



El impacto económico del COVID-19 y la respuesta de política económica

Marzo 2020

[kpmg.es](https://www.kpmg.es)

1. Introducción: Lo que conocemos y lo que desconocemos

La epidemia del coronavirus COVID-19 es sin duda **el mayor desafío al que se ha enfrentado la economía mundial desde la Gran Recesión**. Su rápida expansión, las extraordinarias medidas necesarias para frenar su contagio y la incertidumbre que genera no tienen precedentes en la historia reciente. Habría que remontarse a épocas previas a la Segunda Guerra Mundial para encontrar un problema de salud que creara una disrupción de los flujos económicos como la que estamos observando en la actualidad.

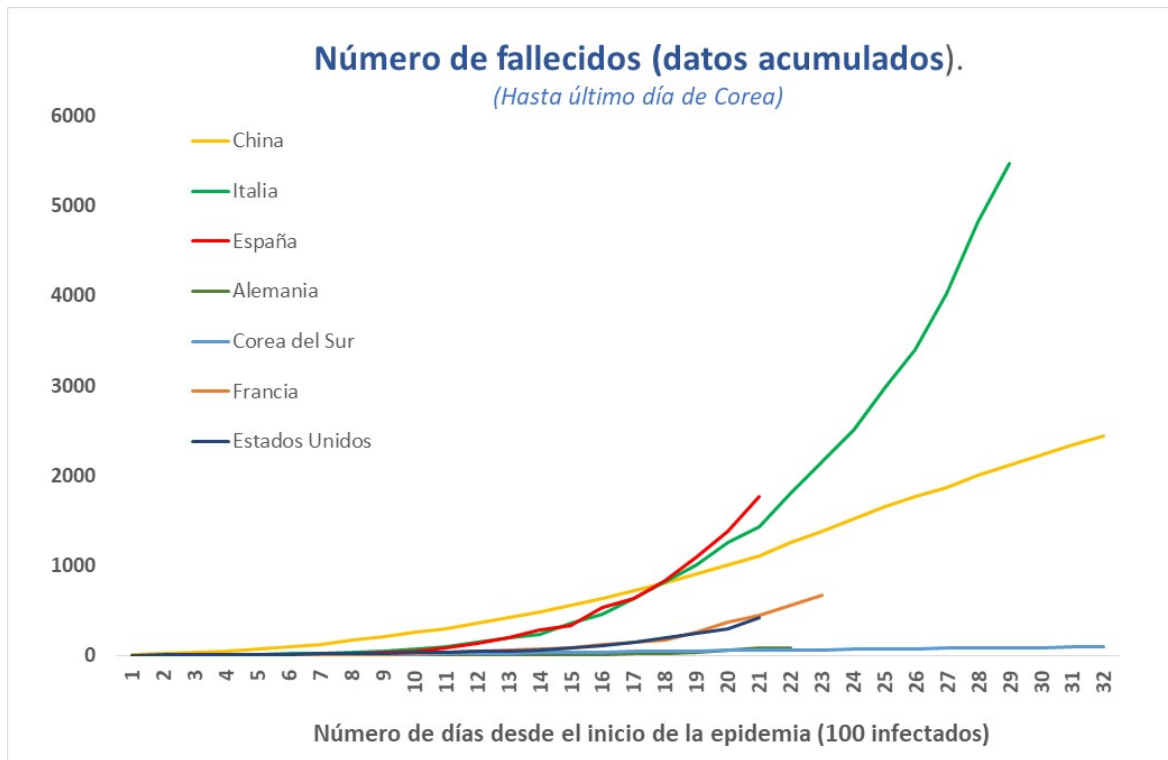
El poco tiempo que ha transcurrido desde el brote inicial, hace que tengamos **muchas más preguntas que respuestas** sobre los aspectos básicos de la epidemia. Y, sin embargo, es de su comportamiento del que dependerá el alcance de sus consecuencias económicas.

El objeto de este documento es realizar un primer análisis de las de las consecuencias económicas del virus, partiendo de la escasa información que aún se tiene, y establecer cual es la respuesta de política económica más adecuada, repasando las medidas que se están poniendo o deberían ponerse en marcha.

Para ello, en primer lugar, debemos identificar cuál es la información que tenemos en este momento.

Lo que conocemos...

