
Crecimiento interanual y contribuciones



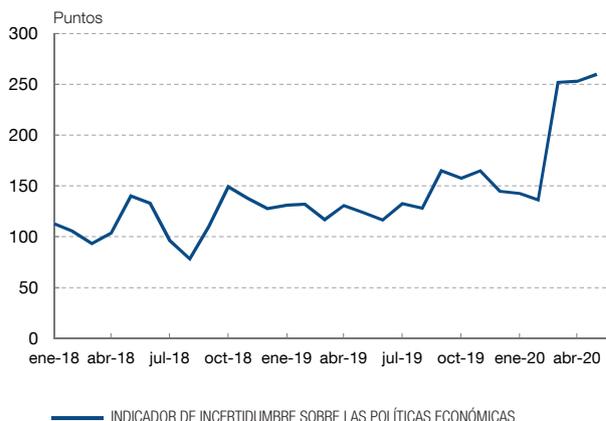
2 MATRICULACIONES DE VEHÍCULOS PARTICULARES



3 INDICADORES DE CONFIANZA  
Datos normalizados (a)



4 INDICADOR DE INCERTIDUMBRE SOBRE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, ANFAC, Comisión Europea y Banco de España.

a Series resultantes de sustraer su media y dividir por su desviación típica.



interanual superior al 30 % en este mismo mes (que duplica con creces la de marzo). Finalmente, la confianza de los consumidores mostró un deterioro muy acusado en ese mismo mes, hasta el nivel más bajo de la historia de la serie, antes de registrar una tímida recuperación en mayo.

**En línea con esta evolución del consumo, el crédito destinado a este fin habría presentado una importante desaceleración.** El confinamiento de la población y

el aumento de la incertidumbre habrían contribuido a un fuerte descenso de la demanda de financiación de las personas físicas (como anticipa la EPB de abril para el segundo trimestre de 2020). Ello, junto con una oferta de crédito posiblemente más restrictiva, se reflejó en un desplome de las nuevas operaciones crediticias en todos los segmentos de préstamo a las personas físicas en abril, y, especialmente, en la financiación destinada a consumo (véase gráfico 6). Estos desarrollos de la actividad crediticia se trasladaron a la evolución del saldo de crédito, y la deuda bancaria para financiar el consumo pasó de expandirse en febrero a mostrar una contracción del 1 % interanual en abril. De hecho, la caída del crédito para consumo habría sido mayor en ausencia de moratorias sobre las deudas bancarias (y, en particular, de las que no tienen garantía hipotecaria) de personas físicas<sup>13</sup>.

**La tasa de ahorro de los hogares habría mostrado un fuerte repunte en el segundo trimestre del año.** El retroceso del consumo, muy condicionado por las medidas de confinamiento, habría sido considerablemente más intenso que el de las rentas, cuya caída se habría visto amortiguada por las medidas de apoyo fiscal. En todo caso, la capacidad de repago de las deudas de parte del sector se habría visto resentida por el descenso de sus ingresos.

**Los distintos componentes de la formación bruta de capital fijo habrían sufrido un fuerte retroceso en el segundo trimestre.** En el caso de la inversión en vivienda, que experimentó una intensa caída en el primer trimestre, probablemente profundizada en abril, la desescalada estaría conduciendo a un aumento de la actividad constructora, así como de las transacciones. La disminución de la inversión empresarial en el primer trimestre fue relativamente suave, lo que quizá podría explicarse por el carácter irreversible de este tipo de decisiones en el muy corto plazo. Sin embargo, la magnitud del descenso en el segundo trimestre podría ser elevada, a tenor de la información disponible. Los distintos indicadores cualitativos (PMI de actividad de las manufacturas, índice de confianza industrial, y expectativas de producción de bienes de inversión de la Encuesta de Coyuntura Industrial) descendieron a sus niveles más reducidos de las correspondientes series históricas de abril, mostrando solo una pequeña recuperación en mayo. También los indicadores cuantitativos, que ya habían mostrado fuertes retrocesos en marzo, marcaron caídas inéditas en abril (véase gráfico 13). En ese mes, el índice de producción industrial de bienes de equipo (excluyendo automóviles), las ventas de este tipo de bienes realizadas por las grandes empresas y las matriculaciones de vehículos de carga retrocedieron en tasa interanual un 50 %, 38 % y 88 %, respectivamente. La caída interanual del último de estos indicadores se moderó en mayo hasta el 54 %.

