

# La política económica española y el COVID-19

Raymond Torres y María Jesús Fernández\*

**La crisis sanitaria plantea un escenario complejo para la política económica, por la naturaleza sin precedentes del *shock* y porque sus repercusiones serán significativas. Se estima que el PIB sufrirá una severa contracción durante el primer semestre del año, seguida de un rebote que podría dejar la caída en el 3% para el conjunto de 2020, siguiendo un impacto en forma de U. Frente a vaticinios más alarmistas, este se sustenta en la evolución que ya se percibe en países donde el virus golpeó con anterioridad, como China y Corea del Sur. Así, en 2021 la economía española podría crecer un 2,8%. Las medidas de emergencia adoptadas por el Gobierno y el Banco Central Europeo responden a esta situación, aunque habrá que seguir calibrando la intensidad de los estímulos en función de la duración de la crisis, con el objetivo de conservar el aparato productivo, mantener el empleo en empresas sostenibles y asegurar que el efecto rebote es el esperado.**

Con la crisis sanitaria que se ha desatado como consecuencia de la pandemia de COVID-19, la economía global se enfrenta a su mayor desafío desde la Gran Recesión. Esta es una crisis sin precedentes en la historia reciente, por sus características que combinan una merma de la capacidad productiva (*shock* de oferta) con un desplome de los mercados internacionales y de la demanda interna (*shock* de demanda), junto con fuertes restricciones al movimiento de personas (con efectos a la vez sobre la oferta y la demanda). Además, en contra de las anteriores fases recesivas, esta proviene de circunstancias ajenas a la economía, y su virulencia depende también en parte de factores exógenos a la acción humana, como el grado de estacionalidad del virus, y su capacidad de mutación y de contagio en todos los rincones del planeta.

El objetivo del presente artículo es examinar los retos para la política económica española a raíz de la expansión del COVID-19. Conviene subrayar las limitaciones que rodean este ejercicio, tanto por el carácter excepcional de la crisis como por la acumulación de importantes medidas monetarias y fiscales, y las incertidumbres del contexto internacional.

Este trabajo se basa en la hipótesis de una crisis sanitaria limitada en el tiempo, de modo que las medidas de confinamiento podrían empezar a relajarse antes del verano, tanto en España como en el resto de Europa y Estados Unidos. Se considera, por tanto, que el mayor impacto se concentrará en los meses de marzo y abril, atenuándose progresivamente en los meses posteriores, de modo que en el tercer trimestre la actividad iría retornando a la

\* Funcas.

normalidad. El supuesto está avalado por los precedentes de China y Corea del Sur, que han logrado aplanar la curva de expansión del coronavirus, facilitando la recuperación de la actividad productiva. Por otra parte, este trabajo incorpora las medidas recientemente adoptadas por el Gobierno en el contexto de estado de alarma<sup>1</sup> y las del Banco Central Europeo (BCE)<sup>2</sup>.

Con todo, la inexistencia de precedentes históricos comparables, unido a la incertidumbre con respecto a la duración de la enfermedad y el grado de extensión internacional que alcanzará, dificulta el análisis de la respuesta de las políticas públicas. Por tanto, este trabajo debe considerarse como preliminar y sujeto a revisión en función de la evolución de la pandemia.

## Mecanismos de transmisión del coronavirus a la economía española

Desde el punto de vista económico, el virus, junto con las medidas de contención que se han adoptado frente a él, se asimilan a un *shock* de oferta que reduce drásticamente la capacidad productiva de manera transitoria –en base a las hipótesis anteriormente expuestas–. Este *shock* se traduce en una reducción de los suministros necesarios para la producción, con especial incidencia en los sectores industriales más integrados en las cadenas de valor globales. Otros factores que paralizan la actividad son el confinamiento de buena parte de la mano de obra disponible, que no puede teletrabajar o desplazarse, y el cierre que se ha decretado de los establecimientos que operan de cara al público, salvo aquellos que suministran alimentos, bienes de primera necesidad, productos farmacéuticos y sanidad. Estos efectos de oferta afectan especialmente a buena parte de la industria, la construcción, el comercio, la hostelería, la restauración y el sector del ocio y de la cultura.

