

ARTÍCULOS ANALÍTICOS

Boletín Económico

2/2020

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosistema

ESCENARIOS MACROECONÓMICOS DE REFERENCIA  
PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA TRAS EL COVID-19

## RESUMEN

La propagación global del Covid-19 y la adopción, en una mayoría de países, de medidas extraordinarias para paliar sus efectos sobre la salud pública, tales como la paralización de parte de la actividad económica y el confinamiento de la población, están teniendo un impacto contractivo muy severo sobre el PIB y el empleo en todo el mundo. Aunque la acción decidida de las distintas autoridades, nacionales y supranacionales, contribuirá a paliar esos efectos, su magnitud sigue siendo, por el momento, muy incierta.

En este artículo se desarrollan un conjunto de escenarios para la economía española que toman en consideración distintos supuestos alternativos acerca de la duración del confinamiento y de la persistencia de la perturbación sufrida. Para ello se explotan dos metodologías de distinta naturaleza. La primera de ellas descansa sobre una valoración de las pérdidas de producción sectoriales como consecuencia de las medidas de contención de la epidemia; la segunda se basa en simulaciones de los principales canales de transmisión de los efectos económicos de la pandemia, mediante el Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE). Los resultados de los distintos ejercicios apuntan a retrocesos del PIB español en 2020 sin precedentes en la historia reciente, si bien su magnitud es muy sensible a los supuestos de partida, sobre cuya verosimilitud existe mucha incertidumbre. Una vez superada la fase más aguda de crisis a corto plazo, la actividad comenzaría a recuperarse a un ritmo que, en todo caso, dependerá de la percepción del riesgo sanitario en los próximos meses y de la capacidad de reactivación de la parte del tejido productivo más dañada por el actual parón de la actividad. De cara a 2021, cabe esperar que la economía española recupere una parte significativa, pero no completa, del flujo de actividad y empleo que se esperaba antes de la pandemia.

Es necesario resaltar, en cualquier caso, la naturaleza provisional de estos cálculos, que necesariamente habrán de ser sometidos a una revisión continuada en los próximos meses, a medida que se vaya disponiendo de nueva información.

**Palabras clave:** perspectivas macroeconómicas, escenario, simulación, Covid-19, pandemia, recesión, perturbación, análisis sectorial.

**Códigos JEL:** E1, E17, E20, E27, E60, C53, C67, I1.

### 1 Resumen y conclusiones

La expansión a escala global del Covid-19, enfermedad causada por un coronavirus, y, sobre todo, las medidas adoptadas para reducir la pérdida de vidas humanas han conducido a la mayoría de las economías a una paralización de parcelas importantes de la actividad y, por tanto, a una caída profunda y repentina del PIB. De este modo, la crisis sanitaria global ha dado paso a una crisis económica global. Ante la magnitud del problema, las autoridades económicas han reaccionado poniendo en marcha medidas en ámbitos muy diversos, al objeto de paliar los severos efectos de salud pública, sociales y económicos de la crisis.

Este ha sido también el caso de España, donde, con el objetivo de contener la expansión del contagio de la enfermedad, las autoridades han decretado el confinamiento de la población en sus hogares y el cierre de ramas enteras de la actividad económica (en particular, algunas del sector servicios muy intensivas en mano de obra, como la hostelería o una porción importante del comercio minorista). En concreto, el rápido aumento del número de contagios condujo al Gobierno a la declaración del estado de alarma el día 14 de marzo por un plazo de dos semanas, que ha sido objeto de dos prórrogas quincenales hasta el 26 de abril y cuyas limitaciones a la movilidad fueron reforzadas entre el 30 de marzo y el 9 de abril, con la suspensión de toda actividad económica no esencial<sup>1</sup>.

El impacto de la reducción de la actividad productiva se ha dejado notar con singular intensidad en el mercado de trabajo. Entre los días previos a la declaración del estado de alarma y el 31 de marzo, la cifra de afiliados a la Seguridad Social disminuyó en casi 900.000 personas (un 4,6% del total). Además, un número muy elevado de trabajadores se habría visto afectado por expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE), de modo que, aunque permanecen en situación de alta laboral en los registros de la Seguridad Social, no se encuentran trabajando en la actualidad.

La alteración de la actividad y la pérdida de puestos de trabajo han dado lugar a una pronunciada contracción de la demanda interna. A esta perturbación hay que sumar la procedente del exterior, en la medida en que se han observado desarrollos similares en el resto de los países, lo que ha dado lugar a un profundo debilitamiento de la demanda de bienes y servicios procedente del resto del mundo y a una

---

1 Además, el 18 de abril, el presidente del Gobierno anunció la solicitud de una tercera prórroga de dos semanas más, hasta el 9 de mayo, a la vez que esbozó los primeros pasos de la estrategia hacia el final del confinamiento, que incluyen la posibilidad de que este no tenga lugar simultáneamente en todas las zonas geográficas del país, en función de la evolución de la epidemia en cada una de ellas.

interrupción de las cadenas globales de valor, así como al cese de los flujos turísticos.

Las autoridades han respondido a estos desarrollos, a escala tanto nacional como europea y global, desplegando un amplio abanico de actuaciones. En las distintas áreas geográficas, incluida España, una parte de las medidas con coste presupuestario directo se ha orientado a aumentar los recursos destinados al sistema sanitario, con el objeto de paliar las consecuencias de salud pública de la enfermedad. Además, también en el ámbito de la política fiscal, la clausura de numerosas actividades económicas ha llevado a la adopción de medidas orientadas a mitigar la pérdida de rentas de los hogares más vulnerables y a favorecer que las empresas dispongan de liquidez, a través de esquemas de avales públicos a créditos bancarios y aplazamientos de obligaciones tributarias, que les permita hacer frente a sus compromisos de pago.

En el ámbito de la política monetaria, en el caso concreto de la Unión Económica y Monetaria, el Eurosistema ha aprobado compras de activos financieros a gran escala, con el objetivo de facilitar que tanto los agentes privados como las autoridades fiscales del área del euro puedan beneficiarse de costes de financiación reducidos, y ha adoptado diversas medidas para favorecer la provisión de crédito bancario. En lo que respecta a la política de supervisión prudencial, el Mecanismo Único de Supervisión ha decidido permitir que las entidades de crédito puedan operar temporalmente por debajo de los niveles establecidos de algunos de los requerimientos de capital y liquidez. Además, tanto el Banco de España como los organismos internacionales relevantes (en particular, la Autoridad Bancaria Europea y el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea) han aclarado cómo ha de reflejarse el impacto de la crisis sanitaria en la información financiera de las entidades, con el fin de evitar efectos procíclicos indeseados.

