

2

EL DESARROLLO GLOBAL DE LA CRISIS DEL COVID-19

2.1 La propagación del virus

La epidemia de SARS-CoV-2 (Covid-19) comenzó en China con los primeros casos detectados a finales de 2019 y, posteriormente, se expandió por todo el mundo, convirtiéndose finalmente en una pandemia. Se cree que la enfermedad surgió a principios de diciembre en Wuhan, capital de la provincia china de Hubei, y fue comunicada a la Organización Mundial de la Salud (OMS) el 31 de diciembre. En los primeros días de enero, el número de infectados en Hubei comenzó a crecer con rapidez y, el 23 de dicho mes, Wuhan impuso la cuarentena a sus habitantes. La propagación del virus fuera de este primer foco fue rápida, de modo que a finales de enero se habían detectado casos en todas las provincias chinas. La expansión internacional de la enfermedad supuestamente tuvo lugar por vía de los flujos internacionales de viajes turísticos o de negocios. Los primeros casos de contagio numeroso que se dieron a conocer fuera de este país asiático se produjeron en Italia y en Corea del Sur, y a principios de marzo de 2020 el virus se extendió con fuerza por Europa. La OMS, que el 30 de enero había calificado el brote de emergencia sanitaria internacional, lo declaró pandemia el 11 de marzo.

El número de contagios y fallecidos ha crecido de manera generalizada en todo el mundo durante los últimos meses. A pesar de los esfuerzos por combatir la enfermedad, la pandemia de Covid-19 supone un reto para la salud pública sin precedentes, por el gran número de contagios y de vidas que se está cobrando. A finales de junio se han infectado más de 9 millones de personas en todo el mundo y el cómputo global de fallecidos supera los 470.000 (véase gráfico 2.1). Entre las economías avanzadas, Estados Unidos acumula el mayor número de contagiados y de fallecimientos, seguido del Reino Unido, Italia, Francia y España. Entre las áreas emergentes, merecen mención especial varios países de América Latina (y, en particular, Brasil), región donde la epidemia llegó con cierto retraso pero que se ha convertido en el epicentro, al registrar el mayor porcentaje de contagiados del mundo en las últimas semanas. Estas cifras, no obstante, enmascaran diferencias en la fiabilidad de los datos entre países, por lo que su comparabilidad es limitada¹. Concretamente, resulta muy incierto el motivo por el que unos países se han visto más afectados que otros, aunque existen algunos factores que podrían explicar estas divergencias, como la estructura de edades y la densidad de la población²,

1 Véase, por ejemplo, el estudio realizado por Oke y Heneghan (2020).

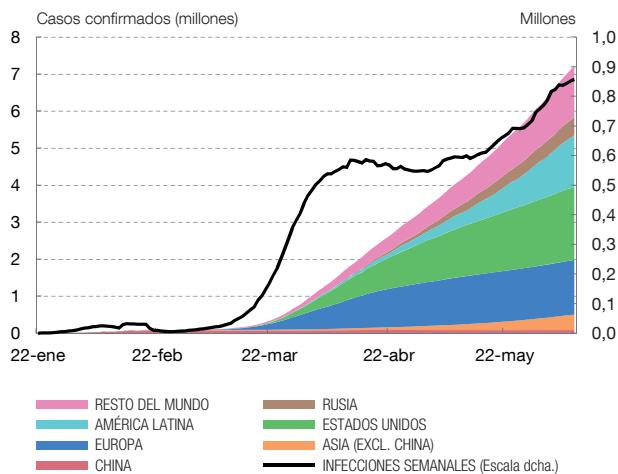
2 *Population Europe*, que es una red de centros de investigación demográfica, mantiene una extensa lista de artículos a este respecto.

Gráfico 2.1

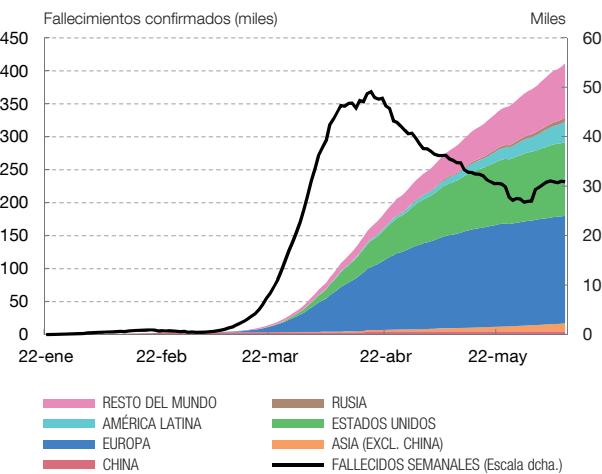
LA PANDEMIA DE CORONAVIRUS SE HA EXTENDIDO POR TODO EL MUNDO

La epidemia de coronavirus, que comenzó en la ciudad china de Wuhan a finales de 2019, se ha convertido en pandemia global, lo que ha obligado a introducir medidas de contención en todo el mundo.

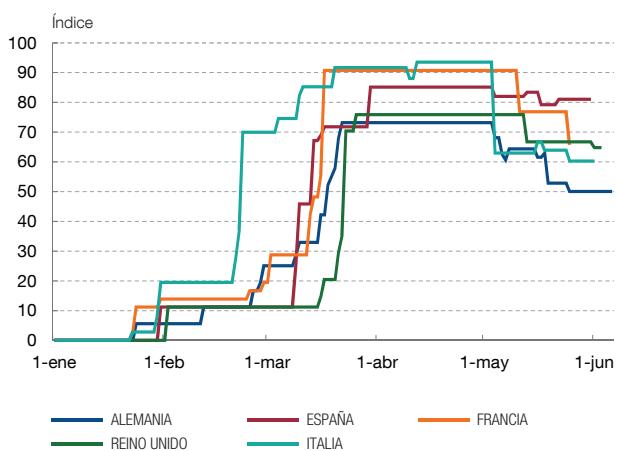
1 INFECCIONES TOTALES Y NUEVOS CASOS SEMANALES



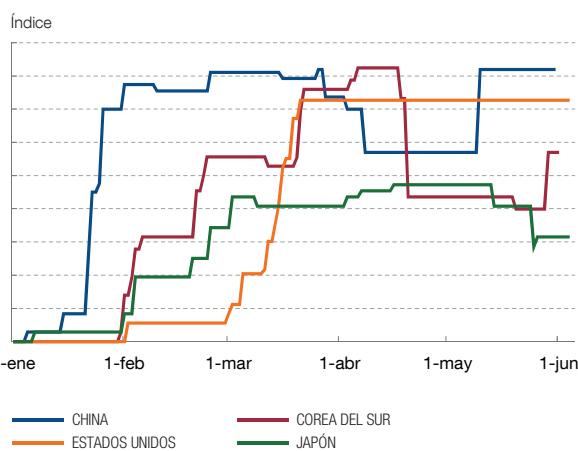
2 FALLECIDOS TOTALES Y DECESOS SEMANALES



3 ÍNDICE DE SEVERIDAD DEL CONFINAMIENTO: EUROPA



4 ÍNDICE DE SEVERIDAD DEL CONFINAMIENTO: RESTO DEL MUNDO



FUENTES: Johns Hopkins University - Coronavirus Resource Center y Oxford COVID-19 Government Response Tracker.



la idiosincrasia de los sistemas sanitarios y la capacidad de estos para acomodar el volumen de hospitalizados como consecuencia del virus, el grado de cumplimiento de las consignas generales de diagnóstico, distanciamiento e higiene³, entre otros.

En respuesta a la rápida expansión inicial de la epidemia en China, las autoridades de este país adoptaron algunas medidas estrictas de distanciamiento social. Estas medidas incluyeron el confinamiento domiciliario masivo de la población de

³ En el *Risk Assessment* del Centro Europeo para la Prevención y el Control de las Enfermedades (ECDC, por sus siglas en inglés) se comentan estos factores para los países europeos.

Wuhan y otras ciudades de la provincia de Hubei a finales de enero, lo que afectó a alrededor de 57 millones de personas. Posteriormente, estas restricciones se extendieron en distinta medida a otras ciudades y provincias. Por otra parte, los eventos multitudinarios y la actividad educativa se cancelaron, al tiempo que se cerraron las atracciones turísticas; asimismo, se decretó una extensión del período vacacional asociado a la festividad del Año Nuevo chino. En el ámbito de la actividad industrial, las fábricas situadas en los focos de contagio tuvieron que suspender la producción o limitarla considerablemente. Además, se establecieron medidas de prevención individual, tales como la desinfección, el uso de mascarillas o el distanciamiento físico.

Otros países fueron adoptando posteriormente medidas de contención con un elevado grado de heterogeneidad, aunque con prevalencia de los confinamientos domiciliarios y las restricciones a la movilidad a gran escala. Conforme el número de infectados comenzó a crecer rápidamente en otras áreas geográficas, las medidas de adoptadas en China se han ido replicando total o parcialmente en otros países⁴ (véase gráfico 2.1). En muchos países europeos y de América Latina o en la India se optó por un confinamiento estricto, donde la población no debía abandonar su vivienda —excepto para satisfacer las necesidades básicas de abastecimiento—, y toda la actividad económica no esencial se paralizó. En contraste, otras zonas geográficas adoptaron un enfoque centrado en la detección temprana de la enfermedad. En Corea del Sur, por ejemplo, tras la realización de test a gran escala, se identificó a las personas susceptibles de haberse contagiado y se les impuso una cuarentena de dos semanas. El grueso de la población, sin embargo, pudo continuar con la actividad cotidiana, sin restricciones generalizadas de la movilidad ni de la apertura de comercios. En todo caso, a pesar de las diferencias en las medidas adoptadas en los distintos países, existen a su vez tendencias comunes, como la reducción de actividades de contacto social, el fomento del teletrabajo y las medidas de higiene y de protección individual.

En aquellos países y regiones en los que la intensidad de la pandemia ha ido remitiendo, las autoridades han comenzado a poner en marcha planes de normalización de la situación social y económica. En la fecha de cierre de este Informe, las medidas de contención se han ido relajando progresivamente en un buen número de países desarrollados, aunque siguiendo estrategias heterogéneas. Con carácter general, estas estrategias están permitiendo una reactivación gradual de la actividad económica, al tiempo que mantienen las medidas de distanciamiento social (en particular, las relacionadas con la limitación de aglomeraciones). Los

4 Los índices de severidad del confinamiento mostrados en los gráficos toman valores entre cero (ausencia de medidas) y cien (medidas más extremas), y se construyen como una media simple de nueve subíndices: campañas de información pública, cierre de centros educativos y centros de trabajo, cancelación de eventos públicos, restricciones al número de asistentes a reuniones o concentraciones, cierre del transporte público, requisitos de confinamiento en la vivienda, limitaciones a la movilidad nacional e internacional. Para más información, véase Hale *et al.* (2020).

países asiáticos, que fueron los primeros en sufrir la epidemia, han sido también los primeros en relajar las medidas de contención. A mediados de marzo, China reanudó toda la actividad industrial y el día 24, comenzó a levantar el confinamiento en la provincia de Hubei. No obstante, se mantienen los controles de temperatura en el transporte público, en los centros de trabajo y en las escuelas primarias, así como los hábitos adoptados durante el confinamiento —como el teletrabajo, el uso de mascarillas o la distancia de seguridad—. Las universidades, sin embargo, continúan cerradas y las clases se imparten virtualmente, mientras que las actividades de ocio que implican aglomeraciones continúan restringidas. Por su parte, en Corea del Sur, donde no se impusieron medidas tan drásticas durante la fase de propagación del virus, las personas susceptibles de estar infectadas deben mantener una «cuarentena voluntaria» de dos semanas, controlada a través de los dispositivos móviles. En América Latina, pese a que el número de contagios sigue aumentando y el pico de la pandemia todavía no se ha alcanzado, algunos países han comenzado a relajar el confinamiento de la población, debido, en parte, al elevado coste económico y social de una economía paralizada, al alto nivel de informalidad en el mercado laboral y al menor espacio fiscal disponible para aplicar políticas expansivas.