El virus también debilita la demanda. En primer lugar, porque una de las principales vías de transmisión de la crisis sanitaria será el consumo, que sufrirá caídas muy acusadas en los meses de marzo y abril. Para aproximar su magnitud, se han realizado hipótesis acerca del posible comportamiento de cada uno de los doce grupos de bienes y servicios en los que la *Encuesta de Presupuestos Familiares* clasifica el gasto, y se ha tenido en cuenta el peso de cada uno de ellos en el gasto total de los hogares. Se espera la recuperación parcial del gasto no realizado en algunas de dichas categorías en los meses inmediatamente siguientes al final del confinamiento, y posteriormente el retorno del gasto a un nivel estable pero inferior al previo a la crisis. Como consecuencia, el consumo sufrirá una fuerte caída en los trimestres primero y segundo, un repunte en el tercero y cuarto, y posteriormente un retorno a la senda de moderado crecimiento anterior a esta crisis.

También la inversión se verá afectada, debido fundamentalmente a la paralización de decisiones que serán pospuestas a periodos posteriores, y en algunos casos definitivamente canceladas debido a la incertidumbre, que puede tardar aún tiempo en remitir tras la desaparición de la enfermedad.

---

*El impacto será especialmente dramático en el turismo procedente del exterior, siendo este el componente de la demanda que más crecimiento restará al PIB. El retorno a la normalidad será más lento en este sector, que probablemente hasta el año próximo no volverá a cifras anteriores a la pandemia.*

---

Las exportaciones sufrirán una importante caída como consecuencia de la extensión de la pandemia a Europa y Estados Unidos. Para estimar su comportamiento se parte de unas previsiones de crecimiento del PIB para el conjunto de la eurozona del -4% en 2020 y del 2% en 2021. Estas hipótesis son

<sup>1</sup> En especial el Real Decreto 8/2020, de 17 de marzo, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del COVID-19.

<sup>2</sup> La última que se incorpora es el programa de compras de títulos de deuda divulgado el 18 de marzo, por un monto total de 750.000 millones de euros.

Gráfico 1

## Mecanismos de transmisión del COVID-19 a la economía

Febrero	Marzo-Abril	Mayo-Junio	Tercer trimestre
COVID-19	Parálisis de la economía	Restablecimiento progresivo de la capacidad productiva	Recuperación progresiva de la demanda y rebote de la producción
	<i>Shock</i> transitorio de oferta: <ul style="list-style-type: none"> <li>• interrupción de suministros</li> <li>• confinamiento</li> <li>• limitación a la actividad</li> </ul>	Desaparición progresiva del <i>shock</i> de oferta: <ul style="list-style-type: none"> <li>• suministros se van reanudando</li> <li>• relajación del confinamiento</li> <li>• menos limitaciones a la actividad productiva</li> </ul>	Normalización del aparato productivo
	<i>Shock</i> de demanda: <ul style="list-style-type: none"> <li>• consumo constreñido</li> <li>• menor inversión por la incertidumbre y hundimiento de las bolsas</li> <li>• desplome comercio internacional y del turismo</li> <li>• presión prima de riesgo</li> </ul>	Leve repunte de la demanda: <ul style="list-style-type: none"> <li>• gasto constreñido aflora</li> <li>• inversión todavía afectada pese al rebote de las bolsas</li> <li>• rebote del comercio internacional</li> <li>• turismo se recupera ligeramente</li> <li>• prima de riesgo se reduce</li> </ul>	Recuperación progresiva de la demanda
<i>Objetivos de política económica</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Evitar el desplome de la capacidad productiva (liquidez, mantenimiento del empleo)</li> <li>• Sostener la demanda</li> <li>• Contener primas de riesgo (BCE)</li> </ul>		<i>Apoyo a la recuperación y políticas de empleo (evitar histéresis)</i>

menos pesimistas que las que manejan entidades reputadas como Morgan Stanley (-5% para 2020), Capital Economics (-6%) o JP Morgan (-11,4%)<sup>3</sup>. Asimismo, se ha usado como ejemplo la caída del comercio en China y Corea.