En el corto plazo, el principal propósito perseguido por las actuaciones emprendidas es la necesidad de garantizar un flujo de rentas para los agentes cuyas fuentes de ingresos se han visto perjudicadas más directamente por la epidemia. Además, en el medio plazo, al limitar el riesgo de que la perturbación transitoria dé lugar a una disminución duradera, e incluso permanente, de la actividad, estas medidas deberían contribuir a impulsar la recuperación económica, una vez haya sido contenida la emergencia sanitaria y se dé paso al repliegue de las medidas extraordinarias de limitación de movimientos de la población.

Con todo, en estos momentos las perspectivas económicas están envueltas en una incertidumbre muy elevada. La primera fuente importante de incertidumbre está relacionada con la duración del período de confinamiento. Transcurridas unas cinco semanas desde la declaración del estado de alarma en nuestro país, las cifras más recientes sobre la evolución de la enfermedad, particularmente en términos del número de fallecimientos, muestran que la limitación de movimientos de la población

está siendo efectiva para contener el avance de la epidemia. En todo caso, la trayectoria observada del Covid-19 en otros países que precedieron a España en la expansión del contagio sugiere que el estado de alarma podría prolongarse hasta la expiración, el 9 de mayo, del nuevo plazo previsto tras la solicitud de prórroga por parte del Gobierno, o incluso durante algún tiempo adicional. En concreto, sobre la base de esas experiencias previas, los escenarios presentados en este documento contemplan una duración hipotética de ocho semanas en el caso considerado como más probable y de doce en un caso alternativo.

Además, subsisten incertidumbres en lo que respecta al alcance de las medidas que, una vez levantado el estado de alarma, pueda ser necesario adoptar tanto con carácter preventivo, para evitar la aparición de nuevos focos de contagio, como para contenerlos si estos llegaran a producirse. Asimismo, la ausencia de referentes históricos válidos con los que comparar la actual crisis global complica especialmente el análisis del impacto sobre la economía y el sector financiero de las medidas adoptadas por las diferentes autoridades, cuya amplitud y alcance carecen también de precedentes.

Estas fuentes de incertidumbre dificultan la tarea de la elaboración de unas proyecciones macroeconómicas mediante las metodologías habituales. Por este motivo, en esta publicación se ha optado por la elaboración de diversos escenarios alternativos utilizando herramientas analíticas de distinta naturaleza. En la fecha de publicación del «Informe trimestral de la economía española», el pasado 25 de marzo, no se disponía aún de indicadores de frecuencia mensual que permitieran evaluar la profundidad de la perturbación, que, de todas formas, se presumía muy elevada<sup>2</sup>. La información disponible en las dos semanas transcurridas desde entonces —en particular, la referida al comportamiento del empleo— proporciona un mínimo anclaje inicial para la formulación de esos escenarios, cuyos resultados tienen, en todo caso, una naturaleza muy tentativa, por lo que deben ser entendidos más bien como ilustrativos del orden de la magnitud de los efectos económicos potenciales de la pandemia.

En la construcción de los escenarios se ha hecho uso de dos enfoques alternativos, desde la óptica de la oferta y de la demanda, respectivamente, que hacen hincapié en distintos aspectos de los mecanismos de transmisión de la perturbación, por lo que es preciso subrayar que los resultados cuantitativos obtenidos bajo estos dos enfoques no son directamente comparables, sobre la misma base analítica, entre sí. En este sentido, ambos enfoques han de entenderse como complementarios entre sí y no como dos caras de una misma moneda.

La perspectiva de la oferta arranca a partir de la calibración de la magnitud de la caída de la producción en los distintos sectores de la economía como consecuencia

---

2 Véase «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2020, Banco de España.

**DISTINTOS ESCENARIOS DE CRECIMIENTO DEL PIB DE ESPAÑA EN 2020 Y 2021, SEGÚN DIFERENTES METODOLOGÍAS Y SUPUESTOS**

La perturbación sufrida por la economía española es, como en el caso de otros países, de una notable severidad, aunque subsiste una gran incertidumbre acerca del impacto concreto sobre el crecimiento del PIB en 2020, que depende de factores como la duración del confinamiento, las características de la transición hacia la normalidad y el éxito de las políticas económicas en limitar la persistencia de los efectos sobre la actividad y el empleo; en todo caso, se espera un repunte a partir de la segunda mitad del año que dé pie a una recuperación notable en 2021.

	Tasa media anual		Duración del confinamiento (en semanas)	Otros supuestos clave
	2020	2021		
<b>Enfoque de oferta</b>				
Escenario 1	-6,6	—	8	Normalización casi completa tras el confinamiento
Escenario 2	-8,7	—	8	Normalización casi completa en el cuarto trimestre
Escenario 3	-13,6	—	12	Normalización incompleta a fin de año (particularmente, en las ramas ligadas a la hostelería y el ocio)
<b>Simulaciones con el MTBE</b>				
Escenario 1	-6,8	5,5	8	Las medidas evitan la pérdida duradera de puestos de trabajo y el cierre de empresas
Escenario 2	-9,5	6,1	8	Una cierta proporción de empresas no logran evitar que las dificultades de liquidez se transformen en problemas de solvencia
Escenario 3	-12,4	8,5	12	Una cierta proporción de empresas (mayor que en el escenario 2) no logran evitar que las dificultades de liquidez se transformen en problemas de solvencia

FUENTE: Banco de España.

inmediata de las medidas de contención de la epidemia y durante el período estimado en que estas estarán en vigor. Así, según un conjunto de supuestos que incluyen, en particular, que el estado de alarma se prolongará durante un total de ocho semanas, se estima que el retroceso del PIB en 2020 oscilaría entre el 6,6 % y el 8,7 %, en función del grado de persistencia de la perturbación más allá del final del actual estado de confinamiento (en particular, en los sectores de la economía donde la interacción social desempeña un papel más importante, como la hostelería, la restauración y el ocio, que coinciden con los más expuestos a la actividad turística), lo que podría aproximar en parte el riesgo de posibles rebrotes de la epidemia. En un escenario que combinara una duración del estado de alarma de doce semanas con una mayor persistencia de los efectos una vez terminado el confinamiento, se estima que la caída del PIB en 2020 podría alcanzar el 13,6 %. En concreto, el escenario 1 contempla un proceso de normalización casi completa de la actividad a partir del tercer trimestre, mientras que el tercero plantea que los sectores afectados no alcanzarían el nivel de producción que mantenían a finales de 2019 hasta el cuarto trimestre de 2020 (salvo en la rama de la hostelería, la restauración y el ocio, para los cuales se proyecta una recuperación más lenta), y el escenario 2 se sitúa en un punto intermedio.

Esta metodología basada en la oferta, que tiene una naturaleza eminentemente contable, resulta útil para poder disponer de una estimación verosímil de la magnitud

inicial de la perturbación. Sin embargo, esta aproximación no permite proporcionar una descripción de los desarrollos posteriores, más allá del corto plazo, al no incorporar una modelización explícita de las relaciones entre los agregados económicos.

