



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

Actualización
hasta el 26 de abril

Abril 2020

kpmg.es

1 Evolución de la epidemia

Cada país está ya desvelando sus planes para la reapertura.

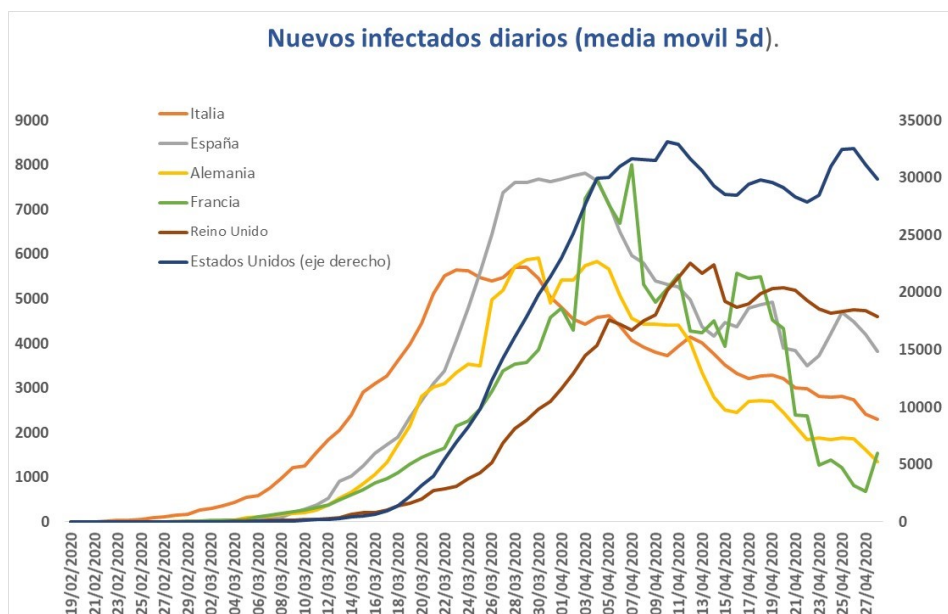
Todos los gobiernos están detallando los planes para la reapertura. Como cabía esperar esta será más rápida en aquellos países que se han visto menos afectados por la epidemia en términos de contagios y de fallecimientos.

La apertura será gradual, dejando para el final aquellos sectores que implican mayores movimientos y concentración de personas, como restauración, ocio, turismo, etc. Por tanto, aquellas economías en las que estos sectores representan una parte más importante de su PIB verán una reapertura más lenta.

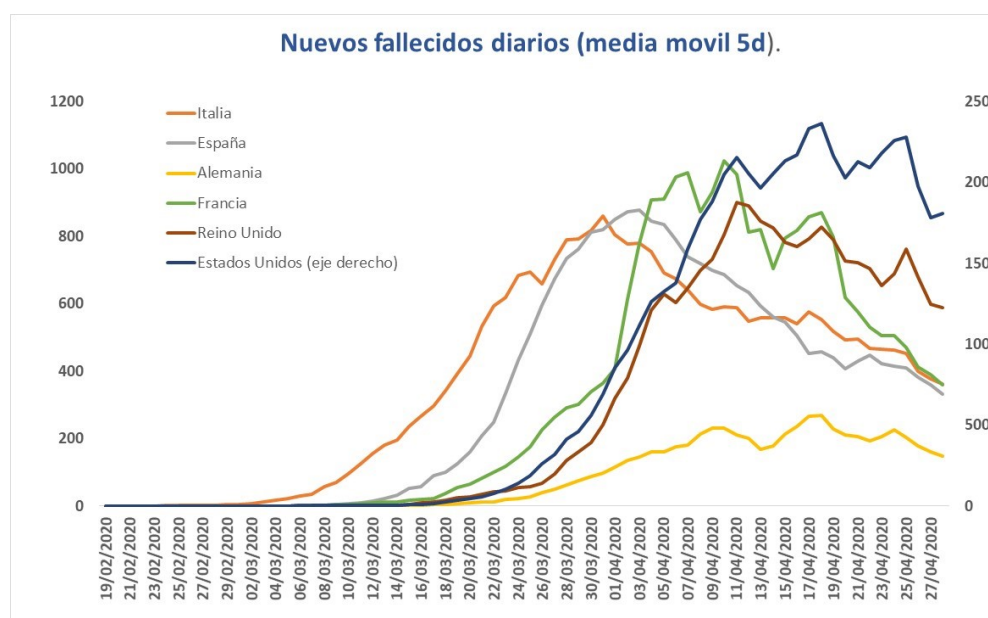
En España, la reapertura se realizará en cuatro fases y diferenciando territorialmente. De cumplirse sin contratiempos el calendario, el impacto del cierre habría sido, en primer lugar, de una paralización de la actividad de entre el 30% y el 40%, durante casi dos meses (incluyendo 13 días de paralización por encima del 60%); y, además, casi otros dos meses, hasta finales de junio, con restricciones cada vez menores. En todo caso, esta “nueva normalidad” no implica volver a la situación previa al 13 de marzo. Ello nos lleva a pensar que el impacto total de la contracción del PIB en España estará en torno al 10% y el déficit público incluso por encima de esa cifra. Todo ello, siempre y cuando no se produzca un rebrote que obligue a imponer nuevos aislamientos.