En el caso de las exportaciones de servicios turísticos, el impacto será especialmente dramático, siendo este el componente de la demanda que más crecimiento restará al PIB. El retorno a la normalidad será mucho más lento en este sector, que probablemente hasta el año próximo no volverá a cifras anteriores a la pandemia. Su desplome supondrá una aportación fuertemente negativa al crecimiento del PIB por parte del sector exterior, ya que no será

compensado por la caída de las importaciones derivada del retraimiento de la demanda nacional.

Uno de los grandes motivos de incertidumbre reside en la severidad que alcanzarán las medidas de contención en los países europeos menos afectados hasta el momento, así como en Estados Unidos. En el caso de generalizarse las medidas fuertemente disruptivas adoptadas en países como España o Italia, el impacto sobre las exportaciones sería más agudo que el contemplado en estas estimaciones.

En suma, más que unas previsiones, estamos ante un ejercicio de simulación de cuál sería el impacto económico del COVID-19 bajo las hipótesis

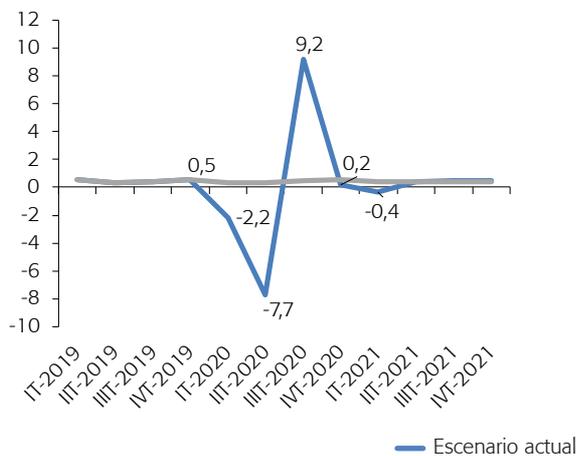
<sup>3</sup> Véase, Capital Economics (2020), JP Morgan (2020) y Markets Insider (2020).

Gráfico 2

## Evolución prevista de la economía española antes de la crisis sanitaria y escenario actual

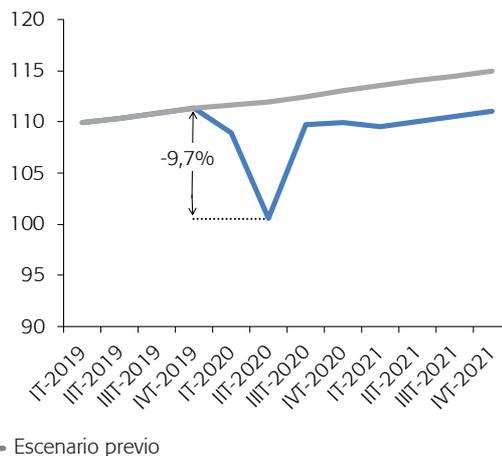
## 2a. Crecimiento del PIB

(Tasas intertrimestrales)



## 2b. PIB en niveles

(Base 100 en 2015)



Fuente: Estimaciones de Funcas.

y los escenarios de comportamiento mencionados. El resultado de todo ello sería una caída severa de la actividad económica durante la primera parte del año, seguida de un rebote durante el segundo semestre, a medida que las condiciones de producción se normalizan y la demanda se recupera (gráfico 2). Sin embargo, no se recuperaría todo el terreno perdido, y el PIB se contraería un 3% en el conjunto del 2020 (cuadro 1 en el anexo)<sup>4</sup>. La recuperación en la segunda mitad del año de gran parte de la actividad daría lugar a un repunte del 2,8% en 2021. Se espera, por tanto, una evolución en forma próxima a una U, y no de una V, porque en sectores como el turístico la vuelta a la normalidad será relativamente lenta<sup>5</sup>. Frente a las previsiones más alarmistas de algunos analistas, estas están basadas en las tendencias registradas en los países donde el virus golpeó con anterioridad, como China y Corea del Sur.

Por lo general, y pese al rebote de actividad anticipado para el segundo semestre, habrá que esperar

hasta una normalización del comportamiento de ahorro de los hogares, al principio en fuerte aumento por las medidas de confinamiento, y posteriormente

*Se espera una caída severa de la actividad económica en la primera parte del año, seguida de un rebote durante el segundo semestre, a medida que las condiciones de producción se normalizan y la demanda se recupera. En conjunto, el PIB se contraería un 3% en 2020 y la recuperación posterior de gran parte de la actividad daría lugar a un repunte del 2,8% en 2021.*

en descenso en consonancia con la recuperación. Asimismo, las decisiones de inversión empresarial requerirán de un cierto tiempo hasta normalizarse.