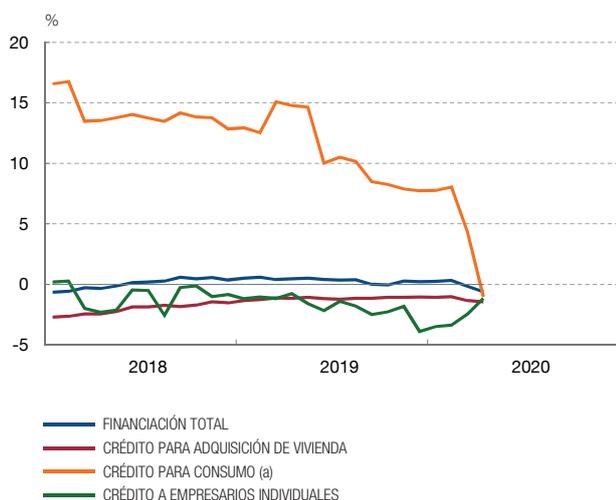
---

13 Véanse el [Real Decreto-ley 11/2020](#), de 31 de marzo, y el [Real Decreto-ley 19/2020](#), del 26 de mayo. A 31 de mayo (últimos datos disponibles), las moratorias establecidas por el primero de estos decretos-leyes habían supuesto el aplazamiento del 1,3 % del saldo de créditos sin garantía hipotecaria. Por su parte, la moratoria sectorial que permite el segundo de estos decretos-leyes ha aplazado adicionalmente el pago del 1,8 % de los préstamos (con o sin garantía hipotecaria) de las personas físicas.

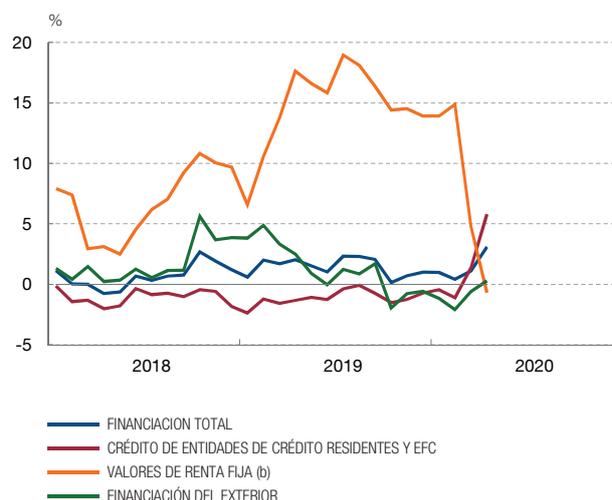
## EL SALDO DE CRÉDITO SE CONTRAE EN LOS HOGARES, MIENTRAS QUE LA FINANCIACIÓN A SOCIEDADES NO FINANCIERAS NO FINANCIERAS CRECE INTENSAMENTE

La hibernación de la economía ha resultado en una caída del crédito a los hogares, que hubiera sido más intensa en ausencia de moratorias sobre el pago de las deudas bancarias de las personas físicas. En cambio, la financiación bancaria a las sociedades no financieras ha crecido con fuerza debido a las elevadas necesidades de liquidez de las empresas, la cual se ha visto apoyada en unas condiciones de financiación favorables. La financiación empresarial mediante la emisión de valores de renta fija se ha desplomado, si bien las compañías han seguido emitiendo a través de sus filiales en el extranjero.

1 FINANCIACIÓN A LOS HOGARES  
Variación interanual



2 FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Variación interanual



FUENTE: Banco de España.

a No incluye el crédito titulado.

b Incluye las emisiones realizadas por las filiales residentes de sociedades no financieras.



**Respecto a la financiación de las decisiones de inversión, los flujos de crédito para adquisición de vivienda han presentado una caída notable en abril.** El retroceso, algo menor que el que presentaron los préstamos que financian el consumo, se trasladó a la evolución del saldo de la deuda de los hogares para adquisición de vivienda, que ha decrecido durante los últimos meses a un ritmo algo mayor que antes del estallido de la crisis sanitaria (véase gráfico 12). La disminución se ha visto moderada, en todo caso, por la moratoria legislativa sobre las deudas hipotecarias de las personas físicas económicamente vulnerables, incluida entre las medidas de respuesta a la pandemia<sup>14</sup>. Adicionalmente, se llegó a un acuerdo marco entre entidades y prestatarios para el establecimiento de una moratoria sectorial<sup>15</sup> que amplía el colectivo de personas beneficiarias y permite prolongar el aplazamiento una vez finalizado el período de la moratoria legal. Conjuntamente, ambas moratorias (la

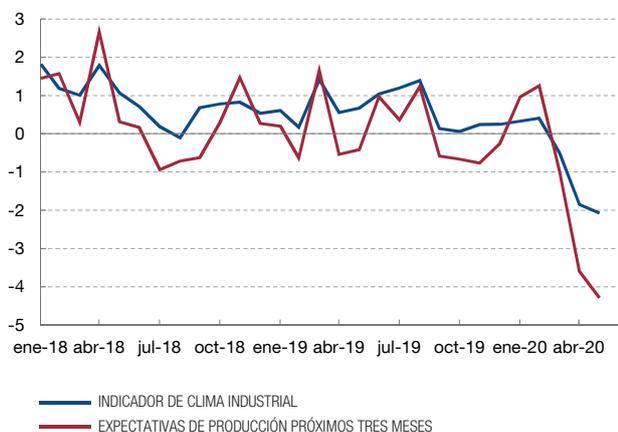
14 Véase el *Real Decreto-ley 8/2020*, de 17 de marzo, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del Covid-19.