El segundo enfoque, basado en la realización de simulaciones de distintos escenarios con el Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE), que es el modelo utilizado habitualmente para la realización de las proyecciones macroeconómicas, permite afrontar parcialmente esa carencia. El MTBE constituye una descripción esquemática de las principales relaciones de la economía española, lo que ayuda a comprender los canales más importantes de transmisión de la perturbación. Además, esta herramienta permite incorporar en el análisis valoraciones alternativas del impacto esperado de las actuaciones de política económica puestas en marcha para contrarrestar los efectos de las medidas de contención de la epidemia.

Los escenarios contruidos con el MTBE incorporan un conjunto de perturbaciones que aproximan los efectos de la pandemia. La primera de estas perturbaciones recoge el hecho de que las restricciones establecidas en otros países a la actividad económica y a los movimientos de población dan como resultado una disminución drástica de la demanda de bienes y servicios españoles procedente del resto del mundo, en particular en lo que respecta al turismo. En nuestro país, la pérdida de rentas de hogares y empresas lleva a una reducción de su gasto corriente, paliada en el corto plazo por moratorias y avales al crédito, que, no obstante, dan lugar a compromisos de pagos futuros (y, por tanto, a una menor capacidad de acometer decisiones de consumo e inversión en el medio plazo). Además, la incertidumbre sobre el futuro (que podría provenir de la percepción del riesgo de aparición de nuevos brotes de la enfermedad) lleva a los agentes a posponer decisiones de gasto. Esta combinación de perturbaciones daría lugar a retrocesos del PIB en 2020, que, en los tres escenarios contruidos, serían del -6,8 %, -9,5 % y -12,4 %, dependiendo de que la duración del período de confinamiento sea de ocho semanas (escenarios 1 y 2) o de doce (escenario 3), y de que los problemas de liquidez de los agentes privados puedan dar paso a ciertas dificultades de solvencia en los próximos meses (escenarios 2 y 3) o no (escenario 1).

La comparación entre los resultados de estos tres escenarios muestra que las consecuencias de la perturbación sobre la actividad y el empleo de este año, que serán muy severas, se verán atenuadas hasta cierto punto por las medidas orientadas a la provisión de liquidez y rentas a corto plazo. En concreto, en cada uno de los tres escenarios el nivel del PIB del final de 2020 sería inferior al que se preveía en las proyecciones de diciembre de 2019 en 8,5 puntos porcentuales (pp), 10,4 pp y 12,5 pp, respectivamente (véase gráfico 5.1). Pero, además, las actuaciones de política económica no solo permiten aminorar la profundidad de la recesión en el corto plazo, sino que además deberían favorecer que se alcance un nivel más elevado de PIB y empleo en un horizonte temporal algo más dilatado, que, en los ejercicios realizados, abarca hasta el final de 2021. Específicamente, se estima que

el nivel del PIB distaría entonces aproximadamente un 3% del que se habría observado en ausencia de Covid-19 en el primero de los escenarios, frente al 5% en los otros dos.

En cualquier caso, los distintos escenarios construidos muestran que el coste presupuestario del episodio recesivo causado por el Covid-19 será muy elevado, como consecuencia tanto de las medidas adoptadas como, sobre todo, de la actuación de los estabilizadores automáticos. Según los distintos escenarios considerados, el déficit público de 2020 podría situarse en una horquilla comprendida, aproximadamente, entre el -7% y el -11% del PIB. Por su parte, la deuda pública se situaría este año en niveles comprendidos entre el 110% y más del 120% del PIB aproximadamente.

Los ejercicios realizados en este artículo, con los dos enfoques utilizados, deben ser entendidos como preliminares y, como tales, están sujetos a posibles revisiones una vez que la información entrante permita acotar la elevada incertidumbre actualmente existente, particularmente en lo que respecta a la duración del estado de alarma, a la posible necesidad de introducir alguna medida adicional de contención de la epidemia en un momento posterior del tiempo o al grado de efectividad estimado de las medidas adoptadas para recuperar, una vez levantado el estado de alarma, las relaciones contractuales laborales y las comerciales entre clientes y empresas existentes con anterioridad a la aparición del virus.

## 2 Aspectos relevantes de la epidemia para la construcción de los escenarios

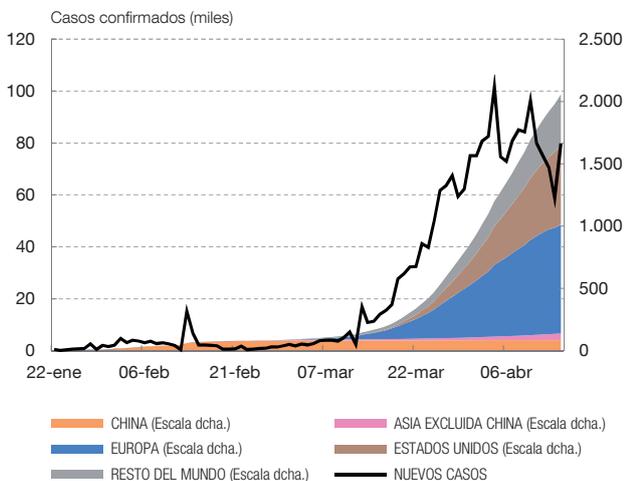
El Covid-19 es una enfermedad, causada por el coronavirus SARS-CoV-2, que surgió en China a finales de diciembre de 2019 y se extendió rápidamente por un número creciente de países a lo largo de los primeros meses de 2020, hasta que fue declarada oficialmente pandemia por la Organización Mundial de la Salud, el 11 de marzo de 2020. A 19 de abril, se ha cobrado la vida de casi 165.000 personas en todo el mundo y ha infectado a algo menos de 2,4 millones (véase gráfico 1.1). Esta rápida propagación ha dado lugar a una congestión de los sistemas sanitarios de numerosos países y a la introducción de severas restricciones a las interacciones entre personas, con el fin de frenar el ritmo de contagios y de fallecimientos, lo que ha llevado aparejadas profundas limitaciones a la actividad económica y causado, por tanto, como daño colateral, una contracción pronunciada del PIB de las distintas economías en el primer semestre del año.