La repercusión en el empleo será severa, pero también, en su mayor parte, contenida en el tiempo. El grueso se recuperará en la segunda mitad del

<sup>4</sup> Para estas estimaciones, el escenario base es el realizado antes de la llegada a España de la crisis sanitaria (ver Torres y Fernández, 2020).

<sup>5</sup> Esta evolución se asemeja a otras estimaciones recientes, como Deutsche Bank (2020).

año, siendo los sectores más afectados por las restricciones de oferta y aquellos ligados al turismo los que sufrirán una caída más persistente del mismo.

## El papel de la política económica

La recuperación que se anticipa a partir de la segunda parte del año descansa sobre la hipótesis de una respuesta de la política económica a la altura de las circunstancias (además del supuesto de una crisis sanitaria por un tiempo limitado, como se ha mencionado más arriba). Esta respuesta consiste, en primer lugar, en medidas destinadas a limitar el cierre de empresas, mediante garantías de crédito, avales públicos destinados a facilitar el pago de facturas e impuestos y préstamos en condiciones favorables. El monto previsto para estas actuaciones en el Real Decreto de medidas urgentes es de 100.000 millones, cerca del 8% del PIB, que podría doblarse en función del multiplicador de crédito concedido por las entidades. Se sitúa en niveles algo inferiores a países vecinos como Alemania, pero por encima de lo que ha previsto Italia (gráfico 3).

En segundo lugar, la estrategia incorpora medidas que, a diferencia de los avales y garantías, suponen un gasto o una reducción de ingresos para las arcas públicas. Entre ellas, destacan aquellas orientadas a mantener el empleo en empresas sostenibles (expedientes de regulación temporal de empleo, ajustes de jornada), y aportar un com-

*La estrategia de respuesta del Gobierno contiene medidas destinadas a limitar el cierre de empresas, mediante garantías de crédito, avales públicos para facilitar el pago de facturas e impuestos y préstamos en condiciones favorables. El monto previsto para estas actuaciones es de 100.000 millones, cerca del 8% del PIB.*

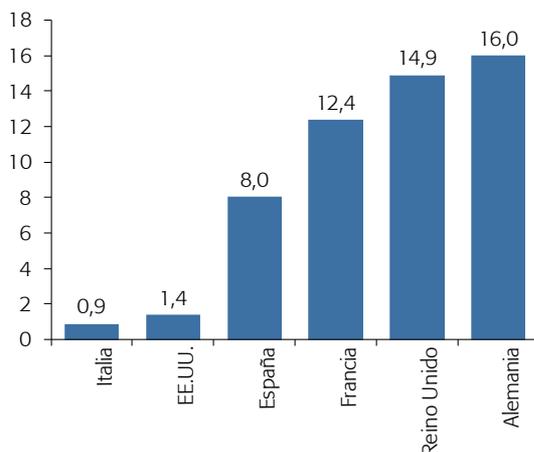
plemento de ingresos a los colectivos en dificultad. En el plan del Gobierno español, estas medidas se elevan a cerca de 20.000 millones, o 1,6% del PIB. En otros países como Estados Unidos y Reino Unido, el plan presupuestario también incluye

Gráfico 3

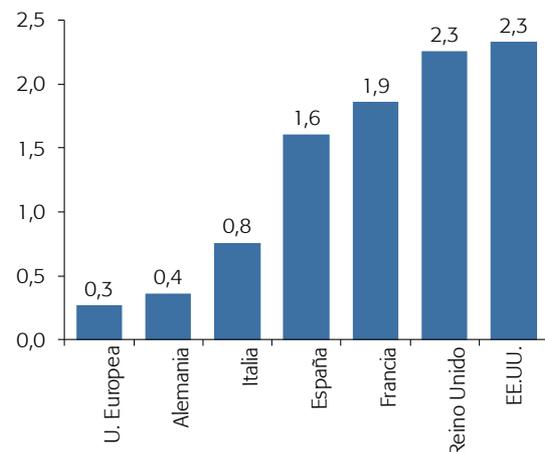
### Políticas económicas frente a la crisis: comparación internacional\*