- El COVID-19 se detecta por primera vez en la ciudad China de Wuhan el 1 de diciembre de 2019.
- Tiene una similitud genética de al menos el 70% con el virus que causó la epidemia del síndrome respiratorio agudo grave (SARS en sus siglas en inglés) en 2002-2003.
- El 9 de enero de 2020 se produce el primer fallecimiento por COVID-19 en Wuhan.
- Para el 19 de enero se detectan 201 casos en tres países: China, Tailandia y Japón.
- Para finales de enero hay casos detectados en Europa, y a mediados de febrero ya hay fallecimientos en Europa, incluido un caso en Valencia el día 13.
- Para finales de febrero ya hay más de 85.000 casos detectados y el virus está presente en todos los continentes.
- El 11 de marzo la Organización Mundial de la Salud declaró la enfermedad como pandemia.
- En estos momentos hay confirmados más de 350.000 contagiados y más de 15.000 fallecidos en 192 países y territorios, prácticamente todos.
- La probabilidad de fallecimiento aumenta con la edad, concentrándose las muertes en mayores de 60 años, sobre todo con patologías adicionales.



Lo que desconocemos...

- Se desconoce la tasa de contagio. La OMS la calcula entre 1,4 y 2,5, aunque otras estimaciones la sitúan entre 2 y 3. Para controlar una epidemia ésta debe situarse por debajo de 1. De ahí, las medidas de confinamiento.
- La tasa de mortalidad es desconocida, ya que una parte importante de los contagios no se detectan por ser asintomáticos o por no poder realizarse las pruebas. Las estimaciones de esta tasa van desde 0,7% al 3%, pero su valor cierto podría ser muy distinto. La gripe común tiene una mortalidad estimada del 0,1%.
- Se desconoce si es estacional. El SARS de 2002-2003 desapareció en el verano, pero nada garantiza que lo mismo vaya a ocurrir con el COVID-19. Indicios en esta dirección son que la propagación Este-Oeste ha sido más rápida que la Norte-Sur y también el hecho de que el virus tiene características propias de otros virus que sí son estacionales.

2. Estimación del impacto de la epidemia sobre la economía.

Evaluar el impacto de la crisis no es sencillo, ya que se trata de un acontecimiento sobre el que **no hay precedente**. Epidemias anteriores como la del SARS de 2002-2003 tuvieron una extensión geográfica y temporal mucho más limitada que la actual epidemia y, por lo tanto, no nos sirven como referencia para la actual crisis. No obstante, sí se pueden identificar cuáles son los impactos principales que recibirán todas las economías y sus canales de transmisión.

Los choques que van a recibir las economías...

Las economías se van a ver afectadas por **cinco choques negativos** como consecuencia de la expansión del virus.

- Un **choque de oferta**, derivado de la **interrupción de las cadenas de producción de bienes intermedios** producidos en China y en otros países asiáticos. Es el primer impacto, que tardó una media de unas cuatro a seis semanas en llegar a Europa que es el tiempo que tardan las mercancías en alcanzar los mercados europeos desde Asia. Este choque produce interrupciones y retrasos en la producción y hubiera existido aún en el caso de que el virus no se hubiera extendido fuera de Asia.
- Un segundo **choque de oferta**, derivado de las **medidas de restricción de la libre circulación** de personas, tomadas por los gobiernos para contener la expansión del virus. Este es el choque con mayor impacto que afecta, por un lado, a todos los sectores cerrados obligatoriamente: el comercio minorista, al sector de transportes, todo el sector de hostelería y restauración, etc. Y también afecta al conjunto de la economía porque estas restricciones limitan el acceso de las personas a su puesto de trabajo y fuerzan la improvisación de nuevas formas de trabajo.
- Un **choque de demanda**, como consecuencia de la caída del consumo y de la inversión debido al fuerte **incremento de la incertidumbre** y la **disminución de rentas** de empresas y consumidores.
- Un **choque de demanda** adicional inducido desde el **exterior**, ante las caídas de la renta de los países a los que se exporta y también derivado de las restricciones de movimientos de personas provenientes de terceros países.
- Una **fuerte restricción de liquidez** para consumidores y empresas que, ante la caída de sus rentas, verán deteriorarse su solvencia y por tanto su acceso a la financiación.

El **único impacto positivo** es el de la evolución del precio del petróleo que, como consecuencia de esta crisis, ha descendido desde los 60 dólares el barril que se observaba a finales de febrero al entorno de los 30 dólares actuales.

China, el futuro imperfecto del resto de economías

Evidentemente China, al ser el origen de la epidemia, va más adelantada en todo, tanto en lo que se refiere a la evolución de los contagios como a los impactos económicos de la epidemia, sobre los que ya existen algunos datos.