En cualquier caso, se está mostrando que las medidas de confinamiento son efectivas en la reducción de la propagación de la enfermedad. En China, primer país afectado por el Covid-19 y pionero, por ese motivo, en el establecimiento de restricciones a la movilidad y a la actividad, parecen haberse reducido drásticamente los nuevos contagios (véase gráfico 1.2). En Italia, donde la cifra de personas

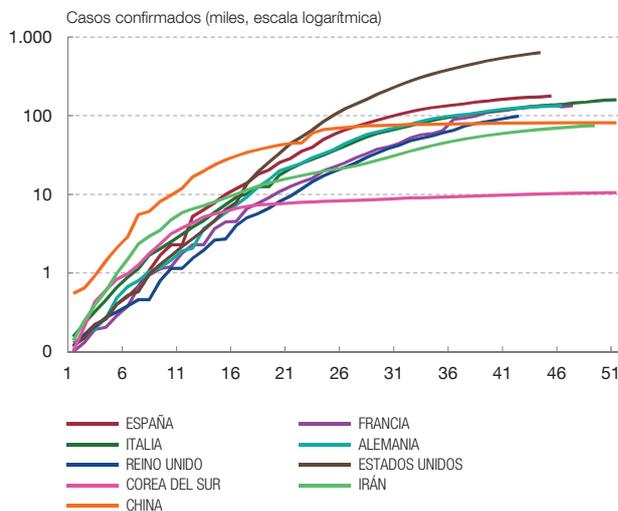
**LA EVOLUCIÓN DE LA EPIDEMIA DE COVID-19 (a)**

El número de nuevos casos continúa creciendo rápidamente en Europa y Estados Unidos, mientras que permanece contenido en Asia. En España, uno de los países más afectados, la epidemia comienza a estar bajo control, con descensos en las cifras de fallecimientos.

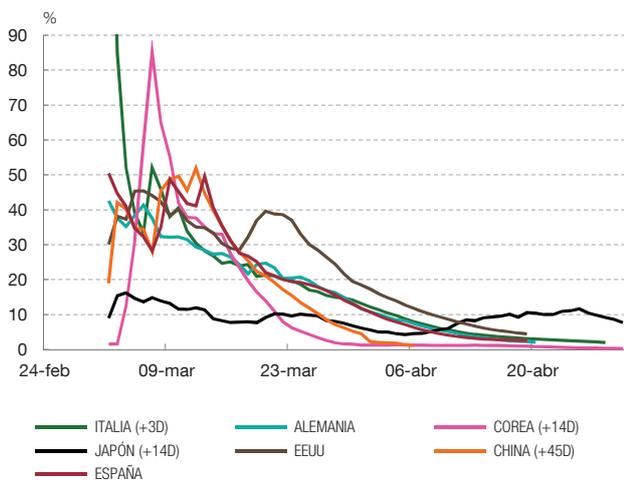
1 COVID-19: INFECCIONES EN EL MUNDO Y NUEVOS CASOS



2 TRAYECTORIA DE LA EPIDEMIA: INFECCIONES



3 AUMENTO DIARIO (%) DEL NÚMERO DE CASOS DIAGNOSTICADOS (MEDIA MÓVIL DE 7 DÍAS) (b)



4 NÚMERO DE MUERTES DIARIAS POR COVID-19 (REESCALADO) (T = 0 EN EL PRIMER CONFINAMIENTO EN EL PAÍS) (c)



FUENTES: Banco de España y Johns Hopkins CSSE.

- a Los gráficos han sido elaborados con datos hasta el 19 de abril.
- b Las líneas de varios países están desfasadas en el número de días indicado en la leyenda, en función del momento de comienzo de la epidemia.
- c La cifra indicada en la leyenda entre paréntesis detrás del nombre de cada país es la cifra máxima de fallecimientos diarios registrados. Esas cifras están reescaladas para hacerlas coincidir en el eje Y para todos los países (aunque en distintos momentos del tiempo). En el eje X se representa el número de días transcurridos desde que se decretó en cada país el primer confinamiento.



infectadas se aceleró fuertemente en los últimos diez días de febrero y la primera mitad de marzo, el número diario de nuevos casos ha tendido a decrecer desde entonces, si bien se mantiene todavía elevado. Por el contrario, en otros países, como Estados Unidos y el Reino Unido, el ritmo de aumento de casos continúa siendo, en la fecha de cierre de este artículo, muy alto.

España es uno de los países que está padeciendo con mayor intensidad el Covid-19. A fecha 19 de abril, el número total de personas infectadas era de casi 196.000, y la cifra de fallecidos, de cerca de 20.500. Como en otros países, el repunte de los contagios en la primera mitad de marzo llevó a las autoridades a introducir diversas medidas de contención de la epidemia y declarar, el día 14 de ese mes, el estado de alarma, cuyas implicaciones incluyen la paralización de la actividad educativa presencial, la limitación de los desplazamientos interiores, la suspensión de buena parte de la actividad comercial e industrial y, en última instancia, el confinamiento de la población.

El resultado ha sido que, como en otros países, el ritmo de contagios se ha reducido significativamente a partir de comienzos de abril (véase gráfico 1.3), mientras que, al igual que ocurriera antes en China y en Italia, el número de fallecimientos diarios inició una disminución transcurridos algo más de 20 días desde la introducción de las medidas de confinamiento (véase gráfico 1.4).

Parece claro, por tanto, que las medidas de confinamiento adoptadas en España y en muchos otros países están resultando efectivas para contener la emergencia sanitaria por el Covid-19. No obstante, subsisten interrogantes acerca del tiempo durante el que será preciso mantener en vigor medidas de naturaleza tan severa hasta que surtan plenos efectos. Además, más recientemente, con el trasfondo del profundo impacto de esas medidas sobre la actividad y el empleo, el debate ha girado en torno a las condiciones que han de darse para que el levantamiento del confinamiento y la normalización gradual de la vida económica sean compatibles con una minimización de los riesgos de aparición de nuevos brotes epidémicos.

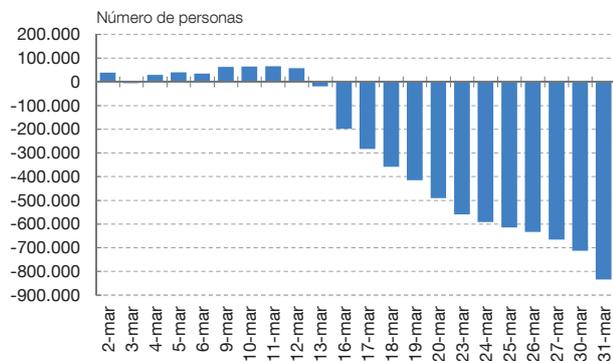
Con respecto a la duración del período de confinamiento, la confirmación de que la evolución de la epidemia en España está siguiendo, de modo aproximado, el patrón observado antes en China, con algo menos de 50 días de retraso, acota parcialmente la incertidumbre. En Wuhan, epicentro inicial del Covid-19, transcurrieron ocho semanas entre la fecha del confinamiento y la de ausencia de nuevos contagios, y un total de once hasta el levantamiento pleno de las restricciones. Esta experiencia previa de Wuhan y la posterior de Italia, donde el desarrollo de la enfermedad también ha precedido al observado en España, han conducido a la utilización de dos supuestos alternativos en este artículo, según los cuales la duración del período de confinamiento podría ser de ocho o de doce semanas.