(En porcentaje del PIB)

#### 3a. Avales, préstamos y garantías públicas para sostener la liquidez de las empresas



#### 3b. Planes presupuestarios para mantener el empleo y sostener la demanda



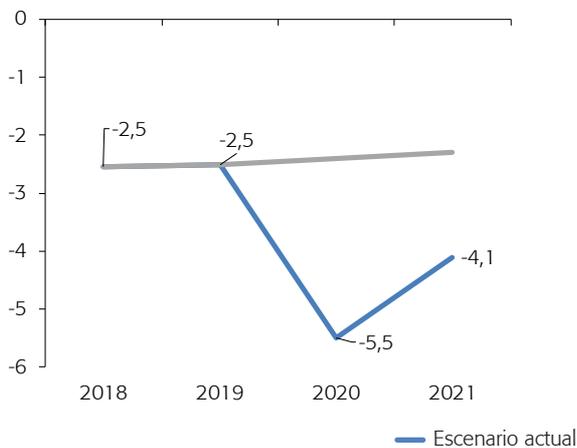
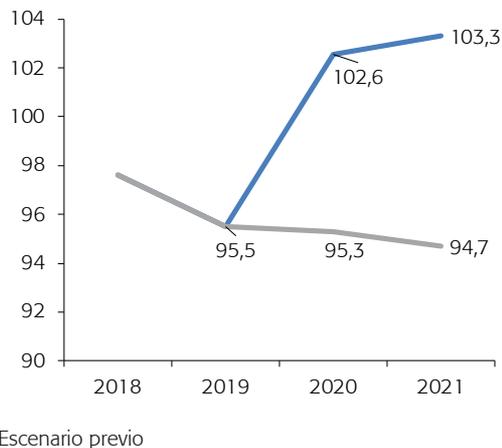
Nota: Con información hasta el 20 de marzo

Fuente: Funcas, con información del Ministerio de Economía y fuentes nacionales.

Gráfico 4

**España. Evolución prevista del déficit y de la deuda pública antes de la crisis sanitaria y escenario actual**

(En porcentaje del PIB)

**4a. Déficit****4b. Deuda**

Fuente: Funcas.

iniciativas de recorte de impuestos o de inversión pública, lo que motiva que su monto es significativamente más elevado que en España (gráfico 3). Por otra parte, una dificultad específica para el caso español es la persistencia de un porcentaje elevado de ocupados con contratos de corta duración. Para este colectivo, las medidas de mantenimiento del empleo no tienen la misma eficacia que para los que gozan de relaciones contractuales estables, ya que las empresas son reacias a renovar contratos temporales en un contexto coyuntural desfavorable. Asimismo, hay un volumen muy importante de mano de obra que se contrata cada año en los meses de mayo y junio para cubrir las necesidades de la temporada de verano en el sector turístico (cerca de 400.000), contrataciones que en gran parte no se llevarán a cabo este año debido a la mayor duración del impacto en el sector, y los afectados tampoco se verán beneficiados por dichas medidas.

Con todo, se anticipa una fuerte agravación del déficit público, hasta el 5,5% del PIB en 2020 (tres puntos por encima del escenario de base, anterior a la crisis), por el doble efecto de la erosión de la base recaudatoria del gasto como consecuencia de la caída temporal de actividad, y del impacto fiscal

de las medidas de respuesta a la crisis sanitaria (gráfico 4). Por su parte, la deuda pública también podría interrumpir su leve tendencia descendente registrada estos últimos años, para escalar hasta cerca del 104% del PIB, es decir 10 puntos por encima del escenario de base. Este es el resultado de la acumulación de déficit en 2020 y 2021 y del probable incremento de pasivos como consecuencia de garantías y avales a algunas empresas que se ven en la incapacidad de devolver sus préstamos.