La producción industrial de China en los dos primeros meses del año se contrajo un 13,5% respecto al mismo período de 2019. Es la primera caída de la producción industrial del país asiático desde 1990, cuando comenzó el período de apertura. Para hacernos una idea de la magnitud de la caída, en los meses precedentes a la epidemia la producción industrial en China crecía en el entorno del 6%-7%. Es decir, se trata de un derrumbe del orden de 20 puntos en la tasa de crecimiento y ello, a pesar de que incluye enero, que fue mejor mes que febrero.

Por sectores, las manufacturas exportadoras como el **automóvil** (-32%), **equipos de transporte** (-28%), **textil** (-27%), **metales** (-27%), **maquinaria eléctrica** (-25%), **minería no metálica** (-21%) han sido los más afectados. Sectores como el de electrónica e informática (-13,8%) y química (-12%), experimentaron también fuertes caídas, pero no tan acusadas. La producción de energía eléctrica descendió un 7%, mientras paradójicamente aumentó la de petróleo y gas un 2%.

Las **ventas minoristas** han experimentado caídas semejantes. En los dos primeros meses del año **descendieron un 20,5%** respecto al mismo período del año anterior, cuando venían creciendo en torno al 8% hasta diciembre. Especialmente acusada ha sido la caída en **bienes de consumo duradero**, automóviles (-37%), muebles (-33%), electrodomésticos (-30%), joyería (-41%), y calzado y vestido (-31%).

La **inversión directa en China se desplomó un 26% en febrero** y el **PMI del sector industrial en China pasó de 51,1 en enero a 40,3 en febrero**, el más bajo de su serie histórica y apuntando a una profunda recesión industrial.

Los datos, por tanto, no dejan lugar a dudas sobre el profundo impacto que está teniendo la epidemia en la economía china, y marca el camino de las consecuencias que tendrá en aquellos países en que la epidemia se extendió unas semanas más tarde.

Y del resto de economías ¿qué sabemos?

Para las economías fuera de China aún no hay estadísticas que reflejen las consecuencias de la expansión del virus. Pero, sin duda alguna, la magnitud de las caídas también será importante.

Aún no existen datos de febrero o marzo de Corea del Sur o de Italia, que han sido las primeras economías desarrolladas afectadas por la extensión de la epidemia. Tampoco existen aún actualizaciones de las previsiones de los organismos económicos internacionales que permitan evaluar el impacto de lo que está sucediendo. Seguramente todos están esperando a la aparición de datos más concretos para poder hacer estimaciones adecuadas del impacto de la pandemia.

Lo que parece probable es que la contracción será de una magnitud incluso mayor de la gran recesión de 2008-2009. Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido entonces, la recuperación será mucho más rápida en cuanto desaparezca la emergencia sanitaria, dependiendo en cada caso de la efectividad de las políticas económicas adoptadas.

La **OCDE** publicó sus previsiones intermedias el 3 de marzo, estimando una reducción del crecimiento de China para este año, que quedaría por debajo del 5%, y una disminución del crecimiento del PIB mundial desde el 2,9% al 2,4%. Claramente este informe ha quedado superado por los acontecimientos posteriores.

La **Comisión Europea** publicó el 13 de marzo un informe que evalúa el impacto posible sobre la economía de la UE en su conjunto, sin descartar escenarios peores, en función de la evolución de la pandemia. Frente a la previsión de un crecimiento de la UE27 del 1,4% del PIB en 2020 que la Comisión contemplaba en enero, ahora prevé una contracción de, al menos, el 1,1% del PIB como consecuencia de la epidemia, con una recuperación sustancial, aunque no completa en 2021.

En opinión de la Comisión, la mayor parte de la reducción de la tasa de crecimiento de la economía europea de estos 2,5 puntos porcentuales se debe a los choques de oferta y las restricciones de liquidez, y considera que una parte importante de esta caída de actividad se puede revertir a través de la política económica.

No obstante, vista la evolución de los acontecimientos, estas estimaciones pueden llegar a quedarse cortas sobre el impacto real a corto plazo de la epidemia. En España, los primeros datos, que no incorporan el pleno impacto del Estado de Alarma, nos hablan de descensos del 75% del transporte de viajeros, del 60% de la actividad minorista y del 70% en ventas de automóviles. Además, el importante peso del sector servicios en nuestra economía, así como la elevada presencia de PYME, la hacen más vulnerable a este tipo de shocks.