Evolución de la epidemia

- Se **mantienen las tendencias** de las últimas semanas: en general la epidemia se va controlando poco a poco en la mayoría de los países.
- Ya se han registrado oficialmente **3,1 millones de contagios** y **218.000 fallecidos**.
- En todos los países **la curva de ascenso de contagios es más rápida que la de descenso, y ello a pesar de las medidas de aislamiento**. A largo plazo todos los países terminarán convergiendo en el número de contagios y de fallecimientos, salvo rápido desarrollo de una vacuna o de un tratamiento eficaz. Por ello, un mejor comportamiento en las fases iniciales no significa que no puedan extenderse los contagios en el futuro, aunque, al reducir el stress sobre el sistema sanitario, puede reducir la tasa de mortalidad. Además, hasta que se encuentre una vacuna o un tratamiento eficaz, siempre existe la amenaza de un rebrote.
- En **China** puede haber surgido un segundo brote en Harbin, pero no ha habido ningún reflejo de esto en las cifras oficiales.
- En **Estados Unidos** sigue sin haber una clara tendencia a la reducción en el número de contagios, al extenderse la epidemia a otras zonas del país.



- **Todos los países europeos presentan ya curvas claramente** descendentes en contagios, salvo quizás Italia, partiendo de la base de que las cifras son fiables y comparables. Alemania habría controlado mejor el número de contagios y desciende a partir del pico a buen ritmo. En el extremo opuesto estarían Italia y España, en las que se observa cierto estancamiento quizá por el aumento en el número de tests realizados en los últimos días. En número de fallecidos los países europeos presentan pendientes de descenso muy similares, salvo Alemania que, partiendo de niveles mucho más bajos, sin embargo, no presenta una tendencia clara.



- En **España**, FEDEA ha publicado un estudio según el cual el número real de infectados el 26 de abril estaría en torno a 1,2 millones de personas, y el de fallecidos, en más de 38.000 (frente a las 23.000 oficiales, un 65% más). Seguramente estudios similares arrojarían resultados muy parecidos en el resto de los países.

2 Estimación del impacto de la epidemia sobre la economía.

¿Qué expectativas tienen los gestores empresariales?

Los datos de la economía real tardan en recopilarse, verificarse y ser publicados. Por ello aún tenemos muy pocos datos del impacto de la crisis en los diferentes sectores y en la economía en su conjunto para la mayoría de los países.

Lo que sí tenemos, son los índices que se basan en encuestas realizadas a los gestores empresariales. Uno de los más seguidos es el **índice PMI** (Purchasing Managers Index). Mensualmente se realizan encuestas a los gestores de las cadenas de valor de empresas y sectores representativos de la economía privada. Generalmente éste es **un buen indicador adelantado de la situación de un sector o de la economía** en su conjunto. Por propia construcción, si el índice se sitúa por encima del valor 50, indica expansión; y, por debajo, contracción. El índice sólo compila respuestas subjetivas a un conjunto de preguntas y, además, no cubre algunos sectores económicos, ni al sector público. Por ello, sus resultados no permiten afinar a la décima la evolución de la economía, pero sí resulta muy representativo de las expectativas empresariales y de la dirección que se espera de la economía en su conjunto.