Ahora bien, aunque se esté demostrando que el confinamiento puede ser un método efectivo para el control de la enfermedad, las incertidumbres son mayores en lo que respecta al escenario que emergerá tras su levantamiento. Por un lado, es muy improbable que se logre erradicar por completo la pandemia a corto plazo, lo que abre la posibilidad de que surjan nuevos focos a partir de casos no detectados. Por otro, incluso en ausencia total de nuevas infecciones en España, la apertura de las fronteras exteriores podría conllevar la entrada de personas infectadas, pero todavía en período

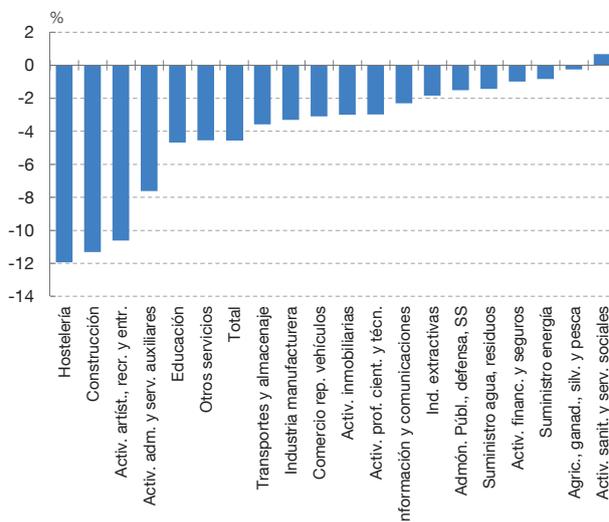
**EL IMPACTO DEL CONFINAMIENTO SOBRE EL EMPLEO**

En la segunda mitad de marzo, tras el inicio del estado de alarma, se produjeron caídas muy elevadas de la afiliación a la Seguridad Social, con descensos muy intensos en las actividades de hostelería, restauración y ocio, y construcción.

1 VARIACIÓN ACUMULADA DE LA AFILIACIÓN A LA SEGURIDAD SOCIAL RESPECTO AL 28 DE FEBRERO



2 TASA DE VARIACIÓN ACUMULADA DE LA AFILIACIÓN ENTRE EL 28 DE FEBRERO Y EL 31 DE MARZO, POR SECCIONES DE ACTIVIDAD



FUENTE: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.



de incubación. Estos posibles escenarios, cuya probabilidad es muy difícil de estimar aún, podrían acabar motivando la reintroducción de medidas de confinamiento.

Por tanto, parece improbable que, desde el punto de vista de la actividad económica, el actual período de paralización de una parte significativa de esta vaya seguido de una vuelta rápida y plena a la normalidad, algo que previsiblemente solo pueden proporcionar una vacuna o un nuevo tratamiento antivírico efectivo. Entretanto, han comenzado a esbozarse una serie de estrategias para tratar de hacer compatible el mantenimiento de la salud pública con la contención de los costes sobre la actividad y el empleo. Esas estrategias abarcan aspectos muy variados y no excluyentes entre sí, como permitir gradualmente aquellas actividades económicas en las que se puedan prevenir los contagios mediante protocolos de seguridad (que incluyan, por ejemplo, extremar las medidas de higiene o garantizar una distancia mínima interpersonal), la utilización de tecnologías de identificación de aquellos que han entrado en contacto con personas contagiadas, la segmentación de las medidas de confinamiento según el grado de vulnerabilidad a la enfermedad de distintos grupos poblacionales o la realización masiva de pruebas para la detección tanto de la enfermedad como de la presencia de anticuerpos.

Las simulaciones presentadas en este artículo no capturan de modo explícito los efectos sobre la actividad de una vuelta parcial a la normalidad tras el levantamiento

del estado de alarma ni el surgimiento de nuevos brotes epidémicos, pero, como se describe más adelante, sí incluyen un canal por el que las decisiones de gasto de los agentes privados no se normalizan plenamente tras el fin del confinamiento, lo que se atribuye a que su percepción de riesgo acerca de la enfermedad puede extenderse más allá del levantamiento inicial de las medidas de confinamiento.

### 3 La información de corto plazo

En el período transcurrido desde el inicio del confinamiento se dispone de información relativamente detallada acerca de los primeros efectos adversos sobre el mercado de trabajo. Por un lado, estos se manifiestan en las series diarias de afiliación a la Seguridad Social y paro registrado hasta el final de marzo, que arrojaron una disminución del número de personas en situación de alta de casi 900.000 personas (el 4,6 % del total) en la segunda mitad del mes (véase gráfico 2.1). Por ramas, el descenso, si se comparan las cifras de los últimos días de febrero y marzo, fue particularmente pronunciado en las actividades relacionadas con la hostelería y el ocio, las más afectadas por el decreto que estableció el estado de alarma, y también en la construcción (véase gráfico 2.2). La destrucción de empleo se concentró, atendiendo al tipo de contrato, en los trabajadores temporales, mientras que el descenso de la afiliación entre quienes tienen un contrato indefinido fue reducido, evolución que pone poderosamente de relieve la pronunciada disparidad en el grado de protección del que gozan ambos grupos de empleados.

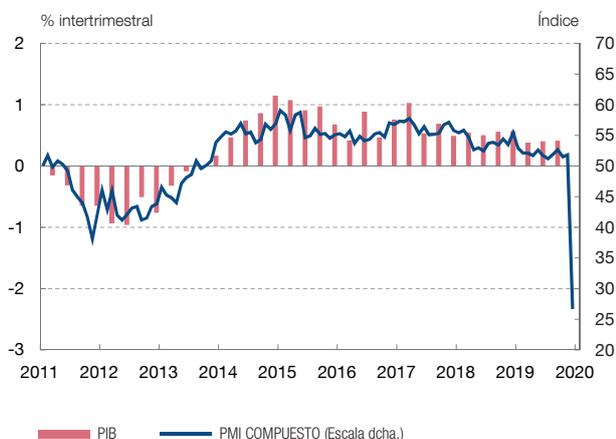
En todo caso, estos indicadores proporcionan solamente una visión incompleta de los efectos sobre el mercado de trabajo de las limitaciones introducidas a la actividad. En concreto, una parte aún mayor del ajuste de la ocupación se ha producido a través de los ERTE, mecanismo que no supone una ruptura del vínculo con el empleador ni una baja en la Seguridad Social, aunque sí una interrupción temporal de la actividad laboral. En las estadísticas de empleo, estas personas continúan apareciendo como ocupadas; sin embargo, en un sentido económico, en realidad no lo están.