En estos momentos, la enfermedad sigue avanzando en algunas zonas y preocupa su propagación, especialmente, en los países menos desarrollados y los posibles rebrotes en lugares donde ya había remitido la primera ola de contagios. La Organización Mundial de la Salud alertaba a finales de junio que la pandemia se estaba acelerando y elevando el número de contagios, especialmente en el continente americano. Y existe el riesgo de que la epidemia se intensifique en zonas geográficas con sistemas sanitarios menos preparados, como es el caso de África. Aunque se han logrado progresos en la investigación para hallar un tratamiento eficaz y una vacuna contra el virus, los procesos son complejos y todavía no se vislumbra un horizonte temporal claro. Por otro, la experiencia de epidemias anteriores sugiere que no ha de descartarse la posibilidad de que haya rebrotes tras el levantamiento de las medidas de contención⁵ en lugares donde la epidemia ya estaba bajo control, tal y como ha sucedido en las últimas semanas en zonas concretas de China, en Corea del Sur o en Alemania.

2.2 El impacto económico inicial a escala global

El PIB mundial creció un 2,9% en 2019, la tasa más baja desde la crisis financiera global y siete décimas inferior a la de 2018. La desaceleración fue generalizada, en gran medida como consecuencia de las tensiones comerciales y el aumento de la incertidumbre —que afectaron, en particular, al comercio, a la inversión y a las manufacturas—, mientras que el sector servicios y el consumo privado

⁵ Dos ejemplos notables los constituyen la pandemia de gripe de 1918 y, más recientemente, el virus H1N1 en 2009. Véanse Jordan (2019) y Nelson *et al.* (2010), respectivamente.

mantuvieron un mayor dinamismo, gracias al buen comportamiento del empleo y al apoyo de políticas expansivas de demanda. En los últimos años, el crecimiento económico global se ha sustentado en políticas de demanda extraordinariamente expansivas, en un contexto en el que la tasa de crecimiento potencial a escala global mantenía una senda descendente. No obstante, a finales de 2019 se observaban señales de estabilización en la economía mundial, debido, en parte, a los avances en el ámbito comercial tras la consecución de un primer acuerdo comercial entre Estados Unidos y China.

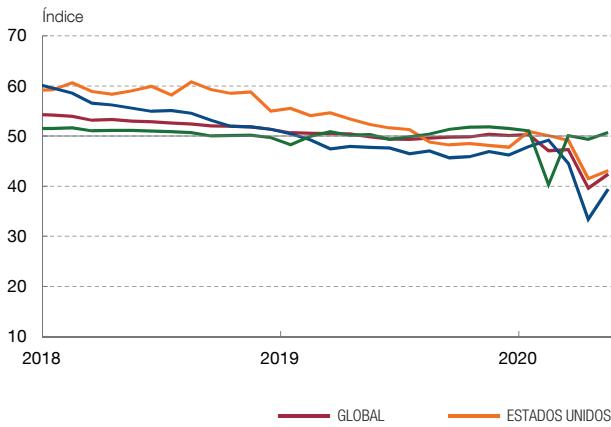
La expansión de la pandemia y las medidas de contención han alterado de forma abrupta la evolución económica global. La necesidad de frenar la propagación de la enfermedad y de evitar el colapso de los sistemas sanitarios llevaron a la mayoría de los países afectados por la pandemia a imponer restricciones severas a la movilidad de las personas y al desempeño de la actividad económica. La evidencia disponible muestra que la actividad y el empleo sufrieron una caída muy pronunciada, generalizada por zonas geográficas y particularmente intensa en el sector servicios (véase gráfico 2.2) y en aquellos países que habían introducido medidas de contención más drásticas. En el primer trimestre, el PIB de China, que fue la primera economía afectada, se redujo un 9,8 % en tasa intertrimestral (una caída del 6,8 % en términos interanuales, frente a un aumento del 6 % en el trimestre anterior). A su vez, en enero y febrero la producción industrial, las ventas minoristas y la inversión acumularon descensos de entre el 15 % y el 25 %, si bien en marzo, abril y mayo estos indicadores ya comenzaron a recuperarse. En el resto de las economías afectadas por la pandemia, de manera análoga a lo observado antes en China, el impacto del Covid-19 y de las medidas adoptadas se ha ido materializando en un deterioro muy marcado de la actividad, ya perceptible de forma parcial en los datos del PIB del primer trimestre y, especialmente, en los indicadores del segundo trimestre. Un ejemplo de lo anterior son los índices PMI de abril, que registraron la caída más acusada de su historia, en particular en el sector servicios. Conforme se relajaban las medidas de contención, estos indicadores han ido repuntando en mayo, pero aún no han recuperado los niveles de principios de año. Por componentes de demanda, el retroceso fue particularmente intenso en los indicadores de consumo y de turismo, y, por ramas productivas, en el transporte de viajeros, en las actividades de ocio y en otros servicios relacionados, actividades cuyo peso conjunto en la actividad es elevado. La destrucción de empleo ha sido especialmente acusada en Estados Unidos, donde la tasa de paro aumentó 10,3 puntos porcentuales (pp) entre marzo y abril, y alcanzó el 14,7 % —el máximo nivel desde 1940—, aunque en mayo se moderó, hasta situarse en el 13,3 %, coincidiendo con el relajamiento del confinamiento. En el resto de las grandes economías avanzadas, con caídas de la actividad comparables a las de Estados Unidos, el desempleo ha crecido notablemente, aunque de forma menos acusada que en ese país, como reflejo de las diferencias institucionales en los mercados de trabajo y del uso generalizado de programas de protección de empleo a corto plazo en Europa. En cuanto a la inflación, en las economías avanzadas, a pesar de los problemas de

Gráfico 2.2

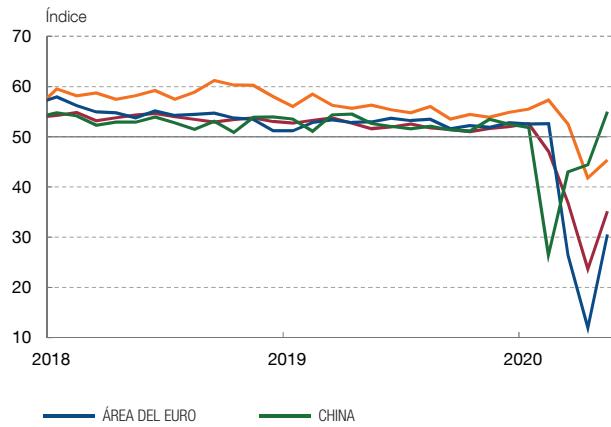
LOS EFECTOS DE LA PANDEMIA INCIDEN ESPECIALMENTE EN LOS SERVICIOS

A lo largo de 2019, las manufacturas se vieron más afectadas por las tensiones comerciales, mientras que los servicios mostraron una mayor robustez. En cambio, la pandemia ha tenido un impacto muy marcado en la actividad, más pronunciado en el sector servicios, especialmente en los países que han adoptado medidas de contención más restrictivas.

1 ÍNDICES DE GESTORES DE COMPRAS (PMI) DE MANUFACTURAS



2 ÍNDICES DE GESTORES DE COMPRAS (PMI) DE SERVICIOS



FUENTE: IHS Markit.

NOTA: Valores por debajo de 50 señalan contracción.

- a Para Estados Unidos se muestra el ISM, que es el índice de gestores de compras más utilizado en este país y es publicado por el Institute Supply Management.



oferta que pueden elevar algunos precios, de momento predominan los efectos desinflacionarios derivados del desplome de la demanda, lo que, junto con la caída de los precios del petróleo, ha ocasionado un descenso en las tasas de inflación generales.

El alcance de la disrupción económica es aún incierto, dado que actúan a la vez canales de distinta naturaleza, cuya intensidad y duración son desconocidas. En primer lugar, la interrupción forzada de la producción incide negativamente en la oferta. Este fenómeno se ve amplificado por el elevado grado de integración del sector manufacturero a escala mundial y por el retroceso de los flujos comerciales. En segundo lugar, las propias medidas de contención y la caída de las rentas de los hogares y de las empresas, así como el aumento de la incertidumbre, han tenido un impacto muy fuerte en los distintos componentes de la demanda. En tercer lugar, se está produciendo una perturbación financiera global, en gran medida asociada también a la mayor incertidumbre, que ha llevado a un endurecimiento de las condiciones de financiación globales, mitigado solo parcialmente por la respuesta de las políticas económicas. Por último, la caída de los precios de las materias primas, como consecuencia de la pérdida de demanda y —en el caso del petróleo— debido a los problemas para acordar ajustes de la oferta, perjudica notablemente a los países productores y da lugar a tensiones en

algunos segmentos de los mercados de capitales más expuestos a este tipo de actividades extractivas.

A pesar de los esfuerzos de las autoridades económicas para contener la crisis, existen riesgos de retroalimentación entre los factores anteriores que pueden deprimir la actividad económica de forma más persistente. Aunque los efectos sobre la salud pública de la epidemia son, en principio, fundamentalmente transitorios⁶, la situación generada puede conllevar daños económicos más persistentes en algunos sectores y cambios en el comportamiento de los agentes. Estas consecuencias pueden acabar afectando al crecimiento potencial, especialmente si se producen rebrotes de la enfermedad y se aplican medidas de respuesta tan drásticas como las adoptadas estos meses pasados, y si la crisis termina activando elementos de disrupción severa en el ámbito financiero. La incertidumbre sobre las perspectivas económicas, la reducción del gasto en consumo e inversión y el aumento del endeudamiento público y privado podrían abocar a un menor ritmo de actividad en el futuro y a un aumento de los flujos de destrucción de empresas y de puestos de trabajo. Esto, a su vez, podría desencadenar un alza de los impagos y un endurecimiento de las condiciones financieras, lo que reduciría el gasto y la renta, en una suerte de círculo vicioso⁷.

En el ámbito financiero, las condiciones en los mercados de capitales internacionales se deterioraron de modo abrupto a finales de febrero, tras la expansión de la crisis sanitaria a escala mundial, revirtiéndose la tendencia de los meses anteriores. Se produjeron caídas de los principales índices bursátiles —con una intensidad que no se había registrado desde la crisis financiera global—, un fuerte aumento en las primas de riesgo de crédito corporativas —que fue especialmente intenso en el segmento de bonos de alto rendimiento— y repuntes de la volatilidad de los precios, que en el caso de los activos de renta variable llegó a alcanzar máximos históricos (véase gráfico 2.3). Así, por ejemplo, en la segunda quincena de marzo los índices bursátiles S&P 500, EUROSTOXX-50 e IBEX-35 llegaron a acumular retrocesos del 34 %, del 33 % y del 39 %, respectivamente, en comparación con los valores máximos alcanzados en febrero.

Las caídas del precio de los activos de riesgo, que inicialmente fueron más abruptas que en la crisis financiera global, comenzaron a revertirse a finales de marzo. Las medidas adoptadas por las autoridades económicas, así como la posterior mejora de la situación sanitaria, han conseguido estabilizar los mercados financieros, lo que se ha reflejado en importantes avances de los índices bursátiles, en recortes de las primas de riesgo de crédito y en caídas de las volatilidades de los

6 No obstante, hay estudios que muestran efectos a largo plazo sobre la salud mental y física. Véanse Deaton y Paxson (1998), Wu *et al.* (2008) o Wu *et al.* (2009).