Una **primera estimación** del impacto de la epidemia sobre la economía española debe tener en cuenta a cómo afecta el estado de alarma a los diferentes sectores de nuestra estructura productiva. Sin datos aún al respecto, se ha realizado una estimación en función del impacto razonable que el RDL de declaración del estado de alarma tiene sobre cada actividad. Se estima que se mantiene la actividad en cerca del 60%: casi plena actividad en agricultura, construcción, comunicaciones, y administración pública, mientras que habría una fuerte parálisis en comercio, hostelería, inmobiliarias, y actividades de ocio.

PIB	1.087.968	
Agricultura, ganadería, selvicultura y pesca	33.614	90%
Industria extractiva, manufacturera; energía eléctrica, gas, agua, actividades de saneamiento y residuos	172.618	60%
Construcción	67.732	80%
Comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos de motor y motocicletas; transporte y almacenamiento; hostelería	258.733	30%
Información y comunicaciones	40.841	75%
Actividades financieras y de seguros	43.795	70%
Actividades inmobiliarias	125.794	30%
Actividades profesionales, científicas y técnicas; actividades administrativas y servicios auxiliares	97.524	70%
Administración pública y defensa; seguridad social obligatoria; educación; actividades sanitarias y de servicios sociales	195.408	95%
Actividades artísticas, recreativas y de entretenimiento; reparación de artículos de uso doméstico y otros servicios	52.269	30%
Actividad estimada durante el Estado de Alarma:	57,15%	

Con estas hipótesis se ha calculado la producción de cada uno de los sectores, en distintos supuestos de duración de la epidemia, todos ellos dentro del primer escenario. Además, se supone que la producción se recupera muy rápidamente una vez que se termine la emergencia sanitaria. Este último supuesto depende de la huella que deje en los agentes económicos el período de crisis y de lo eficaz que sea la actuación de política económica.

Los resultados del análisis son los siguientes:

Caída del PIB	Duración estado de alarma		
	1 mes	2 meses	3 meses
Respecto a 2020	-3,6%	-7,0%	-10,5%
Respecto a 2019	-2,0%	-5,5%	-9,1%

Si el **estado de alarma** se extiende **un mes**, el PIB en términos reales de 2020 sería un 3,6% inferior al que se preveía principios de año, y un 2% inferior al de 2019. Seguramente en 2021 volveríamos a la normalidad. Si el tiempo de la situación excepcional es de **dos meses** el impacto prácticamente se dobla, y ya estaríamos en una contracción muy seria con potenciales implicaciones financieras y de sostenibilidad fuertes para muchas empresas. Si se extiende **tres meses**, y las hipótesis son correctas, la contracción sería del entorno de 10 puntos de PIB, y por muy rápida que sea la recuperación las consecuencias se extenderán mucho más en el tiempo.

Escenarios a los que nos enfrentamos

Tan importante como la magnitud de la contracción es evaluar su duración en el tiempo. Y ésta, a su vez, dependerá de la duración de la epidemia, el ritmo de contagios, los niveles de inmunización y la velocidad en el desarrollo de vacunas y/o tratamientos. En función de estas variables podemos construir **tres escenarios** potenciales.

- **Escenario 1: Los efectos del virus desaparecen para siempre con el cambio de estación**

Es lo que ocurrió con el SARS de 2002-2003. Con la llegada del verano dejó de haber contagios y el virus no volvió a aparecer. Es el escenario más benigno desde el punto de vista sanitario y económico. La duración de la crisis estaría entre dos y cuatro meses, y la recuperación posterior sería rápida. La mayor parte del impacto se recuperaría en los próximos dos años.

- **Escenario 2: El virus es estacional**

Desaparece del hemisferio norte con la llegada del verano, pero se traslada al hemisferio sur para retornar en el invierno al hemisferio norte. Es un virus estacional del tipo de la gripe común. Sus efectos serán cada vez menos peligrosos, a medida que la población se va inmunizando. El impacto este año es el mismo que en el escenario anterior, pero la recuperación es más lenta, ante la incertidumbre que crea para el año siguiente. El segundo año estamos más preparados e inmunizados y los efectos serían sustancialmente menores.

- **Escenario 3: el virus no es estacional**

En ese caso sólo la inmunización de la población actuará como freno al crecimiento de la enfermedad. En este caso la duración es superior y, aunque el impacto es decreciente, la caída de la actividad es incalculable.

En el Escenario 1, las medidas de prevención de contagios y la disrupción económica que estas conllevan serán menores que en el 3, siendo el 2 una situación intermedia. El escenario 3 obligaría al mantenimiento de las restricciones a la circulación de personas durante más tiempo, lo que agravaría los shocks de demanda y oferta con una mayor destrucción del tejido productivo y, por tanto, con una menor capacidad de recuperación de la actividad.