15 Véase el *Real Decreto-ley 19/2020*, de 26 de mayo, por el que se adoptan medidas complementarias en materia agraria, científica, económica, de empleo y Seguridad Social y tributarias para paliar los efectos del Covid-19.

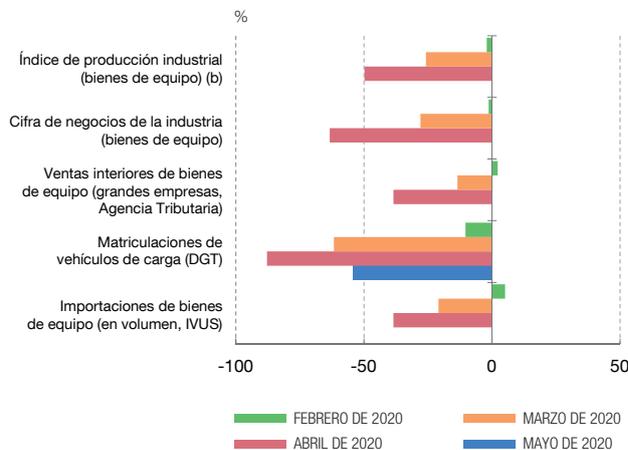
## LA INVERSIÓN EMPRESARIAL SERÁ PROBABLEMENTE EL COMPONENTE DE LA DEMANDA QUE MÁS RETROCEDERÁ DURANTE EL SEGUNDO TRIMESTRE

La inversión en bienes de equipo e intangibles sufrirá un desplome inédito en el segundo trimestre del año, como sugieren las caídas históricas observadas en los indicadores de confianza y de actividad de corto plazo relacionados con este componente de demanda.

1 ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. BIENES DE EQUIPO  
Datos normalizados (a)



2 INDICADORES RELACIONADOS CON LA INVERSIÓN EMPRESARIAL  
Tasas interanuales



FUENTES: Ministerio de Industria, Comercio y Turismo, Instituto Nacional de Estadística, Dirección General de Tráfico, Agencia Tributaria y Banco de España.

- a Series resultantes de sustraer su media y dividir por su desviación típica.  
b Excluidos automóviles.



legislativa y la sectorial) suponen la suspensión del 5 % del endeudamiento bancario de las personas físicas. En ausencia de las moratorias, las amortizaciones de créditos habrían sido más elevadas, por lo que el saldo vivo se habría contraído más.

**Por su parte, el crédito nuevo a las actividades productivas se ha disparado ante la elevada demanda para cubrir el incremento de las necesidades de liquidez.** El crédito nuevo a las actividades productivas ha crecido a un ritmo muy elevado en los últimos meses, haciéndolo con más intensidad en los segmentos de autónomos y empresas de mayor dimensión (véase gráfico 6). La oferta de crédito a las actividades productivas se ha visto favorecida por las líneas de avales públicos puestas a disposición de autónomos y empresas a través del ICO<sup>16</sup>, que han permitido que estos agentes se hayan financiado a un menor coste y a un plazo de amortización más prolongado<sup>17</sup>. La evolución de las nuevas operaciones de

16 Véase el *Real Decreto-ley 8/2020*, del 17 de marzo, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del Covid-19.

17 Estas garantías estatales avalan hasta el 80 % de los préstamos a autónomos y pymes, y hasta el 70 % de los dirigidos al resto de las empresas, por un valor máximo de 100 mm de euros. A principios de junio ya se había activado un 80 % del monto de avales máximo, lo que habría supuesto la concesión de préstamos a más de medio millón de autónomos y empresas, por un importe medio de unos 125.000 euros por operación (próximo a los 90.000 euros en el caso de autónomos y pymes).

préstamos ha supuesto que el saldo de crédito empresarial obtenido de las entidades residentes haya crecido a un fuerte ritmo en abril (5,8 % interanual) y que se haya moderado el retroceso del saldo de crédito destinado a los autónomos. Por su parte, la financiación mediante la emisión de valores de renta fija en el mercado primario se redujo intensamente en marzo y abril, en el contexto de las turbulencias en los mercados financieros, lo que se tradujo en un repunte de las primas de riesgo crediticias.

**Los datos provisionales del primer trimestre evidencian un cierto deterioro de la posición patrimonial del sector corporativo.** Así, la ratio de endeudamiento empresarial sobre el PIB se incrementó hasta el entorno del 75 %, rompiendo la tendencia descendente de la última década. A pesar de ello, la caída de los costes de financiación crediticia habría permitido que la ratio de carga financiera se mantuviera estable. A nivel agregado, las empresas han incrementado sustancialmente sus depósitos en abril, por lo que parece probable que parte de la financiación captada se haya destinado al establecimiento de colchones de liquidez para los próximos meses ante el previsible aumento de sus necesidades de financiación.