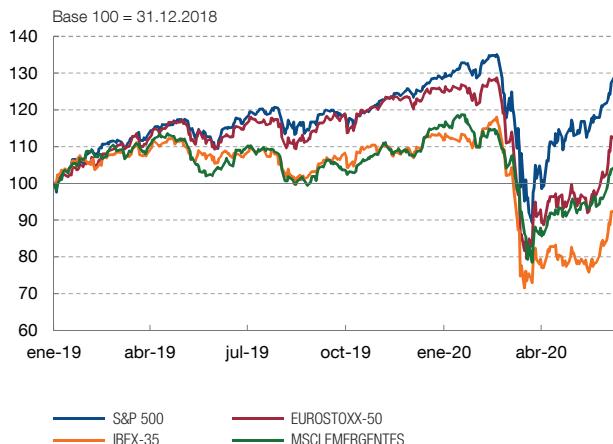
7 Mian *et al.* (2020) sostienen, en el contexto del Covid-19, que un aumento de la deuda puede llevar a una reducción de los tipos de interés y del nivel de actividad, como consecuencia de un excesivo endeudamiento.

Gráfico 2.3

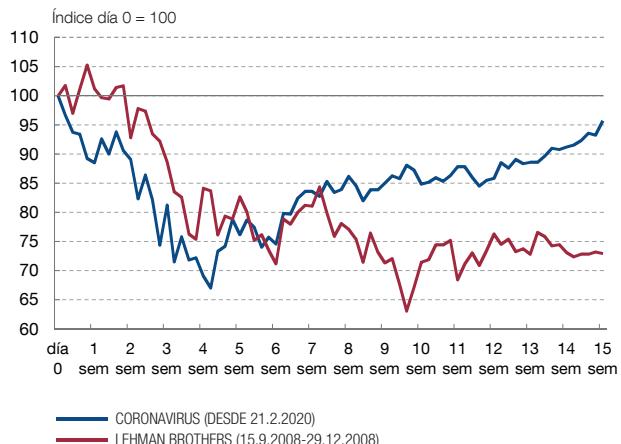
LA PANDEMIA HA TENIDO UN FUERTE IMPACTO EN LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

Se han producido caídas bruscas en los índices bursátiles no observadas desde la crisis financiera de 2008, fuerte aumento en las primas de riesgo de crédito corporativas y repuntes de la volatilidad, que alcanzó máximos históricos en la renta variable. Las medidas adoptadas por los bancos centrales y los Gobiernos, así como la evolución positiva de la crisis sanitaria, han contribuido a revertir gran parte del impacto inicial.

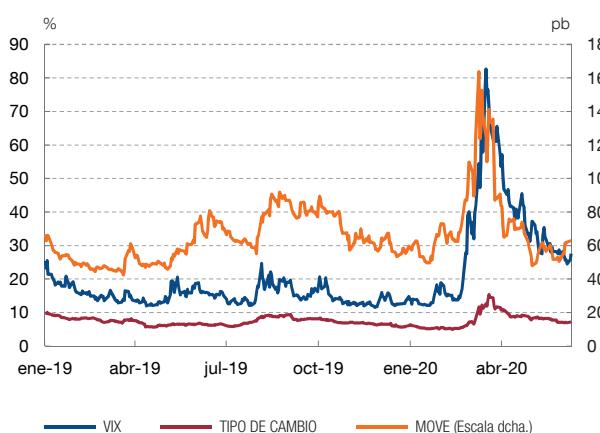
1 ÍNDICES DE BOLSA



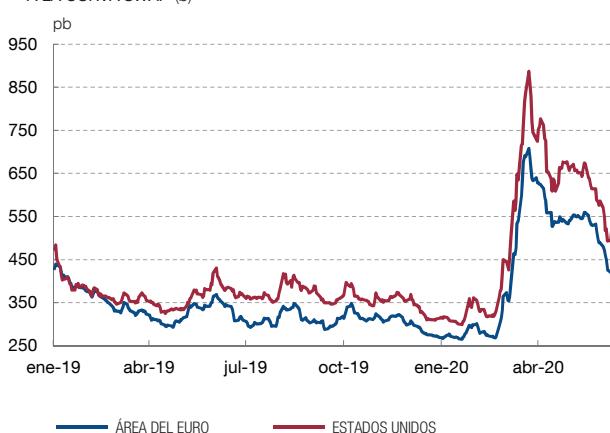
2 S&P 500. EVOLUCIÓN EN PERÍODOS DE INESTABILIDAD BURSÁTIL



3 VOLATILIDADES IMPLÍCITAS (a)



4 DIFERENCIALES DE LOS BONOS DE ALTO RENDIMIENTO RESPECTO A LA CURVA SWAP (b)



FUENTE: Thomson Reuters Datastream.

a VIX: Índice de volatilidad implícita de opciones sobre el S&P 500. Tipo de cambio: promedio de la volatilidad implícita sobre opciones de dólar/euro, dólar/libra y yen/dólar. MOVE: Índice de volatilidad implícita de opciones sobre bonos del tesoro americano.

b Índice ICE Bank of America Merrill Lynch High Yield.



precios en el período más reciente. En comparación con la crisis financiera global iniciada en 2008, el episodio actual ha provocado descensos en el precio de los activos concentrados en períodos mucho más cortos, si bien hasta ahora no se han llegado a alcanzar las pérdidas acumuladas registradas durante 2008-2009⁸ (véase

8 Así, por ejemplo, el índice S&P 500 acumuló durante la crisis financiera global una caída del 56 %, que se produjo a lo largo de un año y cinco meses. En el caso de la crisis del Covid-19, este mismo índice cayó desde el máximo alcanzado el 19 de febrero hasta el mínimo registrado en marzo (un 34 %).

gráfico 2.3). No obstante, dada la elevada incertidumbre que todavía persiste con respecto a la duración y a la profundidad de la perturbación, podrían surgir nuevas tensiones en los mercados, especialmente si las perspectivas económicas se deterioraran más de lo previsto o si se produjeran rebrotos de la enfermedad.

El retroceso de los índices bursátiles ha afectado a todos los sectores, con especial incidencia en los sectores bancario, de seguros y turístico. En el caso del sector bancario, que ha sido el más afectado a pesar del origen no financiero de esta crisis, las cotizaciones de los índices sectoriales del S&P 500 y del EUROSTOXX han retrocedido algo más de un 20 % y un 30 %, respectivamente, desde la expansión global del virus a finales de febrero hasta el cierre de este Informe.

Los mercados de deuda soberana y los de divisas también se han visto muy afectados. Las rentabilidades a largo plazo en las referencias de mayor calidad crediticia han caído como reflejo de la búsqueda de activos seguros por parte de los inversores y de la expectativa de políticas monetarias más acomodaticias⁹ (véase gráfico 2.4). En el caso de la rentabilidad de la deuda soberana a diez años de Alemania y Estados Unidos, se registraron mínimos históricos a principios de marzo, alcanzando valores del -0,84 % y del 0,49 %, respectivamente. En los mercados de la UEM se produjo un repunte de los diferenciales de rentabilidad frente a la referencia alemana desde el inicio de la crisis sanitaria, que revirtió parcialmente tras el anuncio (el 18 de marzo) de un nuevo programa de compra de activos del BCE (véase gráfico 2.4). En el caso de los mercados de divisas, se observó una depreciación del dólar desde finales de febrero hasta mediados de marzo, que pudo obedecer a que algunos inversores, en un contexto de mayor aversión al riesgo, deshicieron inversiones en dólares financiadas con monedas de áreas con tipos de interés más bajos, como la zona del euro o Japón, y una posterior apreciación de la moneda estadounidense debido a la mayor demanda de esta divisa, que actúa como moneda de reserva mundial y que tuvo una corta duración (véase gráfico 2.4)¹⁰.

Como resultado del clima de creciente aversión al riesgo en los mercados de capitales, las condiciones financieras han pasado a ser más restrictivas. Los movimientos descritos de los precios de los activos financieros han provocado un fuerte endurecimiento de las condiciones financieras en las principales áreas económicas. Esta circunstancia, que se ha revertido en parte y ha sido muy intensa en algunos segmentos del sector financiero de Estados Unidos (véase gráfico 2.4),

9 Durante un breve período se apreciaron también repuntes en la rentabilidad soberana de países como Estados Unidos o Alemania, condicionados por los anuncios de programas gubernamentales de estímulo fiscal y por la mayor demanda de activos líquidos, al tiempo que se observó en la caída del precio de activos considerados refugio, como el oro.

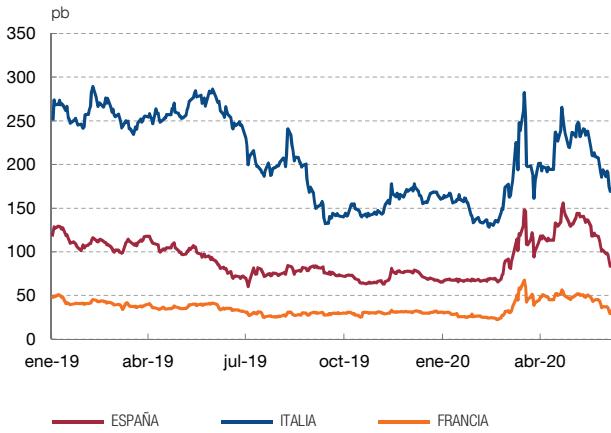
10 La demanda elevada de financiación en dólares se reflejó en el incremento del coste de esta moneda, lo que provocó la acción coordinada de los principales bancos centrales para incrementar la liquidez en dólares en los mercados internacionales.

Gráfico 2.4

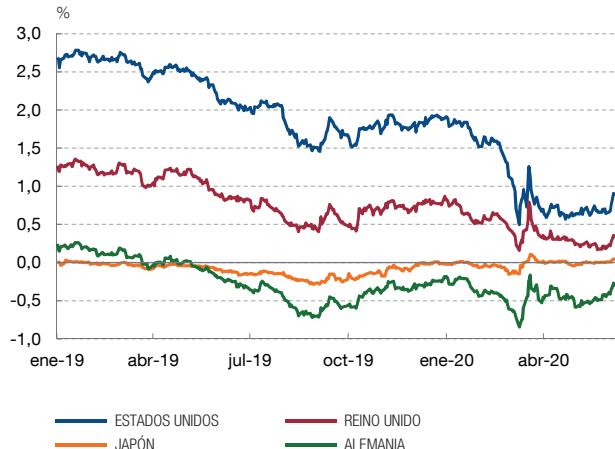
ENDURECIMIENTO DE LAS CONDICIONES FINANCIERAS, INCREMENTOS EN LAS PRIMAS DE RIESGO SOBERANO Y ELEVADAS VARIACIONES CAMBIARIAS

Caídas en la rentabilidad de la deuda soberana de mayor calidad crediticia y aumentos en las primas de riesgo soberano en la zona del euro, que han revertido parcialmente por la actuación del BCE. El dólar ha mostrado movimientos en distinta dirección, influidos inicialmente por el cierre de posiciones de *carry-trade* y más adelante por la evolución de la aversión al riesgo. Fuerte endurecimiento de las condiciones financieras, que se ha revertido parcialmente.