Las siguientes tablas reflejan la evolución de los **PMI de servicios, industria y conjunto de la economía desde enero hasta abril** (cuando hay datos disponibles).

	PMI Composite							
	China	EE.UU.	Euro Zona	Alemania	Francia	Italia	Reino Unido	España
ene-20	51,9	53,3	51,3	51,2	51,1	50,4	53,3	51,5
feb-20	27,5	49,6	51,6	50,7	52,0	50,7	53,0	51,8
mar-20	46,7	40,9	29,7	35,0	28,9	20,2	36,0	26,7
abr-20		27,4	13,5	17,1	11,2		12,9	
Dif ene-abr		25,9	37,8	34,1	39,9		40,4	

Como se puede observar, **las principales economías se encontraban claramente en expansión a principios de año**. Si los datos de **China** son fiables, febrero fue el peor mes para la economía asiática, que se siguió contrayendo en marzo, pero ya de forma mucho más suave. En **Europa**, el impacto de la epidemia no llega hasta marzo, pero en abril se ha agudizado hasta niveles desconocidos. Un PMI 11 o 12 marca una extraordinaria contracción de la economía. **Alemania**, estaría experimentando un descenso de actividad algo menor que **Francia**. Aún no tenemos los índices de abril de **Italia y España**, pero en marzo ya eran peores que los de otros países europeos. Esto marcaría, como se esperaba, una contracción más severa en el sur más turístico que en el norte más industrial. En **Estados Unidos** la pandemia ha tardado en llegar y las medidas de aislamiento no han sido tan restrictivas como en Europa. Ambas cosas se muestran en el PMI: en marzo desciende, pero menos que en Europa y en abril el PMI compuesto es el doble que el europeo, aunque se sitúa en un bajísimo 27. Todos estos valores son históricamente bajos.

El sector industrial se ha visto relativamente menos afectado, a pesar de que a principios de año la industria estaba estancada. Ello puede verse en la siguiente tabla. Alemania, por ejemplo, que aún arrastraba a principios de año la contracción de su sector industrial de 2019, muestra un descenso en el PMI de “apenas” 11 puntos en abril desde enero y 14 desde su máximo en febrero. Un descenso muy inferior a los 34 puntos de caída del índice que registra el conjunto de la economía alemana. Aunque Alemania es el caso más acusado, en todos los países hay un comportamiento del sector industrial relativamente mejor que del resto de la economía. De hecho, en China, según sus datos, se observaría ya en marzo el fin de la contracción industrial.

	PMI Industrial							
	China	EE.UU.	Euro Zona	Alemania	Francia	Italia	Reino Unido	España
ene-20	51,1	51,9	47,9	45,3	51,1	48,9	50,0	48,5
feb-20	40,3	50,7	49,2	48,0	49,8	48,7	51,7	50,4
mar-20	50,1	48,5	44,5	45,4	43,2	40,3	47,8	45,7
abr-20		36,9	33,6	34,4	31,5		32,9	
Dif ene-abr		15,0	14,3	10,9	19,6		17,1	

Por su parte, en el **sector servicios** ocurre lo contrario. En todas las economías estaba en fuerte expansión en enero, y, a medida que impacta la epidemia y se toman medidas de aislamiento, el sector se derrumba. Como el sector servicios es el que más pesa en todos los países, su caída arrastra al conjunto de la economía.