Tanto la información relativa al mercado de trabajo como la procedente de otros indicadores apuntan a un desplome de la actividad económica en la segunda quincena de marzo y al inicio del segundo trimestre, que habría terminado de forma abrupta con un período de crecimiento ininterrumpido de la economía española que se ha prolongado durante algo más de seis años. Un indicador que refleja sintéticamente estos desarrollos es el PMI compuesto, que en marzo registró la caída más pronunciada de la serie histórica, superior a los 25 puntos, hasta alcanzar un nivel de 26,7, el más reducido hasta la fecha (véase gráfico 3.1). La evolución de este indicador en el resto de las economías del área del euro fue de naturaleza similar. Esta caída sin precedentes estuvo determinada, sobre todo, por el componente de servicios, mientras que la reducción del índice de manufacturas fue

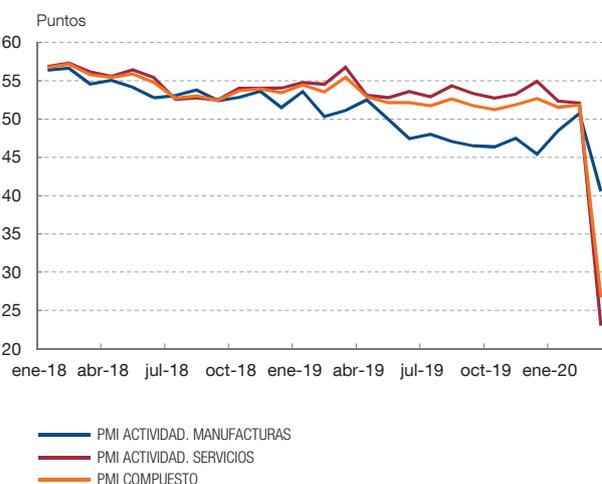
**LOS EFECTOS SOBRE LA ACTIVIDAD ESTÁN SIENDO SEVEROS**

Las actividades más directamente afectadas por el confinamiento son algunas ramas de los servicios. Por el lado de la demanda, el impacto es muy pronunciado sobre el turismo, pero también sobre el resto de componentes.

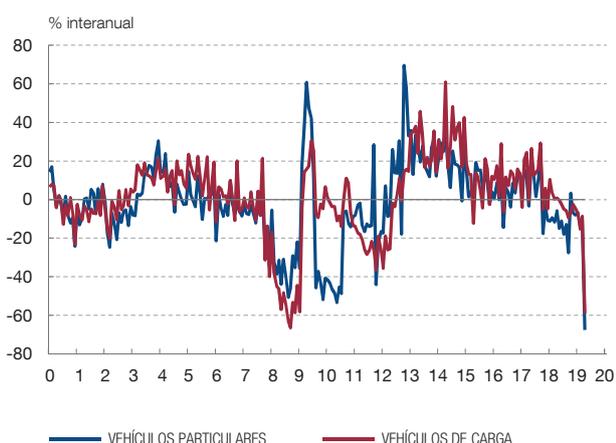
1 PMI COMPUESTO Y DEL PIB



2 ÍNDICES DE GESTORES DE COMPRAS



3 MATRICULACIONES DE VEHÍCULOS PARTICULARES Y DE CARGA



4 TRÁFICO AÉREO EN AEROPUERTOS ESPAÑOLES



**FUENTES:** Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Markit Economics, Asociación Española de Fabricantes de Automóviles y Camiones, Dirección General de Tráfico y Organización Europea para la Seguridad de la Navegación Aérea.



más moderada (véase gráfico 3.2). Dentro del indicador de servicios, las medidas de restricción de la actividad introducidas para controlar la expansión de la epidemia dieron lugar a contracciones especialmente marcadas de los índices de actividad y de nuevos pedidos, particularmente en lo que respecta a la rama de hoteles y restaurantes.

La disponibilidad de indicadores cuantitativos que midan el impacto de las restricciones introducidas por el estado de alarma sobre los distintos componentes de demanda es, por el momento, muy limitada. Entre los pocos indicadores de los

que se dispone se encuentran los relativos a las matriculaciones de automóviles particulares y de vehículos de carga en el mes de marzo, que aproximan, respectivamente, la evolución del consumo de bienes duraderos y la inversión en material de transporte. En ambos casos, los retrocesos interanuales se situaron en el entorno del 60% (véase gráfico 3.3) y se concentraron, como cabría esperar, en la segunda quincena del mes. Las restricciones establecidas han afectado con particular intensidad a los flujos turísticos, como reflejan las series diarias de tráfico aéreo en los aeropuertos españoles (véase gráfico 3.4).

Toda esta información proporciona un primer punto de partida para el análisis de la evolución de la economía española en el corto plazo y para la formulación de escenarios acerca de sus perspectivas en el medio plazo. Sin embargo, como se desarrolla en el siguiente apartado, esta evidencia es incompleta de cara a permitir una estimación fiable del crecimiento intertrimestral del PIB en el primer trimestre del año y, especialmente, en el segundo.

## 4 La perspectiva de la oferta

El procedimiento habitual que sigue el Banco de España en la estimación del comportamiento de la actividad en el corto plazo (para el trimestre corriente y para el siguiente) descansa sobre el uso de modelos estadísticos que interpretan, sobre la base de las regularidades empíricas observadas en el pasado, la evolución de los indicadores de frecuencia mensual y la traducen en estimaciones de las tasas intertrimestrales de crecimiento del PIB. A medida que se va disponiendo de nueva información, esas estimaciones se van actualizando<sup>3</sup>.

Sin embargo, en esta ocasión, la metodología convencional puede no captar adecuadamente los excepcionales acontecimientos que han tenido lugar desde mediados del mes de marzo, por lo que, para estimar el comportamiento de la producción en cada una de las semanas del período de confinamiento, se ha hecho uso de un procedimiento alternativo. Este consiste en la estimación del nivel de actividad en las distintas ramas productivas de la economía a la luz de las limitaciones introducidas en cada una de ellas por el Real Decreto 463/2020 (y por el Real Decreto-ley 10/2020 en las dos semanas de prohibición de las actividades no esenciales)<sup>4</sup>.

---

3 Para el trimestre corriente, los distintos modelos de corto plazo van proporcionando actualizaciones con cada nuevo indicador, hasta que tiene lugar la publicación, por parte del INE, de su estimación preliminar de la Contabilidad Nacional (que, en el caso del primer trimestre de 2020, está prevista para el próximo 30 de abril).

4 De modo más preciso, la estimación del nivel de actividad sectorial durante cada una de las semanas de vigencia del estado de alarma se basa en tres elementos. El más relevante de los tres es la interpretación directa del contenido de esos dos decretos. En segundo lugar, se explota información granular de la Central de Balances del Banco de España (CBBE) para ayudar a aproximar el porcentaje de actividad afectado en cada sector. Por último, los cálculos se han complementado con la interpretación de los resultados de una encuesta realizada por el Banco de España a una muestra de empresas de la CBBE (véase el recuadro 1).