**Las exportaciones e importaciones de bienes y servicios han registrado fuertes caídas, especialmente en el caso de los flujos turísticos, interrumpidos por las restricciones a la movilidad y el cierre de fronteras decretados para hacer frente a la emergencia sanitaria del Covid-19**

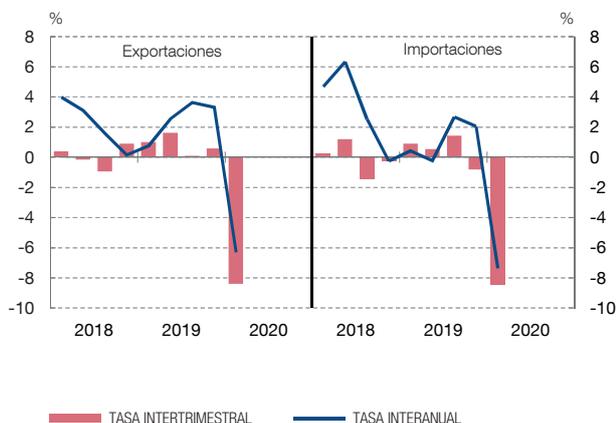
**Los flujos de comercio exterior de bienes y servicios experimentarán contracciones muy severas en el segundo trimestre.** Existe una elevada incertidumbre acerca del efecto final que reflejará el saldo neto exterior, pero parece probable que el resultado sea un empeoramiento de su contribución al crecimiento del PIB, puesto que la caída de las exportaciones habría sido más pronunciada que la de las importaciones, debido a la práctica desaparición del turismo no residente, muy afectado por la pandemia. En el primer trimestre, el comercio de bienes se vio ya muy dañado por las medidas de contención tanto de España como de sus socios comerciales, lo que hizo que tanto las compras como las ventas exteriores cayeran un -8,4 % intertrimestral. Esos efectos se habrían visto significativamente agravados en el segundo trimestre, como muestran los descensos interanuales de las exportaciones e importaciones de Aduanas de abril, del -37,8 % y -30,8 %, respectivamente. En mayo habría tenido lugar una reactivación gradual, aunque parcial, de los intercambios comerciales con el exterior, a medida que se relajaban paulatinamente las medidas de confinamiento en los distintos países, como anticipan los indicadores cualitativos de los pedidos de exportación (véase gráfico 14).

**En cuanto al comercio exterior de servicios, el turismo y el transporte internacional han sido algunos de los sectores más intensamente afectados**

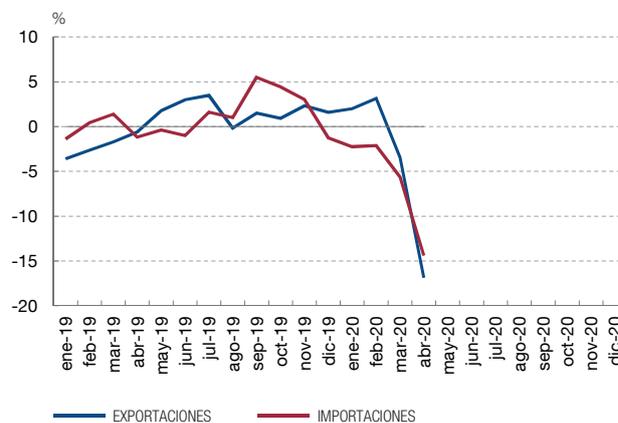
## LOS FLUJOS DE COMERCIO EXTERIOR CAEN BRUSCAMENTE EN EL SEGUNDO TRIMESTRE

Las medidas adoptadas a escala nacional y mundial para contener la pandemia de Covid-19 han golpeado con fuerza los intercambios comerciales con el exterior, especialmente los flujos de turismo internacional, interrumpidos casi totalmente desde la declaración del estado de alarma. Los nuevos pedidos de exportación sugieren que el punto mínimo de los flujos comerciales se habría alcanzado en abril, y que en mayo habría comenzado a producirse un cierto rebote, en línea con la retirada de las medidas de contención.

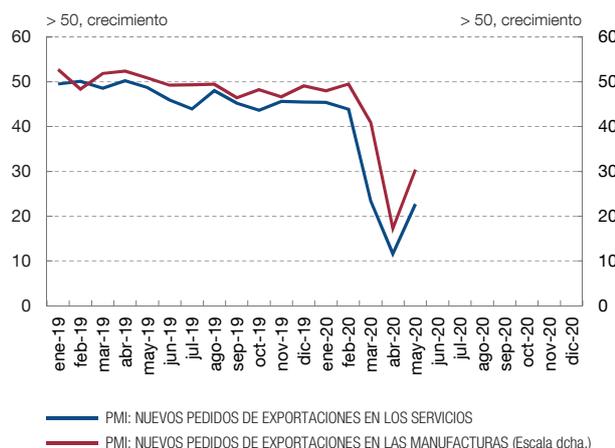
1 EXPORTACIONES E IMPORTACIONES DE BIENES Y DE SERVICIOS (a)