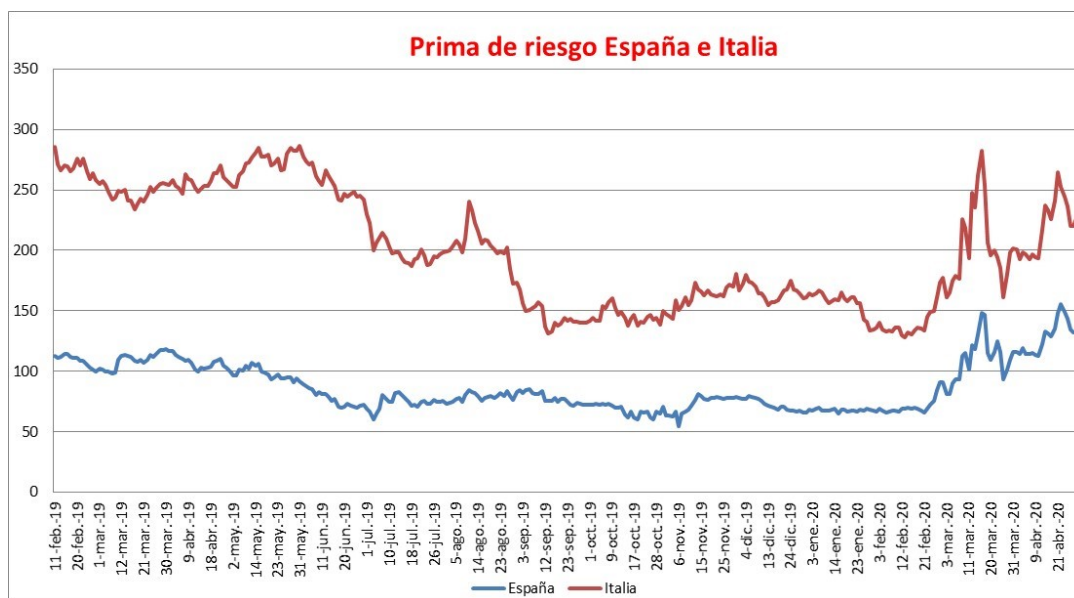
	PMI Servicios							
	China	EE.UU.	Euro Zona	Alemania	Francia	Italia	Reino Unido	España
ene-20	51,8	53,4	52,5	54,2	51,0	51,4	53,9	52,3
feb-20	26,5	49,4	52,6	52,5	52,5	52,1	53,2	52,2
mar-20	43,0	39,8	26,4	31,7	27,4	17,4	34,5	23,0
abr-20		27,0	11,7	15,9	10,4		12,3	
Dif ene-abr		26,4	40,8	38,3	40,6		41,6	

La conclusión que podemos extraer del análisis de los PMI, es que **las previsiones no van desencaminadas**. El sector servicios está sufriendo mucho más que el industrial, y por tanto las economías más basadas en la industria tendrán un comportamiento relativamente mejor. Queda por saber si la recuperación de los servicios será también más lenta. Lo lógico es pensar que será así, ya que es un sector que depende más de la movilidad de las personas, está más atomizado y el impacto de la pandemia esta siendo superior. Si las cifras de marzo de China son correctas, esto ya se está observando en la economía asiática.

Segunda intervención del BCE.

En apenas algo más de un mes **el BCE se ha visto obligado a intervenir dos veces en el mercado de deuda**. El 18 de marzo, las primas de riesgo de la periferia alcanzaron cotas elevadas (la española se situó en 148 pb) lo que obligó al BCE a lanzar el Programa de Emergencia de Compra de activos por la Pandemia por valor de 750.000 millones de euros que estabilizó momentáneamente los diferenciales de deuda. El 22 de abril, se produjo una acumulación de malas noticias: las previsiones cada vez más

negativas del impacto de la crisis, especialmente para el sur de Europa, el desplome del precio del petróleo, la falta de acuerdo en el Consejo Europeo sobre el fondo de reconstrucción, y los datos de déficit corregidos por Eurostat. Ello llevó a que las primas de riesgo de la periferia de la UE volvieran a elevarse a niveles superiores a los que obligó al BCE a la actuación de marzo.