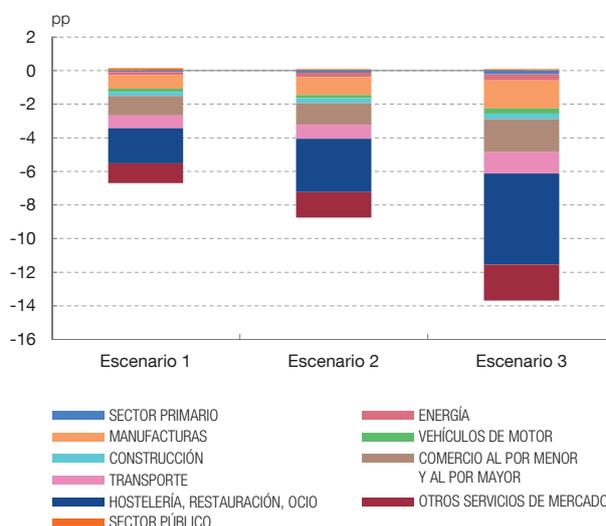
## EL EFECTO DE LA CRISIS DEL COVID-19 SOBRE EL CRECIMIENTO DEL PIB EN 2020: UN ENFOQUE DE OFERTA

Las ramas de servicios más directamente afectadas por la suspensión de actividades (hostelería, restauración y ocio, comercio y transporte) suponen una cuarta parte del PIB. El impacto sobre el crecimiento de esta variable en 2020 será tanto mayor cuanto más sea preciso alargar el confinamiento y cuanto más tarde en restablecerse la normalidad tras él.

1 PESO DE CADA SECTOR EN EL PIB (AÑO 2015)



2 CONTRIBUCIONES POR SECTOR AL CRECIMIENTO DEL PIB EN 2020



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.



En concreto, se ha desagregado la actividad productiva en un total de diez ramas, cuyos pesos respectivos sobre el PIB se recogen en el gráfico 4.1, y se ha hecho una estimación de la disminución del valor añadido que comporta el estado de alarma para cada una de ellas tanto de forma directa como por el efecto de arrastre de las caídas en las demás ramas según las tablas *input-output*. A su vez, la agregación de los niveles sectoriales de actividad proporciona, dados los pesos de las ramas, una estimación del nivel del PIB durante la etapa de confinamiento a partir de la cual pueden obtenerse tasas intertrimestrales de variación de ese agregado<sup>5</sup>.

En particular, la entrada en vigor del estado de alarma ha supuesto caídas muy significativas de la actividad en tres de los subsectores de los servicios. En el caso de la hostelería, la restauración y el ocio, se supone que la reducción de la producción en cada una de las semanas de confinamiento es del 100%, en consonancia con el cierre forzoso de los establecimientos de esta naturaleza<sup>6</sup>.

5 Como elemento simplificador del análisis, no se toma en consideración el hecho de que, dada una rama, la producción en cada una de las semanas del año puede adoptar, en circunstancias normales, niveles muy distintos. Por ejemplo, el nivel de producción de automóviles es habitualmente mucho mayor en la última semana de enero que en la primera de agosto, mientras que, en el caso de la hostelería, ocurre justo al contrario.

6 Este supuesto puede resultar un tanto extremo, en la medida en que el Real Decreto 463/2020 permite la actividad de reparto a domicilio.

Para el comercio al por menor y al por mayor, se asume un descenso de la actividad algo menor del 50 %, pues esa es la parte que, según se desprende de los datos de la CBBE, no está vinculada a la distribución de productos esenciales (alimentación y productos sanitarios, entre otros), donde el Real Decreto 463/2020 sí permite seguir operando con normalidad. Por último, en las ramas del transporte se estima que el estado de alarma es coherente con un nivel de actividad inferior en un 60 % al habitual, conclusión a la que se llega asumiendo la pérdida de la casi totalidad del transporte de pasajeros y de cerca de la mitad del de mercancías (la parte relacionada con el comercio de productos no esenciales). En el resto de las ramas de servicios de mercado, se establece la hipótesis de que no hay cierre directo de actividad<sup>7</sup>.

En lo que respecta a la industria, se supone que la pérdida de la actividad es completa en la fabricación de vehículos de motor, mientras que en el resto de las ramas manufactureras asciende a algo menos del 30 % como consecuencia del efecto arrastre de otras ramas<sup>8</sup>. Por su parte, se asume que la construcción sigue funcionando con normalidad (salvo en las dos semanas de cese completo de las actividades económicas no esenciales). Finalmente, por su condición de actividades esenciales, se considera que se mantiene en su totalidad la producción en el sector primario y en el energético (y que experimenta un cierto aumento en los servicios no de mercado).

Estos supuestos implican una caída de la producción aproximada de un 30 % durante cada una de las semanas de vigencia del estado de alarma, lo que, de forma mecánica, restaría 0,6 pp a la tasa de crecimiento media anual del PIB<sup>9, 10</sup>. Una vez definida la magnitud de la disminución de la actividad semanal durante el período de confinamiento en cada una de las ramas, se han considerado un total de tres escenarios en función de dos dimensiones distintas: las hipótesis realizadas acerca de la duración del estado de alarma y la velocidad de la recuperación tras su finalización. En los dos primeros escenarios se asume que la duración del estado de alarma es de ocho semanas, mientras que en el tercero es de doce. De acuerdo con la segunda dimensión considerada, el escenario 1 contempla un proceso de normalización casi completa de la actividad a partir del tercer trimestre del año,

---

7 Se produce, no obstante, un modesto descenso de la producción como consecuencia de los efectos de arrastre.

8 Esa caída casi se habría triplicado, teniendo en cuenta los efectos de arrastre, durante las dos semanas en que se suspendieron las actividades económicas no esenciales.

9 Puesto que la disminución de la producción se estima en un 60% durante las semanas de vigencia de la prohibición de las actividades económicas no esenciales, la disminución de la tasa de crecimiento media anual del PIB se cifraría, en ese caso, en 1,2 pp.

10 Dos dimensiones adicionales de interés son la regional y la de la comparación con otros países europeos. En el primer caso, teniendo en cuenta la heterogeneidad de las estructuras productivas por comunidades autónomas, el impacto de la crisis sería mayor en las más relacionadas con la actividad turística y en aquellas en las que la fabricación de automóviles tiene un mayor peso (tanto de forma directa, por los cierres de plantas de producción, como a través de los efectos de arrastre sobre otros sectores). Por lo que respecta a la comparativa europea, la economía española sería moderadamente más vulnerable que la de los tres mayores países del área del euro, debido a su mayor dependencia de sectores directamente afectados por el confinamiento.

mientras que en el escenario 3 se asume que en el cuarto trimestre todos los sectores habrían alcanzado un nivel de producción igual al del mismo período de 2019 (salvo en la rama de la hostelería, la restauración y el ocio), lo que situaría el escenario 2 en un punto intermedio.

Entre los resultados de estos ejercicios, cabe destacar, en primer lugar, que el retroceso estimado del PIB en el primer trimestre del año, que se vio afectado solamente en su última quincena por la declaración del estado de alarma, habría sido, según estos cálculos, del 4,7 %. Esta cifra, que sería independiente del escenario considerado, debe ser interpretada con grandes dosis de cautela, pues depende crucialmente de los supuestos realizados acerca de la proporción del descenso de la actividad en cada rama, que se encuentra sometida a un elevado grado de incertidumbre.