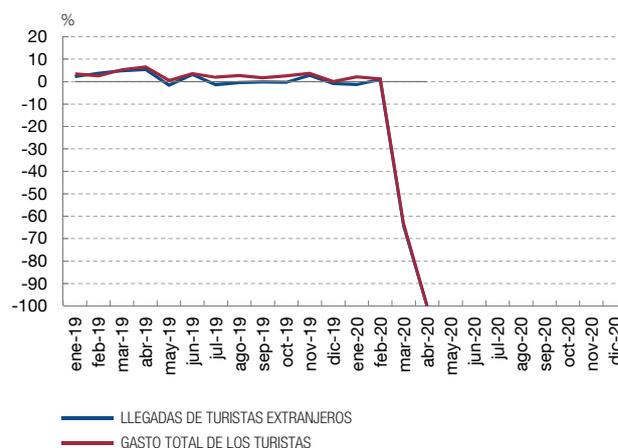
2 EXPORTACIONES E IMPORTACIONES REALES DE BIENES (Datos deflactados de Aduanas) Tasas interanuales de la media móvil de tres meses



3 INDICADORES DE CONFIANZA



4 INDICADORES DE TURISMO EXTRANJERO Tasas de variación interanual



**FUENTES:** Instituto Nacional de Estadística, Departamento de Aduanas, Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, y Markit.

a Datos de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) a precios constantes. Series ajustadas de estacionalidad.



**por las medidas adoptadas para contener la pandemia.** Las restricciones a la movilidad, las medidas de distanciamiento social y el cierre de aeropuertos y fronteras han afectado severamente al comercio internacional de servicios. De acuerdo con la Organización Mundial del Turismo, los flujos turísticos habrían caído, a escala global, un 55% y un 97% en marzo y abril, respectivamente, por las restricciones a los viajes. Estas han continuado en el segundo trimestre (a mediados de mayo, tres cuartas partes de los países mantenían cerradas sus fronteras al

turismo internacional). España, segundo país del mundo en número de turistas recibidos y en volumen de gasto de los turistas no residentes, experimentó un descenso interanual del 19,2 % en sus exportaciones turísticas en el primer trimestre. Las entradas de turistas extranjeros descendieron un 64,3 % en marzo y un 100 % en abril, a resultas del cierre de fronteras y alojamientos. El país permaneció prácticamente cerrado al turismo internacional también en mayo, aunque a partir de mediados de mes empezó a permitirse la entrada de viajeros por causa de fuerza mayor, siempre que se sometieran a una cuarentena de catorce días. En junio, la reapertura del país se ha acelerado. A partir del día 15 han comenzado a llegar turistas alemanes a las Islas Baleares, y desde el día 21 se abrieron las fronteras con los países del espacio Schengen, con la excepción de Portugal, en cuyo caso la reapertura no tendrá lugar hasta el 1 de julio. Frente al resto de los países, este proceso se producirá de forma escalonada.

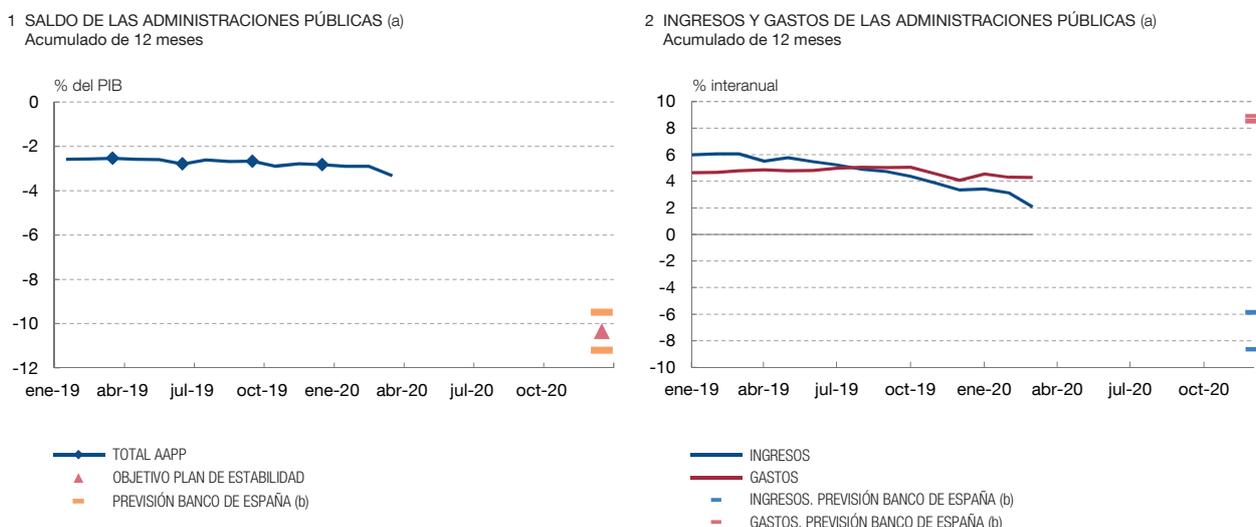
**La evolución más reciente de las finanzas públicas ha comenzado a mostrar ya, aunque todavía de forma moderada, los efectos de la crisis epidemiológica y de las medidas adoptadas en el contexto de esta**