En tercer lugar, junto a una posible extensión geográfica y en el tiempo mayor de lo previsto, otro de los riesgos es que la situación degenera en una crisis financiera y de deuda, con primas de riesgo crecientes. A este respecto es clave la actuación del Banco Central Europeo, como se ha visto en fechas recientes con el fuerte repunte registrado en la prima de riesgo sobre la deuda española tras las confusas declaraciones de la presidenta del BCE. Sin embargo, la prima de riesgo ha descendido algo, fruto del potente programa de compra de títulos de deuda pública y privada anunciado por el mismo BCE el 18 de marzo, por un total de 750.000 millones. La contención de las primas de riesgo es, por tanto, esencial para permitir a los estados llevar a

cabo los planes de respuesta a la crisis sanitaria, de cara a mantener el aparato productivo en condiciones para un futuro rebote.

En suma, se espera que la pandemia tenga un impacto severo sobre la economía española, especialmente durante la primera parte del año. La actividad podría rebotar durante el segundo semestre, sin recuperar todo el terreno perdido, lo que dejaría una caída del PIB del 3% para el conjunto del 2020. Esta es una estimación menos pesimista que lo que vaticinan algunos analistas, y que se basa en la experiencia de países asiáticos golpeados con anterioridad y que empiezan a recuperarse.

---

*La puesta en marcha de un programa europeo de emergencia, financiado por eurobonos, sería un paso en la buena dirección. Esta iniciativa, o una mayor implicación del MEDE, serían de gran ayuda, especialmente en las economías más afectadas por la crisis.*

---

El principal riesgo a que se enfrenta la economía española es el de un episodio pandémico más prolongado de lo que generalmente se supone. Como se ha mencionado, estas estimaciones preliminares se basan en el supuesto de una mejora de la situación sanitaria a partir del mes de mayo, que facilitarían la relajación de las medidas de emergencia como el confinamiento, y restauraría las cadenas productivas. Este es el escenario que se observa en países que estuvieron en el epicentro de la crisis antes que Europa, y cuya situación empieza a normalizarse. Por supuesto, si aparecieran nuevos brotes víricos durante el verano o en los meses posteriores, la economía se resentiría y el efecto rebote se retrasaría.

Otra incógnita es la respuesta de la Unión Europea, hoy por hoy insuficiente. En una reciente

encuesta dirigida a gran parte de los participantes en el Panel de Funcas, prácticamente todos los analistas apelaban a un mayor protagonismo de la política fiscal europea<sup>6</sup>. La puesta en marcha de un programa europeo de emergencia, financiado por eurobonos, sería un paso en la buena dirección. Esta iniciativa, o una mayor implicación del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), serían de gran ayuda, especialmente si las economías más afectadas como la italiana no consiguieran levantar cabeza, desencadenando una cascada de créditos dudosos y despertando nuevos temores en los mercados.

## Referencias

- CAPITAL ECONOMICS (2020). *EZ facing more than 10% quarterly slump in GDP*, 17 de marzo. <https://www.capitaleconomics.com/publications/european-economics/european-economics-update/ez-facing-more-than-10-quarterly-slump-in-gdp/>
- DEUTSCHE BANK (2020). *Deutsche Bank Economists forecast "severe recession" due to Covid-19*, 18 de marzo. Disponible en: [https://www.db.com/newsroom\\_news/2020/deutsche-bank-economists-forecast-severe-recession-due-to-covid-19-en-11507.htm](https://www.db.com/newsroom_news/2020/deutsche-bank-economists-forecast-severe-recession-due-to-covid-19-en-11507.htm)
- JP MORGAN (2020). *Assessing the fallout from the Coronavirus pandemic*, 20 de marzo. Disponible en: <https://www.jpmorgan.com/global/research/coronavirus-impact>
- MARKETS INSIDER (2020). *Morgan Stanley officially says a global recession is now its base case as the coronavirus outbreak escalates*, 17 de marzo. <https://markets.businessinsider.com/news/stocks/coronavirus-fuel-recession-economic-forecast-us-europe-china-morgan-stanley-2020-3-1029004569>
- TORRES, R. y FERNÁNDEZ, M. J. (2020). La economía española en 2019 y previsiones para 2020-2022. *Cuadernos de Información Económica*, 274, enero/febrero. [https://www.funcas.es/publicaciones\\_new/Sumario.aspx?IdRef=3-06274](https://www.funcas.es/publicaciones_new/Sumario.aspx?IdRef=3-06274)

<sup>6</sup> <https://www.funcas.es/covid-19/Encuesta-sobre-el-impacto-internacional-del-Covid-19>