A la vista de los primeros estudios epidemiológicos **los escenarios más probables son el 1 y el 2**, ya que la expansión del virus ha sido fundamentalmente Este-Oeste, y no Norte-Sur. En otras palabras, hay muchos más contagios en Irán o en Europa que en Vietnam o Tailandia, a pesar de la mayor cercanía geográfica de estos países. Además, es probable que se desarrolle una vacuna y/o tratamientos contra el virus que actúen como freno de los contagios y de los efectos del virus, haciendo menos probable también el escenario 3.

Efectos a largo plazo

Junto con los efectos a corto plazo, la agudeza de la recesión provocará, cambios importantes en el comportamiento de los agentes económicos a largo plazo. La crisis del Covid-19 ha puesto de manifiesto riesgos que hasta ahora habían pasado desapercibidos. A las empresas industriales, el objetivo de minimizar costes las llevaba a descomponer su actividad productiva en largas cadenas de valor y llevar a cabo cada fase de esa cadena allí donde era más barato producirlo. Lo mismo ocurría con la compra de consumos intermedios. Como consecuencia de ello, se han creado “clusters” de suministradores en áreas o países que aprovechaban sus ventajas comparativas y economías de escala para reducir costes y suministrar a bajo precio. Sin embargo, esto ha llevado también a una importante concentración del riesgo por dependencia de proveedores únicos, de forma que, si falla la fuente de suministro, se paraliza toda la cadena de producción. Muchas industrias no fueron capaces de ver la vulnerabilidad de este sistema de producción.

Por ello, con independencia de la duración y profundidad de la crisis a corto plazo, veremos, una vez pasada la fase aguda de la crisis, **una revisión completa de las vulnerabilidades de las cadenas de valor y una diversificación de las fuentes de suministro**. Esta distribución del riesgo, este aseguramiento, como en todo seguro, pagará una prima que, en este caso, tomará la forma de aceptar unos mayores costes en la cadena de producción a cambio de garantizar su funcionamiento.

En segundo lugar, **está el impacto sobre la disponibilidad de los recursos humanos**. El Covid-19 no es la primera epidemia global, aunque sí la que más repercusión ha tenido. Anteriormente sufrimos el SARS (2002-2003), la gripe aviar (2005), MERS (2012)... a las que no se le prestó la debida atención pues sus efectos fueron limitados. La epidemia actual ha forzado a buscar formas de trabajo alternativas a la presencial, algo que la tecnología ya permitía desde hace tiempo pero que no se habían ensayado a gran escala. La epidemia actual va a producir dos efectos. El primero de ellos es que se testará hasta donde se puede llegar con el teletrabajo y otras formas de trabajo no presencial, y la segunda es que las empresas deberán elaborar planes de contingencia para mantener al máximo su actividad en caso de que se repita esta situación.

3. ¿Qué hacer? La respuesta de política económica

En estas circunstancias, **el objetivo de política económica es mantener activo la mayor parte posible del tejido productivo**, de forma que esté listo, en las mejores condiciones posibles, para recuperar su ritmo de actividad cuando pase la emergencia sanitaria. Ésta es, además, la única manera de contener el impacto sobre el empleo.

La mayor parte de las medidas que hay que tomar, tienen impacto presupuestario. Por ello, en su comunicación del viernes 13 de marzo, la Comisión Europea señaló que “propondría al Consejo aplicar la máxima flexibilidad que permite el Pacto de Estabilidad para que se puedan poner en marcha las medidas necesarias para contener el virus y sus efectos socioeconómicos negativos”. En este mismo sentido se pronunció el Eurogrupo el pasado lunes 16.

Por tanto, cualquier medida que, aun suponiendo un gasto fiscal importante, esté relacionada directamente con la contención de la propagación del virus o de sus efectos económicos, **y siempre que sea temporal**, es compatible con las reglas fiscales europeas mientras no comprometa la estabilidad financiera del Estado miembro a largo plazo.