**El Consejo de la UE ha activado la cláusula general de salvaguardia del Programa de Estabilidad y Crecimiento (PEC), que permite que los Estados miembros realicen políticas fiscales expansivas con una magnitud acorde con los efectos de la crisis sanitaria.** La activación de la cláusula, aplicable en condiciones de ralentización económica grave en el conjunto de países, fue aprobada el 23 de marzo. Ello permite que los Estados miembros se desvíen temporalmente de los requisitos presupuestarios habituales, al objeto de abordar las consecuencias económicas de la pandemia y tratar de evitar así un impacto negativo persistente sobre la actividad que, entre otras posibles consecuencias, pueda dificultar la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio plazo. En este marco, el Gobierno español presentó, a finales de abril, la Actualización del Programa de Estabilidad de este año, que en esta ocasión, y dadas las circunstancias excepcionales en las que se elaboró, solo incorpora un objetivo de déficit de las AAPP para 2020, del 10,3 % del PIB, 7,5 pp por encima del registrado en 2019. La valoración por parte de la Comisión Europea de dicha Actualización dictaminó que las medidas de lucha contra la crisis adoptada en España están alineadas con las recomendaciones de la Comisión relativas a la respuesta coordinada a aquella. Al mismo tiempo, esa valoración recordaba el incumplimiento de los requerimientos del PEC en 2019 y la necesidad de que las finanzas públicas españolas se reenfoquen, una vez superada la crisis, hacia la consecución de una posición fiscal más saneada.

**Las medidas presupuestarias adoptadas durante estos meses han ido adaptándose al desarrollo de la crisis.** Las primeras medidas aprobadas por el Gobierno, que datan de mediados de marzo, operaban en cuatro ámbitos: el apoyo al sistema sanitario, la protección del empleo, la provisión de liquidez a las empresas

**FUERTE DETERIORO PREVISTO DE LAS CUENTAS PÚBLICAS**

El impacto de la crisis sanitaria, de las medidas adoptadas para contenerla y de las actuaciones de política fiscal puestas en práctica para contrarrestar sus efectos han comenzado a notarse en los datos de ejecución presupuestaria de marzo. El deterioro del saldo será mucho más pronunciado en el conjunto del año.



**FUENTE:** Intervención General de la Administración del Estado.

- a** La IGAE solo proporciona información del conjunto de las AAPP con frecuencia trimestral. Los datos mensuales se estiman a partir de la información sobre el agregado, excluidas las CCLL.
- b** Escenarios del *Informe de proyecciones de la economía española (2020-2022)*, de junio de 2020.

viables y el apoyo a los hogares vulnerables como consecuencia de la crisis. Las medidas han ido revisándose conforme avanzaba la situación epidemiológica y económica, y ampliaron su alcance y su plazo de vigencia. Además, a principios de junio, el Gobierno aprobó el ingreso mínimo vital, que entrará en vigor el 1 de julio, con un coste presupuestario del 0,17 % del PIB en 2020. El Gobierno también ha anunciado la creación de un fondo especial, no reembolsable, mediante el que el Estado ingresará a las Comunidades Autónomas 16 mm de euros, de los que 9 mm se destinarán a gastos sanitarios.

**El impacto de la crisis y de las medidas aprobadas ha empezado a observarse ya en los últimos datos publicados de ejecución presupuestaria, aunque con un alcance obviamente todavía muy inferior al esperado para el conjunto del año.** El déficit de las AAPP, excluidas las Corporaciones Locales, se situó en el primer trimestre de 2020 en el 0,8 % del PIB, 0,5 pp por encima del registrado en el mismo período del año anterior. Este empeoramiento, que recoge el efecto de las primeras semanas de confinamiento, en la segunda mitad de marzo, se materializó tanto en un aumento de los gastos, que crecieron un 6 % interanual, como en una desaceleración de los ingresos, que pasaron de incrementarse un 3,7 % en el conjunto de 2019 a hacerlo en un 1,5 % en los tres primeros meses del año en curso (véase gráfico 15). El deterioro de las cuentas públicas se acentuará notablemente

en el segundo trimestre del año, de modo que, según las proyecciones más recientes del Banco de España, el déficit público, que fue del 2,8 % del PIB en 2019, podría alcanzar en 2020 cifras del 9,5 % y del 11,2 %, respectivamente, en los escenarios de recuperación temprana y gradual<sup>18</sup>.