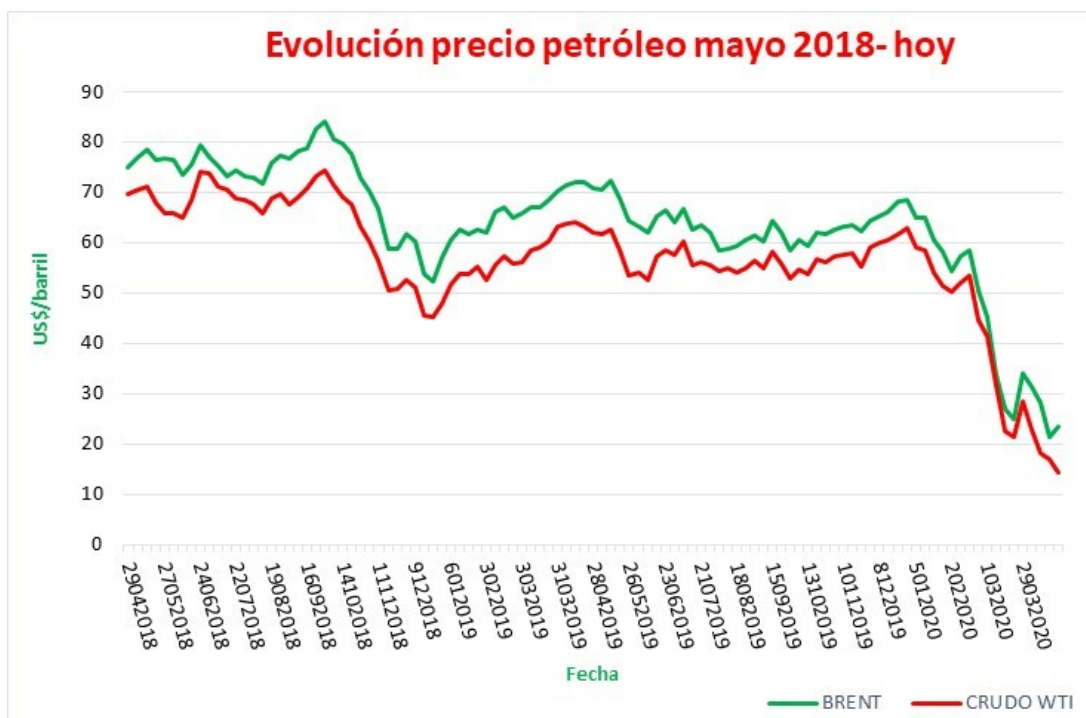


Y el BCE volvió a estabilizar el mercado. Pero de estas dos intervenciones han quedado claras varias cosas. La primera, es que **el mercado no considera que los niveles actuales de prima de riesgo sean los correctos para el estado de sostenibilidad de la deuda pública de España e Italia**. Sólo la amenaza de intervención del Banco Central Europeo evita la dispersión de las rentabilidades de la deuda pública de la Eurozona. Y, en segundo lugar, que, **al menos de momento, el BCE va a seguir haciendo "whatever it takes" para mantener la cohesión**.

La principal cuestión es hasta cuando seguirá interviniendo el BCE sin condiciones. Primero Trichet y luego Draghi ya llevaron los estatutos de la institución al límite para mantener unida a la Eurozona. En estos momentos de aguda crisis sanitaria es impensable que no continúe haciendo esta política. Pero el bajo crecimiento potencial y el alto endeudamiento de Italia, junto al elevado déficit estructural de España hacen que exista en los mercados una mala percepción de la sostenibilidad de su deuda. A esto se le añade que ambas economías quedarán más tocadas durante la crisis, y que, por tanto, su sistema financiero y su base fiscal se debilitarán más que las de los demás países. Esta situación tensionará antes o después a los órganos de Gobierno del BCE y, en algún momento, algunos miembros exigirán que para que el BCE continúe su política de compras habrá que exigir a algunos países mayores dosis de realismo. Pero nada de esto, en principio, ocurrirá hasta que la fase aguda de la crisis se haya superado.

Precios del petróleo negativos

El 21 de abril, **por primera vez en su historia, barril de West Texas llegó a cotizar con precios negativos**, hasta -38 dólares el barril. Es decir, al comprador se le pagaba dinero por adquirir los barriles de petróleo americano. Esta anómala situación no había ocurrido nunca en la historia. ¿Qué estaba pasando? ¿Cómo se explican unos precios negativos del petróleo?, y sobre todo ¿qué nos dicen estos precios de la situación de la economía mundial y cómo puede esto afectar a la economía española?