Medidas de política económica a nivel nacional

Todos los países están poniendo en marcha medidas de política económica centradas en tres objetivos:

- **Primer objetivo: dotar de liquidez a las empresas (apoyo financiero transitorio)**

Ante la caída de la actividad, las empresas perderán ingresos con los que hacer frente al pago de nóminas y otros gastos y no podrán acudir a la financiación habitual del sistema financiero, ya que el deterioro de su situación financiera les impedirá el acceso al crédito. **El Estado deberá “prestar” esa capacidad** al tejido empresarial para evitar su destrucción ante una situación que, en principio, es temporal. Se trata de crear un puente de liquidez hasta que la situación se normalice, ¿cómo hacerlo?:

- a) **Aplazamientos tributarios:** En la práctica suponen un **préstamo a tipo cero** a las empresas. Mientras dura el aplazamiento, el Estado tendrá que suplir la falta de ingresos con emisión de deuda pública.

En esta línea, el Gobierno aprobó el RDL 7/2020 de 12 de marzo un conjunto de medidas en esta dirección. Los aplazamientos están limitados a empresas con menos de 6 millones de facturación, tienen una carencia de intereses de demora de tres meses, el plazo de aplazamiento es de seis meses y sólo aplica a deudas tributarias inferiores a 30.000; para deudas superiores hay que garantizar la deuda.

- b) **Financiación a través de agencias financieras del Estado:** Todos los Gobiernos disponen de Agencias financieras (KfW en Alemania, ICO en España) con la misma solvencia que el Tesoro y a las que se puede instruir la realización de operaciones de crédito que normalmente no realizaría la banca privada.

En la actualidad existen fundamentalmente dos líneas ICO de apoyo a empresas: Línea ICO empresas y emprendedores (financia inversiones y circulante) y la Línea ICO Crédito Comercial (descuenta facturas). Ambas funcionan de forma similar y otorgan una financiación máxima de 12,5 millones por empresa. Estas líneas se colocan en el mercado a través de intermediarios financieros que corren con el riesgo de crédito de la operación. En 2019, el ICO otorgó financiación a empresas – especialmente PYME – por valor de unos 5.000 millones de euros.

El Gobierno ha aprobado **la ampliación en 10.000 millones** de estas líneas; no se tiene noticia de que se vayan a cambiar las condiciones actuales o que se garanticen una parte del riesgo crediticio.

- c) **Avales públicos a los préstamos otorgados por el sistema financiero al tejido productivo:** Los bancos no pueden prestar a las empresas si se deteriora su solvencia financiera. **La única forma de mantener el crédito es garantizar las posibles insolvencias con el Estado.** Sin embargo, al mismo tiempo, es necesario garantizar que la financiación es adicional, fundamentalmente para circulante y, además, la garantía no puede ser del 100% para evitar problemas de riesgo moral.

Alemania ha establecido avales sin límite de volumen y hasta el 80% del importe del préstamo por importe de 500.000 millones de euros; el Reino Unido ha creado una línea de avales de 330.000 millones de libras, para capital circulante y con garantía de hasta el 80%; Francia otorgará avales por 300.000 millones de euros; en España el Gobierno ha acordado una línea de avales de hasta 100.000 millones de euros cuyas condiciones se establecerán por acuerdo de Consejo de Ministros. En estos momentos se baraja que las coberturas se sitúen en tre el 50% y el 80% de los créditos.

- d) **Otras medidas:** Algunos países han introducido medidas adicionales tales como aceleración de las devoluciones de IVA, reducir plazos de pagos de las administraciones públicas, o líneas de crédito o aval específicas para sectores especialmente vulnerables.

- **Segundo objetivo: Mantener los puestos de trabajo**

El mercado de trabajo requerirá flexibilidad para adaptarse a las circunstancias excepcionales de la emergencia sanitaria, garantizar la menor pérdida posible de empleos, así como facilitar la rápida recuperación del empleo una vez que la situación se normalice. Para ello, las posibles medidas son:

- a) **Reducción temporal de plantillas y de jornadas:** En España, el Gobierno ha tomado ya medidas para flexibilizar la aprobación de ERTE (expedientes de regulación temporal de empleo) y la reducción de jornadas. Entre ellas: consideración de la caída de actividad como fuerza mayor; se hace cargo de las cotizaciones sociales; otorgamiento de la prestación contributiva, aunque no se cumplan los requisitos; reducción de plazos; flexibilización de trámites, etc. Con ello se pretende facilitar la supervivencia de la empresa, sostener las rentas de los trabajadores y evitar la extinción de los contratos laborales.
 - b) **Fomento del teletrabajo:** No se aplicarán las normas sobre seguridad e higiene en el trabajo de forma temporal.
 - c) Las medidas aprobadas no incluyen herramientas para facilitar el descuelgue de las empresas de los convenios colectivos por las mismas causas que se facilitan los ERTE ni una mayor flexibilidad para distribuir la jornada laboral a lo largo del año.
 - d) Tampoco contienen las medidas anunciadas reducción de cotizaciones sociales para empresas más allá de lo recogido en el RDL 7-2020 para los trabajadores con contratos fijos discontinuos.
- **Tercer objetivo: Mantener y recuperar la actividad:**

El **descenso de actividad durante el segundo trimestre del año va a ser histórico**. Se debe hacer lo posible para mantener la actividad durante este período y para, posteriormente, asegurar una rápida recuperación.