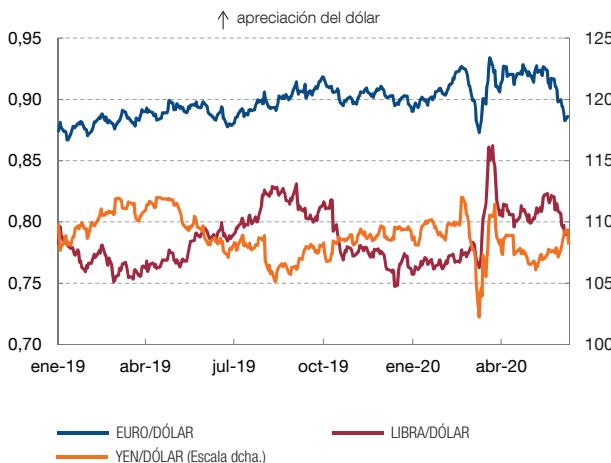
1 DIFERENCIALES DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS FREnte A ALEMANIA



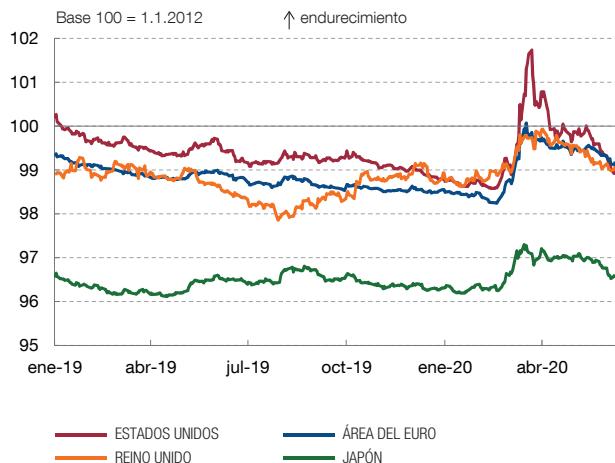
2 TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



3 TIPOS DE CAMBIO



4 ÍNDICES GOLDMAN SACHS DE CONDICIONES FINANCIERAS



FUENTES: Thomson Reuters Datastream y Bloomberg Data License.



tendrá previsiblemente un impacto adverso en las decisiones de gasto de los distintos sectores, a través tanto de un encarecimiento de la financiación como de los consiguientes efectos riqueza negativos.

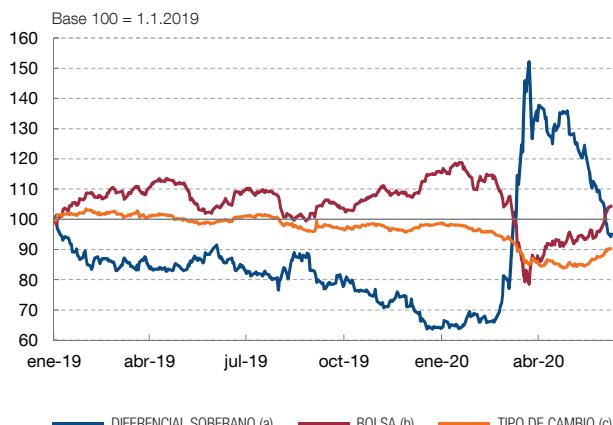
La evolución económica y financiera de las economías emergentes también se está viendo condicionada por la propagación de la epidemia. Desde el punto de vista económico, además de los canales generales de pérdida de la

Gráfico 2.5

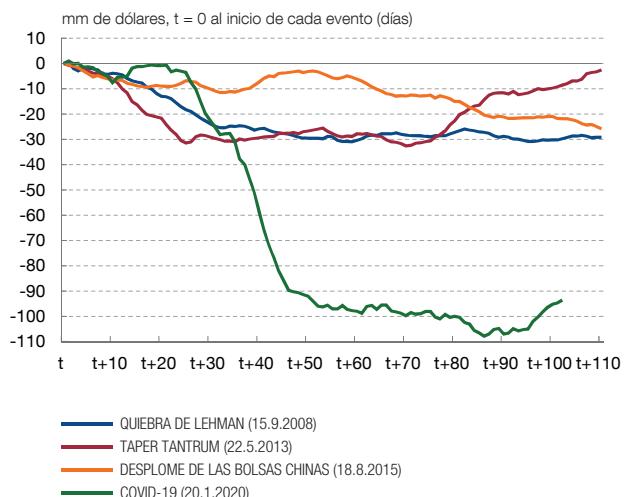
MERCADOS FINANCIEROS EMERGENTES

A lo largo de 2019, los mercados emergentes estuvieron condicionados por las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China. La expansión global de la pandemia provocó la mayor corrección de precios y salidas de capitales desde la crisis de 2008. Las medidas tomadas por las autoridades de las economías avanzadas y de las emergentes estabilizaron los mercados a finales de marzo.

1 CONDICIONES FINANCIERAS EN MERCADOS EMERGENTES



2 FLUJOS DE CAPITALES DE CARTERA A ECONOMÍAS EMERGENTES (ACUMULADOS) (d)



FUENTES: Reuters e Institute for International Finance (IIF).

- a EMBI de JP Morgan.
- b MSCI de emergentes (dólares).
- c EMCI de JP Morgan.
- d Salidas de bolsa y deuda diarias de IIF, que no recogen por completo los flujos de balanza de pagos.



demandada interna (por el efecto directo de las medidas de contención) y de la demanda externa (incluidos los flujos de turismo), estos países se ven afectados de manera específica por la caída de las remesas de emigrantes, por el mayor endurecimiento de las condiciones financieras y por el descenso de los precios de las materias primas en el caso de sus productores. El desplome de la demanda mundial de petróleo ha sido el principal factor que explica el descenso significativo de los precios en la primera mitad del año¹¹. En cuanto a los mercados financieros emergentes, desde finales de febrero hasta finales de marzo se produjo un deterioro muy marcado, con caídas de las bolsas, aumentos de los diferenciales soberanos y depreciaciones de los tipos de cambio ante la huida de los inversores de los activos con más riesgo (véase gráfico 2.5). Así, las salidas de flujos de cartera de deuda y bolsa en ese período (estimadas en torno a los 100 mm de dólares) fueron mucho más rápidas que las observadas en otros momentos de turbulencias de la última década (si bien aún no han llegado a alcanzar la magnitud de las salidas de

¹¹ En particular, la referencia West Texas llegó a cotizar a finales de abril en negativo, por debajo de los -35 dólares el barril, coincidiendo con el vencimiento de los futuros del mes de mayo. El impacto sobre el barril de Brent fue menos intenso, aunque los precios también se corrigieron sustancialmente y cotizaron alrededor de los 20 dólares el barril. Véase Banco de España (2020a).

capitales acumuladas durante toda la crisis financiera global). Todos estos desarrollos adversos comenzaron a mitigarse solo parcialmente desde finales de marzo, gracias a las medidas de estímulo monetario y fiscal aprobadas por las autoridades de las economías emergentes y avanzadas —que incluyeron la reanudación o puesta en marcha de líneas de acceso a dólares por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos— y a determinadas acciones multilaterales, como la concesión de líneas de crédito del Fondo Monetario Internacional. No obstante, persiste un elevado grado de vulnerabilidad exterior en algunas economías emergentes, como es el caso de Turquía, dadas sus elevadas necesidades de financiación externa —especialmente, del sector privado— y el bajo nivel disponible de reservas internacionales.

En el caso de América Latina, la pandemia llegó con cierto retraso respecto a otros lugares, pero posteriormente se convirtió en uno de los principales focos. La región latinoamericana partía de una situación más delicada que el resto de las economías emergentes, por la debilidad observada en el crecimiento desde 2014, tras el fin del ciclo de precios favorables en las materias primas. Además, algunos factores específicos de estos países, como la menor preparación de sus sistemas sanitarios, la informalidad elevada en el mercado laboral o la calidad mejorable de algunas instituciones, han podido actuar como amplificadores del impacto de la crisis sanitaria¹².

Desde el punto de vista económico, cabe destacar que algunos de los canales de transmisión de la crisis actúan en América Latina con mayor intensidad que en otras regiones emergentes. Así, por ejemplo, las materias primas tienen un peso elevado en las exportaciones de las principales economías (en algunos casos, más del 50 % de las exportaciones), por lo que la región ha sufrido una perturbación negativa al empeorar sus términos de intercambio. Asimismo, economías como la mexicana se verán más perjudicadas por la reducción drástica del turismo (véase gráfico 2.6) y de las remesas de los emigrantes. Por otro lado, el efecto negativo de las medidas de confinamiento sobre la demanda interna en las economías latinoamericanas es más pronunciado que en otras regiones emergentes, al estar más cerradas, en términos relativos, a los intercambios de bienes y servicios con el exterior. Además, aunque la mayor parte de las autoridades monetarias y fiscales de América Latina —tras haber consolidado en los últimos años unos marcos de políticas más robustos— han adoptado medidas de respuesta con rapidez, disponen de mucho menor espacio monetario y fiscal que otras regiones y también en relación con el episodio de la crisis de 2008-2009. Como consecuencia de todo ello, los analistas consideran que América Latina será la región emergente con la mayor contracción del PIB durante 2020, mientras que el repunte de la actividad anticipado para 2021 también será inferior al resto de las regiones, debido, por una parte, al crecimiento potencial más bajo de la región y, por otra, a la menor

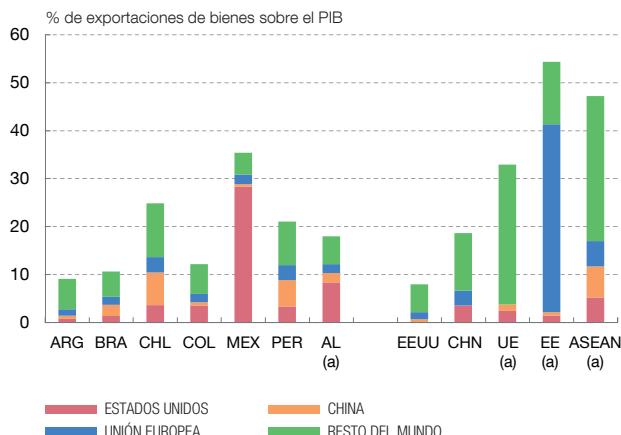
12 Véase Banco de España (2020b).

Gráfico 2.6

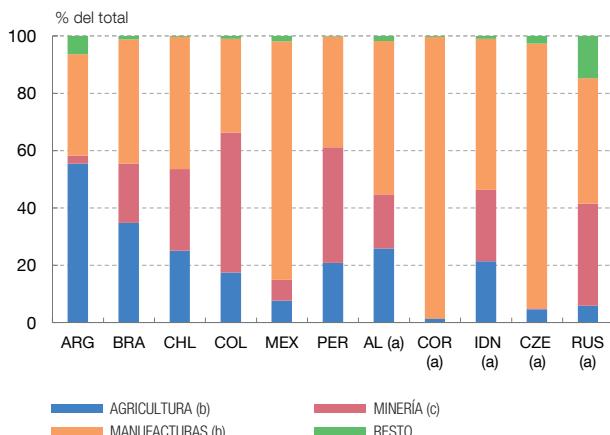
CANALES DE TRANSMISIÓN DE LA PANDEMIA SOBRE ECONOMÍAS EMERGENTES. EL EJEMPLO DE AMÉRICA LATINA

Las economías emergentes, además de los canales de pérdida de demanda interna (por las medidas de contención) y de la demanda externa (incluyendo los servicios de turismo), se ven afectadas de manera específica por la caída de las remesas de emigrantes, el mayor endurecimiento de las condiciones financieras y el descenso del precio de las materias primas para los países exportadores.