El episodio del precio negativo fue corto; al día siguiente el mercado volvía a cotizar con precios positivos. Pero es interesante analizar lo que pasó, pues es un síntoma de las tendencias subyacentes del mercado de petróleo y de la economía mundial. El mercado de petróleo West Texas a corto plazo es un mercado con entrega física. Es decir, se compra y se vende el barril a un plazo breve, y el vendedor está obligado a entregar físicamente la cantidad comprometida a una fecha determinada, y los compradores a aceptarla. El 21 de abril, muchos compradores se encontraron con que tenían que recibir el petróleo y no tenían capacidad suficiente para almacenarlo. Estaban largos de petróleo y cortos de almacenamiento. La solución era venderlo antes de que se produjera la entrega. Pero, al hacerlo a la vez todos los que estaban en esta situación, el precio bajó primero hasta cero y, luego, desesperados por deshacerse del petróleo como fuera, empezaron a pagar porque alguien se llevara el petróleo que no podían almacenar. Pasada la fecha de entrega el petróleo volvió a precios positivos, aunque a niveles mucho más bajos.

Este episodio muestra que, a nivel mundial, hay un exceso de oferta de petróleo mayor del inicialmente previsto. El 7 de abril, la Agencia Internacional de la Energía (AIE) publicaba sus previsiones a corto plazo. Para el mes de abril, esperaba una producción de 99 millones de barriles diarios, de los que aproximadamente los países de la OPEP producen un tercio y fuera de la OPEP se extraen dos tercios (destacando entre estos últimos los 19 millones de barriles diarios de EE. UU., los 11,5 millones de

barriles de Rusia, los 5,6 de Canadá y los 4,7 de China). Por su parte la demanda, según la AIE en abril se situaría en torno a los 83 millones de barriles al día, unos doce millones de barriles menos que en febrero. En ese contexto, la reducción de la producción de casi 10 millones de barriles al día que habían acordado Arabia Saudita y Rusia, con el impulso de EE.UU. estabilizaría el mercado.

Pero la contracción de la economía mundial está siendo mayor de lo inicialmente esperado y con ello la caída de la demanda. La consecuencia es que la demanda se está debilitando por encima de lo previsto y los stocks no paran de crecer. La producción de petróleo no se puede reducir fácilmente, sobre todo los pozos en tierra. La consecuencia es que el mercado está inundado de petróleo y el almacenamiento escasea, por eso los precios se desploman. A medio plazo, todo se corregirá, la producción se ira ajustando, y con la recuperación económica la demanda también irá creciendo, pero a corto, los precios bajos son un síntoma de la fuerte recesión que estamos viviendo. En estos momentos, el West Texas cotiza a algo más de 10 dólares y el Brent a 19 dólares el barril, precios excepcionalmente bajos.

Pero los bajos precios del petróleo, **¿no ayudan a la recuperación económica a los países importadores como España? Sólo parcialmente**, ya que ahora no estamos consumiendo mucho petróleo al tener buena parte de nuestro transporte parado. No sirve de gran cosa que baje el precio de algo que se necesita escasamente en estos momentos. Sin embargo, también tiene efectos negativos. Las industrias petroleras de Estados Unidos están en una situación financiera difícil, y es muy probable que se vayan a producir impagos y quiebras. Esto debilita al sector financiero de Estados Unidos, y al mundial, ya que las entidades financieras se prestan entre ellas y distribuyen el riesgo entre todas. Esto explica que ante la caída del precio del petróleo West Texas, hayamos visto una ampliación de las primas de riesgo del sur de Europa y hayan caído todas las bolsas.

Otra cuestión interesante sería cómo los bajos precios del petróleo pueden afectar a la financiación de las inversiones previstas en **energías renovables**, si estos son percibidos como permanentes por los inversores.

Fondo de Reconstrucción Europeo.

El Consejo Europeo empezó a trabajar en el diseño del Fondo de Reconstrucción.

Sobre la mesa había **dos propuestas**. La **propuesta española** que, en esencia, consistía en que la Unión europea emitiera 1,5 billones de euros en deuda perpetua garantizada, en última instancia, por los Estados miembros. Esta cantidad se entregaría a los estados miembros en forma de transferencias, y estos lo gastarían en programas nacionales respetando las prioridades europeas. Es decir, el gasto decidido a nivel nacional sería financiado por deuda europea y pagada por los Estados miembros en función de su aportación al presupuesto europeo.