En este sentido actúan las medidas tomadas por el Gobierno para el sostenimiento de rentas: garantía de prestaciones por desempleo, nueva prestación para autónomos por cese de actividad, protección a familias vulnerables etc.

Pero **una vez se haya superado la emergencia sanitaria será preciso un impulso fiscal**, coordinado dentro del Eurogrupo, que garantice una rápida recuperación y disipe la incertidumbre.

Esta expansión fiscal se centraría en estimular el consumo y la inversión, sería rápida de poner en marcha y muy temporal para evitar problemas de sostenibilidad del déficit. El apoyo fiscal desaparecería en cuanto se vuelva a la normalidad y, a partir de entonces, podría retomarse la senda de ajuste del déficit público estructural.

Medidas de política económica a nivel europeo

La magnitud de la crisis es tal que es **precisa una actuación conjunta de la UE** para solventar el problema mediante apoyo mutuo. Hasta ahora, **ha predominado el componente nacional sobre el europeo**. Las actuaciones dentro de la Unión Monetaria para evitar una crisis de deuda como la que se vivió en la década pasada parecen especialmente necesarias.

- Banco Central Europeo:

En un primer momento, la posición del BCE fue objeto de críticas. La presidenta Lagarde provocó una violenta reacción en los mercados al declarar que no era misión del BCE reducir las primas de riesgo y evitar la fragmentación de la Zona Euro. A pesar del intento de rectificación posterior, la fragmentación ya había comenzado y las primas de riesgo se han incrementado significativamente en el último mes (Francia +42 bp, España +77 bp, Portugal +101 bp, Italia +145 bp, Grecia +268 bp).

A lo anterior se añadían críticas sobre la cuantía **de las medidas monetarias** puestas por el BCE encima de la mesa, una extensión de los préstamos a los bancos a largo plazo (los famosos LTRO), y 120.000 millones de euros adicionales. Básicamente el BCE estaba diciendo, al contrario de la FED o el Banco de Inglaterra, que este es un problema que deben arreglar los gobiernos con políticas fiscales y de oferta, y **no le compete a la política monetaria**.

El día 17, la Reserva Federal anunció el lanzamiento de un programa específico de emergencia para comprar papel comercial (principal instrumento de financiación de las empresas de EE. UU. a corto plazo) por valor de más de un billón dólares.

Ante estos movimientos, el día 18 de marzo a última hora, el BCE decidió lanzar su propio programa de compra de activos por un volumen de **750.000 millones de euros**. El programa aumentaba así en volumen y flexibilidad, tanto geográfica como de tipos de activos que puede ser adquiridos. Esta medida ha supuesto un inmediato alivio en las primas de riesgo y la señalización de que **el BCE hará de nuevo lo necesario para preservar la Unión Monetaria**.

- Eurogrupo, las reglas fiscales:

En su comunicado del lunes 16 de marzo, el Eurogrupo reconoce que el impacto presupuestario de la crisis será profundo y, por tanto, se utilizará toda la flexibilidad que otorga el Pacto de Estabilidad y Crecimiento para adecuar las reglas fiscales a la situación. En este sentido se dejarán actuar plenamente a los estabilizadores automáticos (incremento de gastos de desempleo y reducciones de los ingresos tributarios debidos a la caída de actividad) y no se tendrán en cuenta los gastos fiscales extraordinarios que origine la epidemia a la hora de verificar el cumplimiento de las normas fiscales derivadas del Pacto de Estabilidad. Se acuerda también que la Comisión Europea pueda utilizar la cláusula de escape del pacto de Estabilidad, que, en esencia, permite ante hechos extraordinarios suspender la aplicación de las reglas fiscales.

El comunicado, sin embargo, **no propone ninguna iniciativa europea de calado**, ni la coordinación de un impulso fiscal para recuperar la actividad cuando la emergencia concluya, ni el respaldo de la Unión a las necesarias emisiones de deuda que requerirán los paquetes de apoyo. Sin embargo, la canciller alemana ha parecido abrir la puerta, por primera vez, a algún tipo de iniciativa en este sentido.