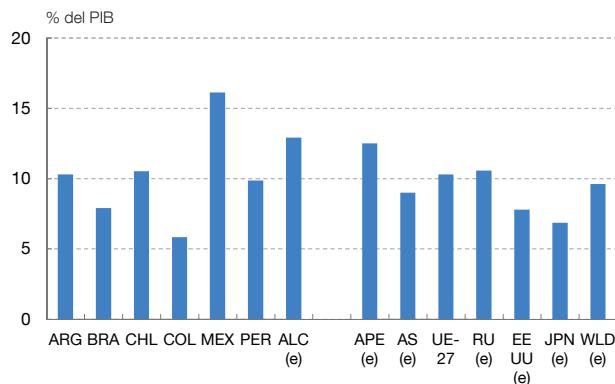
1 EXPOSICIÓN COMERCIAL



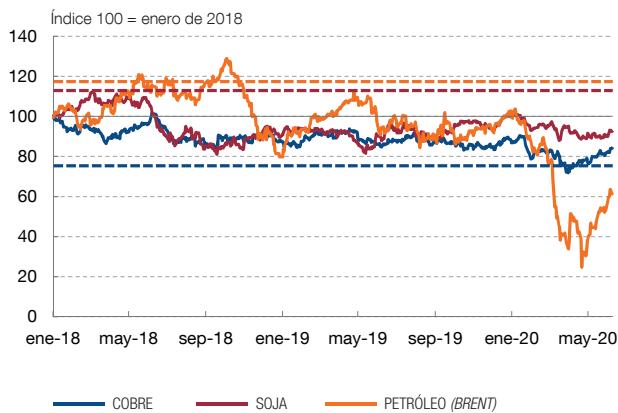
2 COMPOSICIÓN DE LAS EXPORTACIONES, POR TIPO DE PRODUCTO



3 APORTACIÓN DEL TURISMO AL PIB (d)



4 PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS (f)



FUENTES: Thomson Reuters, OCDE, Banco Mundial, UNCTAD-Eora GVC Database y OMC.

- a AL: Agregado de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. EE: Europa del Este (UE-13). ASEAN: Asociación de las Naciones del Sudeste Asiático. UE: Unión Europea. COR: Corea del Sur. IDN: Indonesia. CZE: República Checa. RUS: Rusia.
- b El epígrafe de alimentos, bebidas y tabaco se incluye en el agregado de agricultura y no en manufacturas, a diferencia de la fuente original (OCDE).
- c Minería incluye extracción de petróleo.
- d El indicador se refiere a la aportación total del turismo y viajes al PIB e incluye tanto su aportación directa, la indirecta (efectos derivados del gasto en los proveedores y de la inversión pública y privada relacionada con actividades de turismo y viajes) y la inducida (derivada del gasto generado por los trabajadores del sector turístico).
- e ALC: América Latina y Caribe. APE: Este de Asia y Pacífico. AS: Sur de Asia. RU: Reino Unido. EEUU: Estados Unidos. JPN: Japón. WLD: total mundial.
- f Las líneas discontinuas de colores son el promedio de la serie correspondiente entre los años 2005 y 2017.

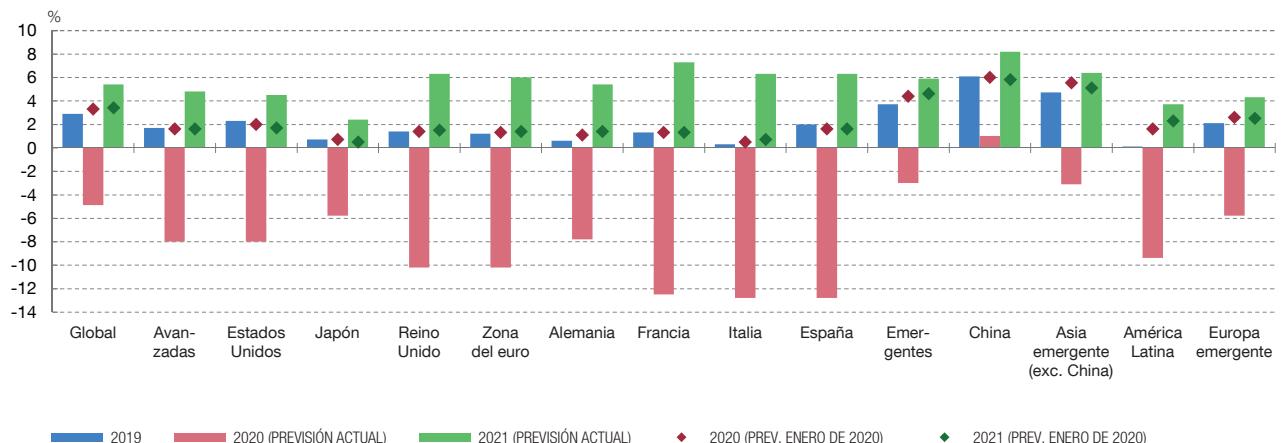


Gráfico 2.7

EL CRECIMIENTO MUNDIAL EN 2020 SE VERÁ MUY IMPACTADO POR LA EXPANSIÓN DE LA PANDEMIA

La evolución económica mundial se ha visto condicionada de forma drástica por la propagación mundial de la pandemia. El impacto negativo sobre la actividad y el comercio internacional se espera que sea muy pronunciado —aunque aún incierto— en 2020. Los organismos internacionales consideran que el impacto sería transitorio con una notable recuperación del crecimiento en 2021.

PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL



FUENTE: Fondo Monetario Internacional (WEO enero de 2020 y WEO abril de 2020).



capacidad de respuesta de las políticas económicas. Además, la evolución negativa del PIB puede afectar especialmente al sector de la población que ha accedido a las clases medias durante las últimas décadas, pues son muy vulnerables ante situaciones de desaceleración económica. Este deterioro de su situación económica podría llevar a revivir las movilizaciones y protestas sociales que se produjeron en varios países de América Latina durante 2019.

En suma, se espera una contracción del PIB mundial para el conjunto de 2020, aunque a partir de la segunda mitad de este año podría comenzar la recuperación paulatina de la actividad. En un contexto de elevada incertidumbre sobre la duración e intensidad de la crisis sanitaria, el Fondo Monetario Internacional prevé, en línea con otras instituciones internacionales, que, si la pandemia remite en la segunda mitad del año y las medidas de contención se relajan gradualmente, se produzca una caída del PIB mundial del 4,9 % en 2020 (mucho mayor que la del -0,1 % de 2009 durante la crisis financiera global) (véase gráfico 2.7). Las principales áreas económicas entrarían, en el corto plazo, en recesión. No obstante, el impacto sería transitorio, de modo que las previsiones del FMI, al igual que las de la mayoría de los analistas, incorporan una recuperación de la actividad a partir de la segunda mitad de este año y unas tasas de crecimiento más elevadas a lo largo de 2021, que en el caso de la economía mundial alcanzaría el 5,4 %.

De cara al futuro, por tanto, resulta clave comprender de qué manera se normalizará la actividad social y económica, una vez controlada la pandemia.

Los países que ya parecen haber superado el período más crítico de la crisis sanitaria, como China, pueden proporcionar algunas referencias¹³. En este país, la estricta cuarentena y otras medidas de contención sanitaria —que afectaron a algunas regiones— se han venido relajando de manera paulatina. En este contexto, las regiones más expuestas a la epidemia, como Hubei, están mostrando una reactivación más lenta que el resto del país. En términos del conjunto de la economía china, a mediados de marzo se reanudó la actividad industrial y, desde entonces, se observa una rápida recuperación, de modo que en abril ya se habían superado los niveles de producción industrial de diciembre del pasado año. Esta mejora se debe, en parte, al dinamismo de las exportaciones —especialmente intenso en los sectores de maquinaria eléctrica, electrónica y equipamiento de comunicaciones, y textiles—, gracias a la recuperación de pedidos, a la sustitución de terceros exportadores afectados por las medidas de contención y a su posición dominante en la producción de cierto material sanitario. No obstante, el consumo y la inversión aún siguen siendo bajos, en un contexto de mantenimiento de algunas medidas de distanciamiento social, de restricciones a la movilidad y de incertidumbre elevada. El mayor deterioro en el consumo se da en los sectores relacionados con el ocio, los bienes duraderos (con la excepción del automóvil) y los de lujo, todos ellos con caídas de entre el 5 % y el 12 % interanual, en contraste con las ventas *online*, que aumentaron de forma notable.

Las perspectivas para la economía mundial están sujetas a importantes riesgos a la baja, que pueden conducir a una recuperación considerablemente más lenta de lo esperado en la actualidad. Distintos factores, cuya evolución es difícil de predecir, pueden afectar a las perspectivas de recuperación de la economía mundial. Entre ellos destacan la propia evolución de la pandemia y la eventualidad de rebrotes posteriores, así como la intensidad y la eficacia de los esfuerzos de contención, la efectividad de las medidas económicas adoptadas, los posibles cambios en el comportamiento de los agentes y la persistencia de la incertidumbre. Atendiendo a este conjunto de factores, el recuadro 2.1 contiene varias simulaciones que aproximan el orden de magnitud de la incertidumbre que rodea la intensidad de la contracción y de la posterior recuperación económica. El ejercicio sirve también para ilustrar que los efectos de la crisis no se distribuirán previsiblemente de forma homogénea por áreas geográficas, dadas las diferencias en las estrategias de contención de la epidemia, en el impacto de los efectos desbordamiento (*spillovers*) provenientes de otras economías, en las estructuras productivas, y en la magnitud y efectividad de la respuesta de las autoridades.

13 Véase Banco de España (2020c).

2.3 La propagación de la crisis en la UEM

El Covid-19 se propagó rápidamente por los países de la zona del euro, que introdujeron medidas de confinamiento estrictas para la contención de la pandemia. Italia fue el primer país europeo afectado ampliamente por el virus, que se propagó con rapidez al resto de los países, aunque con intensidad desigual. A mediados de marzo se había generalizado la aplicación de medidas estrictas de restricciones a la movilidad individual y a la actividad económica, que se prolongaron durante todo el mes de abril. La severidad de las medidas fue desigual entre territorios, lo que tuvo reflejo, por ejemplo, en los indicadores de movilidad ciudadana, que muestran una caída más intensa en España, Italia y Francia durante el período de confinamiento más estricto (véase gráfico 2.8). A lo largo del mes de mayo se inició un proceso muy gradual de relajación de las medidas de contención, con ritmos diferenciados entre los distintos países del área del euro, aunque todavía lejos de la situación de normalidad previa a la crisis sanitaria.

Estas medidas implicaron una pérdida brusca y muy severa de la actividad, en especial en los sectores más afectados, normalmente vinculados a determinados servicios¹⁴. Algunas ramas de actividad, como las de hostelería, restauración, transporte u ocio, se han visto afectadas de manera crítica. Estos sectores representan en torno al 9 % de la economía de la zona del euro, y su peso es mayor en economías como la española o la italiana (véase gráfico 2.8). También la actividad de otros servicios —como el comercio— y de otras ramas de la industria —como la fabricación de maquinaria y equipo, de vehículos, la textil o la construcción— han sufrido una fuerte paralización por las medidas de contención de la pandemia. En su conjunto, las ramas de actividad afectadas de manera más directa por las medidas de confinamiento representan en torno a un 30 % de la actividad de la UEM. La crisis habría provocado una caída en el nivel de actividad de la zona del euro de en torno al 20 % durante el período más estricto de cuarentena, según se desprende de las cifras de Contabilidad Nacional referidas al primer trimestre, con un impacto diferenciado por países y sectores¹⁵.