**El comportamiento de los precios de consumo ha estado muy influido por el acusado descenso del precio del petróleo y por el comportamiento dispar de los componentes no energéticos, relacionado con los cambios de los patrones de consumo durante el confinamiento**

**La inflación, medida por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC), ha registrado una intensa disminución en los últimos meses, hasta alcanzar un -0,9 % en mayo** (véase gráfico 16). Esta dinámica ha venido dominada por el abaratamiento del petróleo y de otras materias primas. El precio del barril de petróleo descendió aproximadamente desde 60 dólares en febrero hasta unos 20 a finales de abril (antes de repuntar con posterioridad). En este contexto, el componente energético de los precios de consumo se ha desacelerado fuertemente en estos meses, hasta el -18 % interanual en mayo. Entre los componentes no energéticos, el crecimiento interanual de los precios de los alimentos ha experimentado un aumento significativo entre febrero y mayo, sobre todo en el caso de los no elaborados, influenciado por el aumento de su demanda y por el incremento de los costes asociados a su producción y distribución.

**Por el contrario, la inflación subyacente ha moderado su ritmo de crecimiento recientemente.** Entre febrero y mayo se ha moderado en cuatro décimas, hasta el 0,9 %, su tasa más baja de los dos últimos años. Tanto los precios de los servicios como los de los bienes industriales no energéticos se han desacelerado en los últimos meses. El diferencial de inflación subyacente frente al conjunto del área del euro fue nulo en mayo.

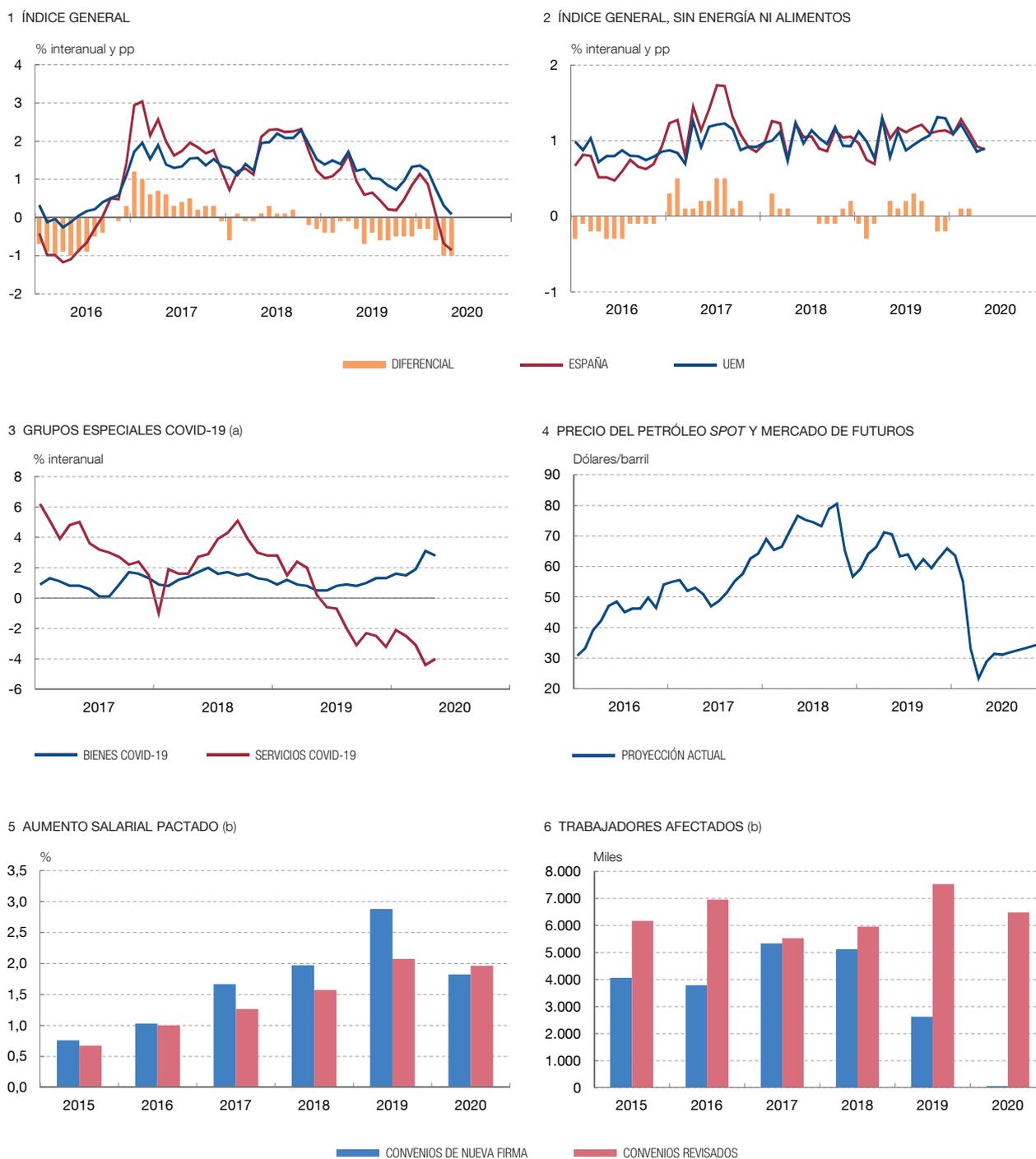
**Las medidas de contención han provocado cambios en los patrones de consumo que han tenido una cierta incidencia sobre los precios.** El Instituto Nacional de Estadística ha elaborado dos agregaciones especiales que recogen los bienes y servicios que siguieron consumiéndose durante el período de confinamiento, denominados *Bienes Covid-19* y *Servicios Covid-19*, que en abril registraron variaciones intermensuales del 1,1 % y del -1,5 %, respectivamente<sup>19</sup>. En mayo, sin