En definitiva, la posición del Eurogrupo hasta la fecha ha sugerido que **cada país actúe por su cuenta**, en función de sus recursos y Europa mirará temporalmente a otro lado durante un tiempo en materia de reglas fiscales.

No obstante, mañana está prevista una nueva reunión del Eurogrupo para analizar posibles actuaciones de emisión de deuda con cobertura europea.

- **Comisión Europea y BEI:**

Desde el punto de vista presupuestario el margen de la Comisión europea es muy escaso, el Presupuesto de la Unión es solo el 1% del PIB de la UE, y la mayor parte se gasta en agricultura y política regional. Por ello, el aporte financiero se limita a 37.000 millones de euros para la Iniciativa para Inversión en Respuesta del Coronavirus (para sanidad, PYME, y mercado laboral), y 28.000 millones adicionales para este fin de fondos regionales. La mayor parte de estas cantidades son fondos que se destinaban a políticas parecidas por parte de la UE. Por su parte, el BEI destinará 8.000 millones para préstamos para circulante. Como vemos, cantidades más escasas que en otros ámbitos geográficos, muestra de las limitaciones de la capacidad **financiera propia** de la Unión.

La labor más importante que desempeñará la Comisión es su función básica de **garantizar el pleno funcionamiento del mercado interior**. La ruptura de este es inevitable, ya que las medidas de contención del virus limitan la libre circulación de personas, mercancías y servicios, pero la Comisión ya ha advertido que debe hacerse de forma coordinada y temporal y con el mínimo impacto posible. De momento, frente a las dificultades iniciales, parece que las medidas de cierre de fronteras y control de material médico comienzan a coordinarse.

La Comisión se ha comprometido a **flexibilizar las reglas de ayudas de Estado** para los sectores más golpeados por la epidemia, para permitir subvenciones para el pago de nóminas y circulante, pero nuevamente la efectividad de la medida descansa en última instancia de la capacidad financiera de cada Estado miembro.

4. Conclusión: abróchense los cinturones



Nos enfrentamos a un nuevo desafío en materia económica del que no tenemos precedentes, ni en cuanto a las consecuencias en los agentes económicos, ni en cuanto a la eficacia de la política económica.



No sabemos aún que tipo de epidemia es el coronavirus, pero el escenario central es que sea estacional y de relativamente corta duración.



El impacto este año va a ser una recesión muy profunda en el segundo trimestre del año, seguido de una recuperación que dependerá de la duración de la crisis y de la política económica que se aplique.



A corto plazo, el impacto será mayor que en la Gran Recesión, pero es una crisis de naturaleza distinta: no hay sobreendeudamiento, ni desequilibrios macroeconómicos que corregir, por lo que su salida en principio debería ser más fácil.



La estructura económica de España la hace algo más vulnerable a este tipo de shocks que otras economías, el impacto es muy sensible a los meses que dure el estado de alarma.



La respuesta de política económica a nivel nacional está siendo muy parecida: liquidez, sostenimiento de rentas y ciertas flexibilidades laborales. No incluye de momento más políticas de oferta ni la coordinación de un impulso fiscal.



A nivel europeo el BCE ha pasado a la acción después de su postura inicial. El Eurogrupo no ha coordinado una respuesta europea, pero ha permitido flexibilidad en función de la capacidad de cada Estado miembro.



En definitiva, el escenario central es un shock muy agudo, de corta duración y de rápida salida, pero los escenarios alternativos, de mayor duración en el tiempo son muy peligrosos. Es esta incertidumbre lo que explica el comportamiento de los mercados financieros.



[kpmg.es](https://www.kpmg.es)

© 2020 KPMG, S.A., sociedad anónima española y miembro de la red KPMG de firmas independientes, miembros de la red KPMG, afiliadas a KPMG International Cooperative (“KPMG International”), sociedad suiza. Todos los derechos reservados

La información aquí contenida es de carácter general y no va dirigida a facilitar los datos o circunstancias concretas de personas o entidades. Si bien procuramos que la información que ofrecemos sea exacta y actual, no podemos garantizar que siga siéndolo en el futuro o en el momento en que se tenga acceso a la misma. Por tal motivo, cualquier iniciativa que pueda tomarse utilizando tal información como referencia, debe ir precedida de una exhaustiva verificación de su realidad y exactitud, así como del pertinente asesoramiento profesional.

KPMG y el logotipo de KPMG son marcas registradas de KPMG International Cooperative (“KPMG International”), sociedad suiza.