A pesar de que la crisis irrumpió con fuerza en torno a mediados de marzo, la contracción de la actividad en la zona del euro fue ya muy acusada en el primer trimestre del año. Como ilustra la comparación internacional presentada en el gráfico 2.9, la contracción de los índices PMI del sector servicios durante el mes de marzo fue especialmente fuerte en los países de la zona del euro, donde las medidas de confinamiento han sido, en general, más intensas en términos relativos que en otras regiones. La estimación del PIB del primer trimestre recoge este efecto de forma clara (véase gráfico 2.9). Así, el PIB de la zona del euro se contrae un 3,6 % en el primer trimestre, frente a un aumento del 0,1 % que se esperaba antes de la expansión de la

14 Véase Prades y Tello (2020).

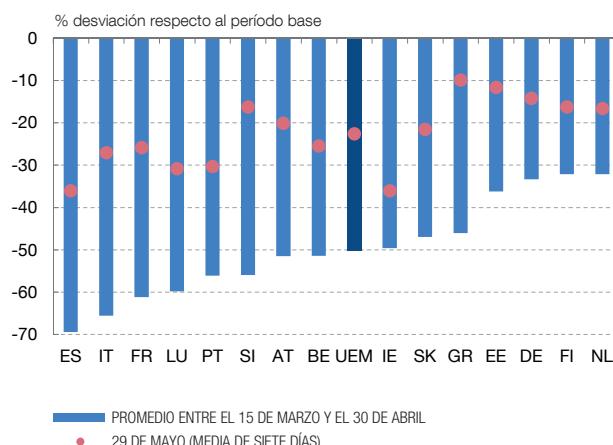
15 Véase Banco de España (2020d).

Gráfico 2.8

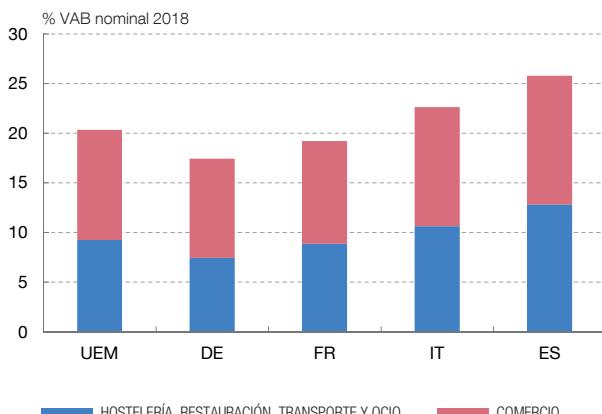
LAS MEDIDAS DE DISTANCIAMIENTO SOCIAL PARA LA CONTENCIÓN DE LA EPIDEMIA

A mediados de marzo se generalizaron medidas drásticas de distanciamiento social en los países de la zona del euro, que se prolongaron durante abril. En mayo se inició una relajación muy gradual. Estas medidas tuvieron un impacto económico severo en sectores como la hostelería, la restauración, el transporte, el ocio o el comercio.

1 ÍNDICES DE MOVILIDAD DE GOOGLE (a). MEDIA DEL ÍNDICE DE MOVILIDAD A CENTROS DE TRABAJO, DE ALIMENTACIÓN Y COMERCIO MINORISTA



2 PESO DE SECTORES MÁS AFECTADOS POR MEDIDAS DE CONFINAMIENTO (b)



FUENTES: Google COVID-19 Community Mobility Reports y Eurostat.

- a El período base de referencia es la mediana, para cada día de la semana, entre el 3 de enero y el 6 de febrero de 2020. La zona del euro es una media ponderada por el PIB.
- b La rama de servicios de transporte incluye almacenamiento; la del comercio incluye comercio al por mayor, al por menor y la reparación de vehículos.



pandemia. Entre las principales economías del área, la caída fue menos acusada en Alemania (un 2,2 %), donde la incidencia de la enfermedad y la severidad de las medidas de contención han sido más leves, en términos relativos. En cambio, la contracción de la actividad en Francia, Italia y España superó el 5 % intertrimestral.

La caída de la actividad será sustancialmente más acusada en el segundo trimestre. Las medidas generales de distanciamiento social y confinamiento no comenzaron a relajarse de manera gradual hasta mayo, conforme remitía la virulencia de la pandemia. Aunque la actividad económica se reactivó en cierta medida a lo largo de mayo y junio, el impacto económico durante el segundo trimestre será muy elevado, y la contracción podría alcanzar el 13 % en el conjunto de la UEM según las previsiones del Eurosistema de junio¹⁶.

En esta coyuntura excepcionalmente incierta, las perspectivas apuntan a una fuerte contracción de la actividad en el conjunto de 2020, mayor que en la crisis financiera global. La zona del euro partía de una situación de bajo crecimiento

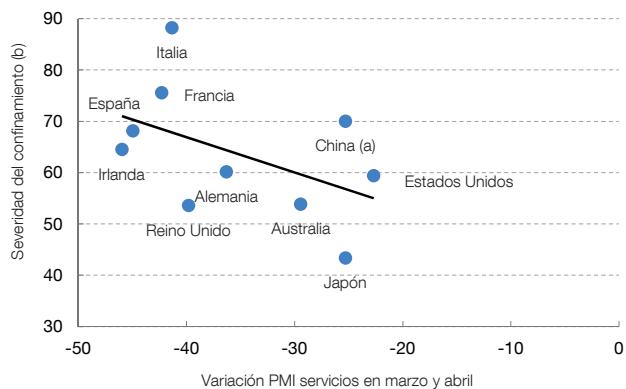
¹⁶ Véanse las Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2020.

Gráfico 2.9

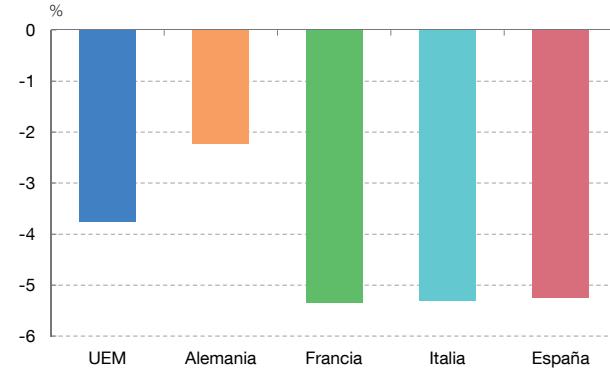
LA CRISIS SANITARIA PROVOCARÁ UNA SEVERA CONTRACCIÓN ECONÓMICA, DE MAGNITUD TODAVÍA INCIERTA

La contracción de la actividad en la zona del euro será muy acusada en el primer semestre del año, siendo el impacto a corto plazo un reflejo de la contundencia y duración de las medidas para contener la pandemia. A pesar de la recuperación de la actividad en la segunda mitad del año, las previsiones anticipan una severa contracción del PIB en 2020, así como menores presiones inflacionistas.

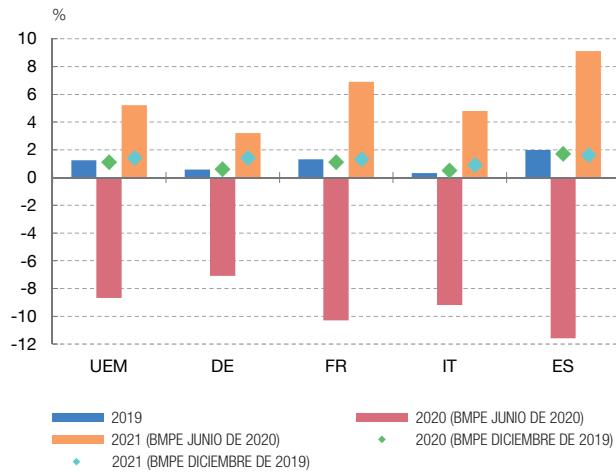
1 CAÍDA DE ÍNDICES DE GESTORES DE COMPRAS (PMI) E ÍNDICE DE SEVERIDAD DEL CONFINAMIENTO



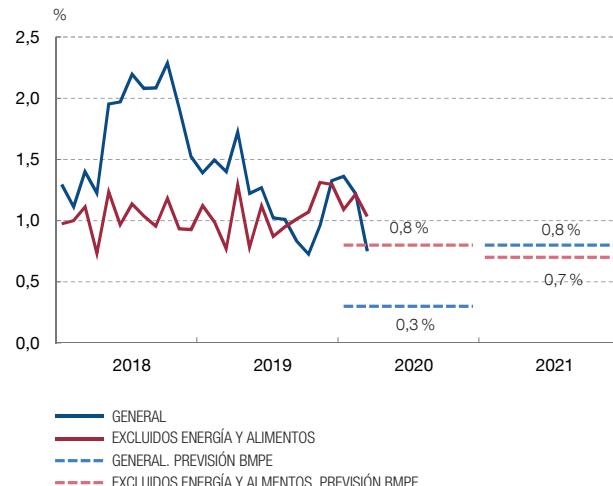
2 PIB DEL PRIMER TRIMESTRE DE 2020. CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL



3 PREVISIÓNES DE CRECIMIENTO DEL PIB DE LA ZONA DEL EURO (c)



4 INFLACIÓN DEL ÁREA DEL EURO Y PREVISIÓNES BMPE JUNIO (c)



FUENTES: Eurostat, Markit, University of Oxford y BCE.

a Para China, la variación se refiere a febrero.

b Promedio durante marzo y abril del índice diario de severidad de las medidas de contención de la pandemia de la Universidad de Oxford.

c BMPE es el Ejercicio de Previsiones del Eurosistema (*Broad Macroeconomic Projection Exercise*).



económico, tras desacelerarse hasta un 1,2 % en 2019 —ocho décimas menos que en el año anterior—, por la debilidad del comercio exterior y por la notable contracción de las manufacturas. A finales de 2019, las proyecciones mantenían este escenario de debilidad en 2020, con un crecimiento esperado del PIB para la zona del euro en el entorno del 1 %. Con la irrupción de la pandemia, las previsiones, tanto de analistas privados como de organismos oficiales, anticipan una fuerte contracción del PIB en 2020, de manera generalizada, que será más intensa en varias de las principales economías del área del euro, como España, Italia y Francia (véase gráfico 2.9).

De acuerdo con el escenario central del ejercicio de previsión del Eurosystema de junio, el PIB de la zona del euro podría contraerse un 8,7 % en 2020. La tasa de paro de la zona se elevaría de forma acusada, aproximándose al 10 % de la población activa en 2020 (frente al 7,4 % de finales de 2019).

La crisis también está presionando a la baja la tasa de inflación en la UEM. Tras mantenerse en registros moderados del 1,2 % en el promedio de 2019, las previsiones del Eurosystema de junio apuntan a una reducción de hasta el 0,3 % en 2020, en gran medida como consecuencia de la acusada caída del precio de las materias primas. Asimismo, se unirían los efectos de un descenso menos pronunciado del gasto de los hogares y de las expectativas de inflación de los agentes (véase gráfico 2.9).

En 2021 se prevé una recuperación intensa, si bien subsiste un elevado grado de incertidumbre respecto al grado de persistencia de los efectos de la pandemia. Bajo los supuestos de que esta remita en la segunda mitad del año y de que las medidas de política económica aplicadas sean efectivas, las proyecciones del Eurosystema de junio prevén un aumento del PIB del 5,2 % en 2021 en el área del euro. No obstante, la incertidumbre sobre este perfil de recuperación es elevada, dados los elementos de riesgo para el crecimiento económico global comentados anteriormente en esta sección, que también estarían presentes en el caso del área del euro.

A las incertidumbres sobre las perspectivas económicas derivadas de la pandemia se añade el riesgo de un escenario de no acuerdo entre el Reino Unido y la UE a finales de este año. Esta circunstancia, de confirmarse, implicaría la ausencia de un marco que regule las futuras relaciones entre ambas partes tras la terminación, el 31 de diciembre de 2020, del actual período transitorio. En las últimas semanas se ha constatado la ausencia de avances sustanciales en las negociaciones de ese acuerdo. Tras la conferencia de alto nivel celebrada entre ambas partes, el pasado 15 de junio de 2020, se ha confirmado la intención del Gobierno británico de no extender el actual período transitorio, lo que plantea la necesidad de intensificar las negociaciones en los próximos meses para poder concluir y ratificar un acuerdo antes de final de año.