Por su parte, **la Comisión**, más cercana a las tesis de Alemania y Países Bajos, prefería algo más cercano a un Plan Juncker 2. Es decir, la Unión emitiría alrededor de 300.000 millones de euros, que apalancaría inversiones del sector privado hasta 1,5 billones. Estos 300.000 millones se distribuirán, en parte, en transferencias y, en parte, en préstamos para sostener a empresas mediante financiación propia y ajena. Los Estados miembros debían devolver la parte recibida a través de esta financiación. La principal diferencia con el primer Plan Juncker es que no sería el BEI el principal instrumento para hacer llegar los fondos a los EE.MM. sino el Presupuesto Europeo a través de un vehículo especial y al amparo del Art. 122(2) del TFUE.

Ambos planes diferían en la cuantía, en quien era el deudor, en quien decidía el destino de los fondos y en los instrumentos utilizados.

El Consejo no llegó a un acuerdo, por lo que no se elaboraron conclusiones del mismo, sino que su Presidente hizo una declaración sobre cómo seguirían los trabajos. Así, **el Consejo mandató a la Comisión para que elaborara una propuesta mucho más cercana a las ideas iniciales de la Comisión que a la española para mediados de mayo.** La Unión, de forma temporal incrementaría, la capacidad presupuestaria de Bruselas desde el 1,2% del PIB europeo al 2%. Este incremento estaría en torno a los 250.000-300.000 millones de euros en dos o tres años, y se utilizaría en parte en transferencias y en parte en garantías para los EE.MM. Queda por determinar el porcentaje de ambos instrumentos y el cómo realizarlo.

Es quizás el momento de repasar **los instrumentos, además del BCE, que Europa está poniendo a disposición de España.** Del MEDE España puede pedir prestado el 2% de su PIB, es decir unos 25.000 millones. Del programa SURE, 100.000 millones en garantías para los programas de sostenimiento de rentas en el mercado de trabajo, le corresponderían a España unos 10.000-12.000 millones. El BEI pone en dinero fresco unos 25.000 millones, de los que a España le corresponderían unos 3.000 millones. Y del Fondo de Reconstrucción quizás le corresponda unos 35.000 millones entre transferencias, garantías y préstamos. Es decir, todo junto alcanzaría un total de 75.000 millones en instrumentos de muy distinta naturaleza. Al año, España emite unos 200.000 millones de deuda pública, y en 2020, con un déficit que sobrepasará los dos dígitos, al menos precisará emitir unos 120.000 millones más. Por tanto, todos estos programas apenas tendrán impacto macroeconómico, y será una vez más el BCE el que marque la diferencia con sus 750.000 millones en compras de activos, más la renovación de los programas de compra anteriores.

3 Conclusión: los datos van confirmando una contracción histórica



Los gobiernos están desvelando sus planes de apertura: graduales, diferenciando sectores y territorios, y muy vigilantes ante posibles rebrotes.



Los PMI nos muestran como la economía mundial estaba en expansión antes del Covid, impulsada especialmente por el sector servicios, mientras que la industria no acababa de despegar. La epidemia lo ha cambiado todo.



El efecto de la epidemia está siendo escalonado: primero Asia, después Europa y por último EE.UU.



El sector industrial se ve menos afectado por la epidemia y se recupera más deprisa. La recuperación será más lenta en los países más dependientes de los servicios, especialmente del sector turístico.



Los precios del petróleo siguen muy bajos, muestra de la debilidad de la demanda ante la profundidad de la crisis. Estos bajos precios pueden terminar afectando al sector financiero, mientras no suponen un gran alivio en estos momentos de baja demanda de transporte.



El BCE ha tenido que intervenir por segunda vez en los mercados de deuda. Sin esa intervención las primas de riesgo ya se estarían abriendo.



El Fondo de Reconstrucción Europeo no estará diseñado hasta mediados de mayo, y no parece que sea el instrumento que garantice la financiación de todos los EE.MM que algunos esperaban. La financiación de la deuda seguirá dependiendo esencialmente de la política del BCE.



[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.