18 Véase *Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2020-2022): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de junio de 2020*.

19 El agregado *Bienes Covid-19* incluye alimentación, bebidas, limpieza y artículos no duraderos para el hogar, productos farmacéuticos, comida para animales y artículos para el cuidado personal. Por su parte, el agregado *Servicios Covid-19* incluye alquiler de vivienda y garaje, distribución de agua, alcantarillado, recogida de basuras, gastos comunitarios, electricidad, gas, gasóleo para calefacción, servicios de telefonía, música y televisión en *streaming*, seguros, comisiones bancarias y servicios funerarios.

## DESCENSO DE LA INFLACIÓN Y MODERACIÓN DE LOS INCREMENTOS SALARIALES

La inflación ha descendido de forma más acusada en España que en el área del euro, en un contexto de brusco descenso del precio del petróleo, mientras que tanto el repunte en los precios de los alimentos entre febrero y mayo como la moderación de la inflación subyacente han resultado similares en ambas áreas. En el ámbito interno, se moderan levemente los salarios, aunque los incrementos salariales no reflejan el cambio en la situación del mercado laboral, ya que los convenios de nueva firma son todavía muy escasos.



**FUENTES:** Instituto Nacional de Estadística, Eurostat, Agencia Reuters, Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social, y Banco de España.

- a Grupos especiales calculados por el INE de los bienes y servicios que la mayoría de los hogares han seguido consumiendo en la situación de confinamiento.
- b Con información hasta mayo de 2020.



embargo, la tasa intermensual de ambos agregados fue nula. En los próximos meses se espera que las presiones a la baja derivadas de la debilidad de la demanda prevalezcan sobre los aumentos de costes asociados a las dificultades de oferta durante el confinamiento.

**Los costes laborales de las empresas se moderaron en el primer trimestre como consecuencia de los ERTE.** La información proporcionada por la ETCL para ese período refleja una moderación de los costes laborales en tasa interanual, hasta el 0,8 % (1,5 pp menos que a finales de 2019). Esta desaceleración se explica porque, aunque los trabajadores afectados por ERTE se mantienen en alta en su empresa, esta no ha de abonar ni sus salarios (o la mayor parte de ellos), que se ven sustituidos por la prestación por desempleo, ni sus cotizaciones a la Seguridad Social (en el caso de las empresas con menos de 50 empleados y únicamente el 25 % de ellas en el resto). Por consiguiente, el menor crecimiento afectó tanto al componente de costes salariales (con un avance interanual del 0,7 %, 1,1 pp menos que a finales de 2019) como al de costes no salariales, por el menor avance del componente de cotizaciones sociales (1,3 %, frente al 4 % del último trimestre de 2019). En términos del coste laboral por hora, por el contrario, se observó un repunte hasta el 4,8 %, como consecuencia de la reducción de las horas efectivamente trabajadas en un 3,8 %, lo que, de nuevo, se explica por los trabajadores afectados por ERTE. Cabe notar la elevada magnitud de este descenso, a pesar de que las medidas de confinamiento afectaron únicamente a la segunda quincena de marzo. Por ramas, la moderación del coste laboral total fue algo más intensa en el conjunto de ramas de servicios (de 1,7 pp, hasta el 0,9 %), con caídas del -7,2 % en la hostelería y del -0,5 % en el comercio.

**El resto de los indicadores salariales han mantenido una elevada estabilidad desde el inicio de la crisis.** Las tarifas salariales de los convenios colectivos han mostrado, con datos hasta mayo, un incremento medio del 2 %, algo por debajo del 2,3 % firmado para el año anterior, afectando ya a un número muy elevado de trabajadores (6,5 millones). Esa subida refleja los acuerdos firmados en años anteriores, ya que los convenios de nueva firma son todavía muy escasos y no reflejan el impacto del cambio en la situación del mercado laboral. Por su parte, los datos de remuneración por asalariado de la CNTR mostraron en el primer trimestre del año un avance del 1,5 % en la economía de mercado, sin cambios respecto a finales de 2019.

22.6.2020.