Alcanzar un acuerdo antes de final de año que evite efectos disruptivos entre ambas economías es altamente deseable. Ambos bloques se encuentran ante una situación de riesgo de ausencia de marco jurídico bilateral, que comportaría que sus relaciones se fijen por las reglas internacionales de la Organización Mundial del Comercio (OMC) bajo el régimen de «nación más favorecida» (cada miembro de la OMC ha de aplicar a cualquier otro miembro el arancel más favorable de los existentes en los países con los que mantiene acuerdos comerciales)¹⁷. Y, si bien se

17 Véase Vega (2019).

ha avanzado en este último año y medio, a escala tanto nacional como de la UE, para hacer frente a los efectos más disruptivos de ese escenario en algunos sectores como el financiero, sería deseable evitar llegar a enero de 2021 sin un acuerdo comercial, al menos de mínimos, que regule las relaciones entre la UE y el Reino Unido. Difícilmente ese acuerdo podrá prever todos los aspectos de la relación futura entre ambas partes, dado el escaso margen de tiempo. Por ello, en el futuro, tendrían que ir perfilándose acuerdos complementarios en aquellos ámbitos que no se consideren imprescindibles para alcanzar uno a final de año.

BIBLIOGRAFÍA

- Banco de España (2020a). «Factores de demanda y oferta en la determinación del precio del petróleo en el contexto del Covid-19», recuadro 2, *Boletín Económico*, 2/2020.
- (2020b). «Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2020», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020.
- (2020c). «La recuperación reciente de la economía china durante el proceso de retirada paulatina de las medidas de contención del Covid-19», recuadro 1, *Boletín Económico*, 2/2020.
- (2020d). «El impacto económico inicial de la crisis sanitaria y las medidas de confinamiento en los países de la zona del euro», recuadro 3, *Boletín Económico*, 2/2020.
- Deaton, A. S., y C. H. Paxson (1998). «*Aging and Inequality in Income and Health*», *The American Economic Review*, vol. 88, n.º 2, mayo, pp. 248-253.
- Hale, T., N. Angrist, B. Kira, A. Petherick, T. Phillips y S. Webster (2020). *Variation in Government Responses to COVID-19*, Working Paper, Version 5.0, Blavatnik School of Government.
- Jordan, D. (2019). «*The Deadliest Flu: The Complete Story of the Discovery and Reconstruction of the 1918 Pandemic Virus*», Center for Disease Control and Prevention.
- Mian, A., L. Straub y A. Sufi (2020). *The saving glut of the rich and the rise in household debt*, Working Papers 26941, NBER.
- Nelson, M., y coautores (2010). «*Phylogeography of the Spring and Fall Waves of the H1N1/09 Pandemic Influenza Virus in the United States*», *Journal of Virology*, 85(2), pp. 828-834.
- Oke, J., y C. Heneghan (2020). *Global Covid-19 Case Fatality Rates*, Centre for Evidence-based Medicine, Universidad de Oxford.
- Prades, E., y P. Tello (2020). «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.
- Vega, J. L. (coord.) (2019). *Brexit: balance de situación y perspectivas*, Documentos Ocasionales, n.º 1905, Banco de España.
- Wu, P., X. Liu, Y. Fang, B. Fan, C. J. Fuller, Z. Guan, Z. Yao, J. Kong, J. Lu e I. J. Litvak (2008). «*Alcohol abuse/dependence symptoms among hospital employees exposed to a SARS outbreak*», *Alcohol and Alcoholism*, noviembre-diciembre 2008, 43(6), pp. 706-712.
- Wu, P., Y. Fang, Z. Guan, B. Fan, J. Kong, Z. Yao, X. Liu, C. J. Fuller, E. Susser, J. Lu y C. W. Hoven (2009). «*The psychological impact of the SARS epidemic on hospital employees in China: exposure, risk perception, and altruistic acceptance of risk*», *Canadian Journal of Psychiatry*, mayo, 54(5), pp. 302-311.

EFEKTOS ECONÓMICOS GLOBALES DE LA CRISIS SANITARIA

En este recuadro se ilustran los efectos adversos potenciales de la pandemia de Covid-19 y de las medidas para contener su propagación en las principales áreas económicas mundiales sobre la base de varios ejercicios de simulación. En los ejercicios se pone el énfasis en identificar y cuantificar los canales a través de los que se producen estos efectos (demanda interna, turismo, mercados financieros y de materias primas, disrupciones de oferta), la respuesta en curso de las políticas económicas y las interrelaciones entre países.

El alcance de la disrupción que este episodio pueda acabar teniendo resulta muy incierto en estos momentos, no solo por la propia duración de la pandemia y las implicaciones de las medidas de contención y de las respuestas de política económica, sino también porque en este contexto están operando, a la vez, varias perturbaciones económicas de distinta naturaleza. En primer lugar, la interrupción forzada de la producción incide negativamente sobre la oferta. Este fenómeno se ve amplificado por el elevado grado de integración del sector manufacturero a escala mundial y puede tener efectos persistentes sobre el producto potencial. En segundo lugar, la abrupta contracción de la demanda se está reflejando en un menor consumo de los hogares y en un retroceso de la inversión empresarial. En tercer lugar, la perturbación financiera global también puede generar efectos adversos considerables sobre las condiciones de financiación y sobre la riqueza de los agentes, lo que pesaría sobre las decisiones de consumo e inversión. En cuarto lugar, la caída de los precios de las materias primas perjudica a los países productores de estos bienes (si bien impacta positivamente en la renta de los consumidores de estos) y puede dar lugar, como se ha constatado en los últimos meses, a tensiones en algunos segmentos de los mercados financieros más expuestos a los vaivenes de los precios de estos bienes. Por último, existen riesgos de retroalimentación entre estas perturbaciones que pueden deprimir la actividad económica de forma más persistente. La incertidumbre sobre las perspectivas puede reducir el gasto de consumo e inversión más allá del horizonte de la propia crisis sanitaria, abocando a la destrucción de empresas y de puestos de trabajo, a un aumento de los impagos y al endurecimiento de las condiciones de financiación de

algunos agentes, lo que puede retroalimentar un círculo vicioso y elevar la persistencia de la crisis.

Para ilustrar los posibles órdenes de magnitud de la incidencia de la pandemia y de las medidas de contención sobre la actividad económica, a continuación se muestran los resultados de un conjunto de simulaciones realizadas sobre la base de diversos escenarios hipotéticos a partir del modelo macroeconómico global NiGEM¹. Este modelo presenta un marco simplificado, en el que se captan principalmente los canales que operan a través de la demanda interna, el turismo, los efectos de las variables financieras y los precios de materias primas, si bien también incorpora de manera parcial algunos efectos por el lado de oferta. En cuanto a las políticas económicas, en las simulaciones se asume que estas reaccionan de acuerdo con los patrones históricos habituales², aunque también se incluyen las medidas presupuestarias adoptadas y anunciadas que se detallan en la sección 3 de este epígrafe.

Se consideran tres escenarios hipotéticos, denominados «acotado», «persistente» y de «confinamiento prolongado», que se diferencian en la duración asumida del período de confinamiento, la velocidad a la que se supone que se recuperará la demanda y la posibilidad de que se produzca un tensionamiento en las condiciones financieras globales. Los supuestos técnicos del ejercicio se detallan en el cuadro 1. En estos escenarios, se supone que la crisis afecta de forma generalizada a todas las geografías y que los efectos adversos directos de la pandemia se circunscriben al primer semestre de este año, si bien la incertidumbre acerca del desarrollo futuro de la epidemia sigue siendo elevada, como se argumenta en la sección 2.1 de este epígrafe. En los dos primeros escenarios, se considera que el confinamiento tiene una duración total de ocho semanas, mientras que, en el caso del escenario de «confinamiento prolongado», las medidas de contención más severas se extienden hasta doce semanas. Estos períodos se asumen de manera uniforme para todas las economías simuladas, dada la dificultad de identificar de manera específica la intensidad asociada a las medidas de restricción de la libertad de movimiento de las personas y a la actividad empresarial, así como los momentos de introducción y relajación de

1 La documentación del modelo, desarrollado por el National Institute of Economic and Social Research, está disponible en <https://nimodel.niesr.ac.uk/>.

2 En concreto, se considera que la política monetaria es endógena de acuerdo con una «regla de Taylor» (y las medidas no convencionales suplen la restricción de tipos nominales negativos) y que la política fiscal actúa a través de los estabilizadores automáticos (manteniendo, simultáneamente, un objetivo de saldo presupuestario a medio plazo).

Recuadro 2.1

EFEKTOS ECONÓMICOS GLOBALES DE LA CRISIS SANITARIA (cont.)

las actuaciones públicas, que han sido muy heterogéneas entre jurisdicciones. En cuanto a la velocidad de la recuperación, en el escenario «acotado» se considera un perfil de actividad más dinámico, asociado a una recuperación rápida de las condiciones financieras y de las compras de bienes duraderos pospuestas durante el confinamiento, que se iría materializando a partir del final del segundo trimestre. Sin embargo, en los otros dos escenarios se incorporan efectos adversos adicionales, derivados de la posibilidad de que la caída inicial de la actividad acabe teniendo una mayor persistencia por un eventual tensionamiento de las condiciones financieras, que harían más perdurables algunos de los elementos

contractivos de la pandemia. El tamaño de las perturbaciones que se aplican a estos escenarios se calibra usando los datos disponibles sobre la reducción de la actividad en China en el primer trimestre de 2020 y las caídas observadas en los mercados financieros y de materias primas a mediados de marzo, así como la evolución observada del producto potencial tras la crisis financiera global iniciada en 2008.

De acuerdo con las simulaciones llevadas a cabo, el crecimiento mundial se reduciría, con respecto a lo esperado antes de la generalización de la pandemia³, en unos 7 pp, 9 pp y 12 pp en 2020 en los escenarios

Cuadro 1
CALIBRACIÓN DE LOS ESCENARIOS

Perturbación	Calibración	Escenario 1 Acotado			Escenario 2 Persistente			Escenario 3 Confinamiento prolongado		
		China	Economías avanzadas	Resto de emergentes	China	Economías avanzadas	Resto de emergentes	China	Economías avanzadas	Resto de emergentes
Demanda interna	Estimaciones del crecimiento del PIB de China en el I TR: -10 % intertrimestral	-10 % durante tres meses; tras la imposición de medidas de contención, se recupera el 40 % del shock en el trimestre siguiente			-10 % durante tres meses; tras la imposición de medidas de contención, la demanda interna se recupera lentamente			-15 % durante tres meses; tras la imposición de medidas de contención, la demanda interna se recupera lentamente		
Oferta	Reducción del PIB potencial en crisis financieras + caída de la inversión + horas trabajadas	La caída de la inversión y de las horas trabajadas afecta al PIB potencial			El PIB potencial se ve afectado adicionalmente por una crisis financiera					
Turismo	Restricciones severas al movimiento de personas		-100 % en el II TR de 2020 y recuperación gradual hasta el III TR de 2021							
Mercados financieros	Bolsas mundiales	Índice MSCI Global desde el inicio de la epidemia	-25 % en el II TR; revierte a los niveles previos rápidamente		-25 % en el II TR; revierte a los niveles previos muy suavemente					
	Prima de riesgo de la inversión	Spread corporativo (media grado de inversión y <i>high yield</i>)	+250 pb en el II TR; revierte a los niveles previos rápidamente		+250 pb en el II TR; revierte a los niveles previos muy suavemente					
Materias primas	Mercado de futuros petróleo		Cambio de los precios del barril de <i>Brent</i> implícito en la curva de futuros							
Política fiscal discrecional	Medidas presupuestarias adoptadas y anunciadas	Las medidas presupuestarias consideradas se corresponden a las detalladas en la sección 3.4 de este epígrafe. El impulso fiscal discrecional promedio es mayor en las economías avanzadas que en las emergentes								
		2/3 se despliegan a lo largo de 2020 y 1/3 en la primera mitad de 2021								
		Estas medidas se han instrumentado generalmente mediante transferencias								

FUENTE: Banco de España.

3 Se toman como referencia las previsiones realizadas por el Fondo Monetario Internacional. Véase *World Economic Outlook: Tentative Stabilization, Sluggish Recovery?*, Fondo Monetario Internacional, enero de 2020.

Recuadro 2.1

EFEKTOS ECONÓMICOS GLOBALES DE LA CRISIS SANITARIA (cont.)

acotado, persistente y de confinamiento prolongado, respectivamente. Así pues, el crecimiento de la economía global se situaría en registros negativos del -3,7 %, del

-6,1 % y del -8,9 %, respectivamente, en 2020 (véase gráfico 1)⁴. Los efectos más adversos se producirían a través del canal de la demanda interna, seguidos del

Gráfico 1
IMPACTO GLOBAL DE LA CRISIS SANITARIA EN 2020

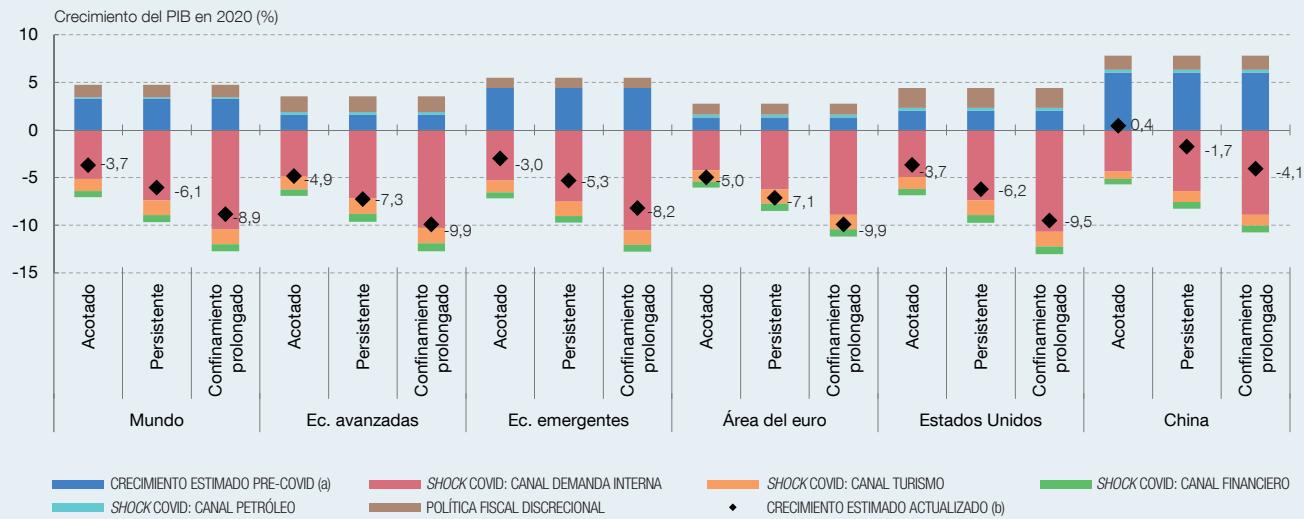


Gráfico 2
EFECTO DE LAS INTERRELACIONES ENTRE ECONOMÍAS EN EL CRECIMIENTO

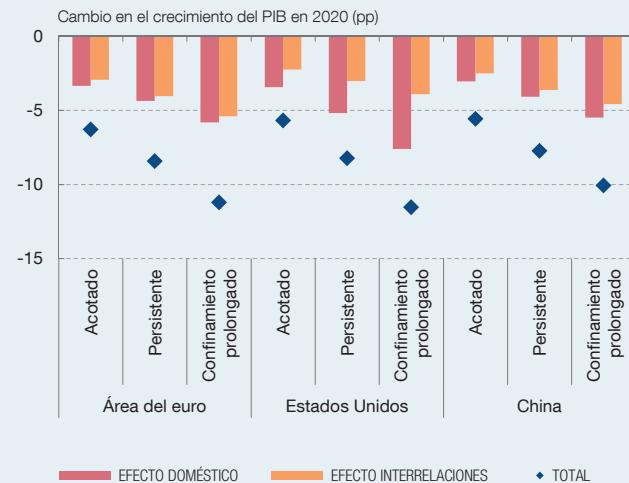
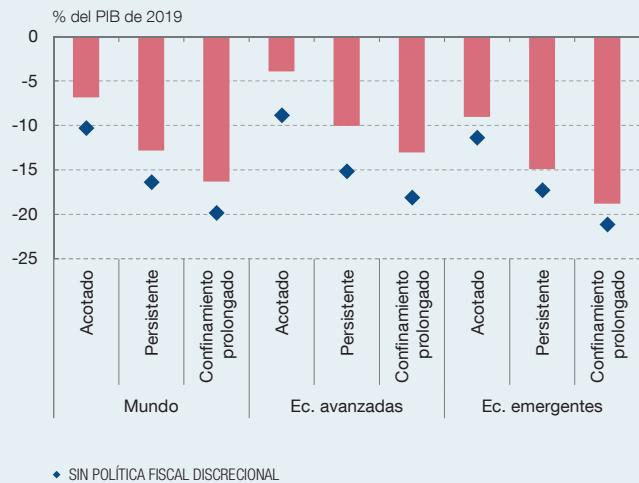


Gráfico 3
PÉRDIDA ACUMULADA DE PIB ENTRE EL I TR DE 2020 Y EL IV TR DE 2021



FUENTES: Banco de España y Fondo Monetario Internacional.

- a Las previsiones pre-Covid consideradas corresponden a las del Fondo Monetario Internacional recogidas en el *WEO Update* de enero de 2020.
b Suma del impacto de los canales tomados de manera individual más el efecto composición (interacción entre los canales).

4 El Fondo Monetario Internacional prevé que el efecto de la pandemia sobre el crecimiento mundial alcanzará -6,3 puntos porcentuales en 2020, suponiendo que las medidas de contención más estrictas duran un total ocho semanas y las restricciones se levantan gradualmente a lo largo de la segunda mitad de 2020; véase *World Economic Outlook: The Great Lockdown*, Fondo Monetario Internacional, abril de 2020. Por su parte, los escenarios considerados por la OCDE reflejan una reducción del PIB mundial en 2020 de entre 6 puntos porcentuales (sin rebrotes) y 7,6 puntos porcentuales (si se produce un rebrote generalizado este año); véase *OECD Economic Outlook, The world economy on a tightrope*, OCDE, junio de 2020. Por último, las proyecciones del Banco Mundial de junio consideran que el crecimiento mundial se reduciría en 7,7 puntos porcentuales; véase «*Pandemic, Recession: The Global Economy in Crisis*», Banco Mundial, junio de 2020.

EFEKTOS ECONÓMICOS GLOBALES DE LA CRISIS SANITARIA (cont.)

colapso del sector turístico, mientras que los efectos contractivos de la perturbación financiera son más reducidos. Por áreas geográficas, el impacto es algo más acusado en las economías emergentes que en las avanzadas, debido a un mayor impacto del canal de demanda interna y a un efecto ligeramente contractivo asociado a la caída de los precios de las materias primas, cuyos productores pertenecen en general a este grupo⁵. En cuanto las principales economías mundiales, Estados Unidos sufriría un impacto adverso sobre su crecimiento de 5,7 pp, 8,2 pp y 11,5 pp en cada uno de los tres escenarios, respectivamente, retrocesos similares a los obtenidos para el área del euro (de 6,3 pp, 8,4 pp y 11,2 pp, respectivamente). Por su parte, la magnitud de los impactos en China sería de 5,6 pp, 7,7 pp y 10,1 pp, respectivamente. Los efectos desbordamiento (*spillovers*) asociados a las interrelaciones financieras y reales⁶ entre las distintas economías explican entre un tercio y casi la mitad de estos impactos en el crecimiento, siendo mayores en las áreas más abiertas, como el área del euro (véase gráfico 2). Dado el supuesto de que la crisis sanitaria y las medidas de contención tienen un carácter transitorio, las economías comenzarían a recuperarse a partir del segundo semestre de 2020, de manera que la economía global registraría un avance sustancial en 2021. No obstante, la pérdida acumulada de renta entre 2020 y 2021 se situaría, dependiendo del escenario, entre el 7 % y el 16 % del PIB mundial (véase gráfico 3).

La política fiscal discrecional desempeña un papel determinante a la hora de moderar el impacto de la perturbación y apoyar la recuperación de la actividad

tras la crisis sanitaria. Las medidas presupuestarias adoptadas, comunes en los tres escenarios, consiguen atenuar en 1,2 pp, aproximadamente, la reducción del crecimiento de la economía mundial en 2020 (véase el gráfico 1). El efecto es más acusado en las economías avanzadas, por el mayor impulso fiscal desplegado, que en las emergentes, que detentan un menor espacio fiscal. Estas medidas consiguen limitar la pérdida acumulada de renta mundial en 2020 y 2021, en alrededor de 3,5 pp del PIB, como puede observarse de nuevo en el gráfico 3.

La aún limitada información sobre la evolución de la actividad en la coyuntura actual, la velocidad a la que se están desarrollando los acontecimientos y la ausencia de episodios comparables en las últimas décadas hacen que estas simulaciones estén sujetas a un nivel de incertidumbre inusualmente elevado. En particular, la duración de la pandemia y las implicaciones de las medidas de contención sobre la economía a medio plazo son particularmente inciertas. De prolongarse estas medidas de contención más allá de lo considerado en estos ejercicios o de producirse un significativo rebrote posterior de la enfermedad e implementarse medidas de cuarentena similares a las adoptadas en estos meses pasados, el impacto negativo sobre la economía mundial sería aún más grave⁷. En este contexto, la aplicación coordinada de políticas económicas, como las que se han desplegado en los últimos meses, resulta necesaria para amortiguar los efectos negativos sobre hogares y empresas, y devolver la economía global cuanto antes a una senda de crecimiento sostenido y de creación de empleo.

5 Algunos factores podrían ocasionar que el impacto en las economías emergentes fuera aún más acusado. Por un lado, en las simulaciones se supone que las caídas en los índices bursátiles y los aumentos en las primas de riesgo en las economías emergentes son de la misma magnitud que en las avanzadas. Por otro lado, se asume que las economías emergentes tienen un margen de actuación de las políticas monetarias equiparable al de las avanzadas. Por último, el modelo incorpora unas elasticidades de los precios de las materias primas al PIB inferiores a las estimadas en la literatura empírica para algunos países exportadores de esos productos, lo que podría llevar a que las caídas del PIB fueran superiores a las consideradas en este ejercicio.

6 Estos efectos *spillover* se calculan como la diferencia en el impacto en el PIB considerando todas las economías del modelo y el impacto si no se permite la interrelación de cada economía con terceros países.

7 Para una ilustración de escenarios más adversos, con rebrotos de la epidemia en 2021, véase *World Economic Outlook: The Great Lockdown*, Fondo Monetario Internacional, abril de 2020.