El aumento del número de semanas de confinamiento en el segundo trimestre llevaría a una intensificación del ritmo de caída intertrimestral del PIB en ese período, de mayor magnitud en el segundo escenario que en el primero y en el tercero que en el segundo, en consonancia con los supuestos realizados. Como es lógico, el nivel de precisión de estas estimaciones disminuye a medida que se amplía el horizonte al que se refieren, en consonancia con la incertidumbre acerca de la duración del período de alarma, de la velocidad y la forma de la recuperación, y del carácter un tanto mecánico de esta metodología, que ignora las relaciones entre los principales agregados macroeconómicos. Con todas estas salvedades, según los supuestos de cada uno de los tres escenarios considerados, se estimaría una caída del PIB para el promedio del año en curso del -6,6 %, -8,7 % y -13,6 %, respectivamente (véase gráfico 4.2).

## 5 Escenarios macroeconómicos de referencia contruidos con el MTBE

El segundo procedimiento empleado para evaluar el impacto potencial de la pandemia sobre la economía es la formulación de escenarios con el MTBE, modelo utilizado habitualmente por el Banco de España en la preparación de sus proyecciones macroeconómicas<sup>11</sup>. En las extraordinarias circunstancias actuales, estos ejercicios alternativos son menos adecuados que los presentados en el apartado anterior como descripción de los desarrollos de corto plazo (que se podría identificar con el primer semestre del año), pero presentan una mayor robustez en horizontes temporales más amplios. En todo caso, los escenarios que se presentan a

---

11 Véase A. Arencibia, S. Hurtado, M. de Luis y E. Ortega (2017), *New version of the Quarterly Model of Banco de España (MTBE)*, Documentos Ocasionales, n.º 1709, Banco de España. El MTBE es un modelo macroeconómico de mediana escala compuesto por ecuaciones de corrección del error en el que la dinámica de la economía viene determinada fundamentalmente por el lado de la demanda y que es utilizado habitualmente no solo para la realización de proyecciones de la economía española, sino también para desarrollar simulaciones de diversos escenarios, como se hace en este artículo.

continuación han de ser entendidos como descripciones estilizadas de los desarrollos que cabría esperar de acuerdo con una serie de supuestos de partida, sobre los cuales solo cabe formular hipótesis con un grado de precisión limitado. Por este motivo, los efectos obtenidos como resultado de las simulaciones están sometidos a un grado de incertidumbre inusualmente elevado y, por tanto, tienen carácter preliminar.

## 5.1 La descripción de los escenarios

Como en los ejercicios de la sección anterior, se han considerado un total de tres escenarios que también difieren entre sí, en parte, en el período durante el cual se mantienen las medidas de confinamiento de la población y las restricciones a la actividad económica y, en parte, en la persistencia, más allá de dicho período de interrupción forzosa de la actividad, de las consecuencias de la perturbación sanitaria. En el primero de ellos (escenario 1) se supone que la duración del período de confinamiento será de ocho semanas y que su levantamiento irá seguido de un rebote de la actividad económica, en un contexto de superación relativamente rápida de la crisis sanitaria. Por un lado, la duración de ocho semanas replica, de forma aproximada, los desarrollos observados en China. Como se ha indicado en la sección segunda, este supuesto se ve apoyado por el hecho de que la epidemia en España (en las cinco semanas transcurridas, aproximadamente, desde la declaración del estado de alarma) haya seguido una trayectoria comparable a la observada previamente en el país asiático en un período análogo. Por otro lado, un repunte relativamente rápido de la actividad parece ser coherente con la experiencia china tras la finalización del confinamiento, en la medida en que los indicadores disponibles sugieren que en las últimas semanas se estaría produciendo una incipiente recuperación de esa economía asiática a un ritmo dinámico<sup>12</sup>. Una hipótesis importante que subyace a este pronto restablecimiento de la actividad económica tras el período de confinamiento es que las medidas públicas para proporcionar recursos a hogares y a empresas son efectivas de cara a limitar la pérdida duradera de puestos de trabajo y el cierre de empresas.

En el escenario 2 se mantiene el supuesto acerca de la duración del período de confinamiento —de ocho semanas—, pero, por el contrario, se asume que el grado de efectividad de las medidas adoptadas por las autoridades para reducir la persistencia de los efectos económicos de la pandemia es más limitada que en el caso anterior. Para calibrar la magnitud de estos efectos se hace uso de datos individuales de empresas de la Central de Balances del Banco de España, con el fin de evaluar, bajo un conjunto de supuestos, la proporción de compañías no financieras

---

<sup>12</sup> Con respecto a los supuestos acerca de la duración del confinamiento en las distintas áreas geográficas y la intensidad del repunte posterior, puede consultarse el recuadro 2.

que, tras experimentar problemas de liquidez como consecuencia de la crisis, podría incurrir en dificultades de solvencia<sup>13</sup>.

Finalmente, en el escenario 3 se asume la posibilidad de que el actual estado de alarma se mantenga hasta doce semanas. Además, este escenario incorpora, al igual que el segundo, una mayor persistencia de las dificultades económicas y financieras del sector productivo, en consonancia con la idea de que los efectos negativos sobre la actividad del Covid-19 tenderán a ser más duraderos si fuera preciso prolongar la vigencia de las medidas de contención por un período más largo o recurrir a una hipotética reintroducción puntual de alguna medida para reprimir nuevos brotes epidémicos. Como consecuencia, el ritmo de repunte de la economía es más lento en este último escenario.

La construcción de los escenarios (cuyas variables principales se presentan, en este caso, para el período 2020-2021) descansa, por un lado, sobre una combinación de varias perturbaciones que pretenden aproximar los efectos de la pandemia y, por otro, sobre determinados supuestos acerca de un conjunto de variables, que se detallan posteriormente.

### 5.1.1 Las perturbaciones originadas por el Covid-19

Un primer canal de transmisión de los efectos de la pandemia sobre la economía española viene dado por el impacto de la enfermedad sobre la economía mundial. El recuadro 2 describe los detalles de varios ejercicios cuantitativos en los que se calibran las perturbaciones sufridas por las distintas áreas geográficas mundiales y se simulan sus correspondientes impactos. En concreto, el recuadro presenta tres escenarios de evolución de la economía mundial contruidos bajo supuestos análogos a los empleados en la elaboración de los escenarios para España, que darían lugar a caídas severas, de intensidad variable según el escenario, del PIB de los socios comerciales de nuestro país en 2020. En cualquiera de los tres escenarios, el retroceso de la demanda exterior de las exportaciones españolas superaría al que se produjo durante la crisis iniciada en 2008. La intensidad de estos descensos da lugar a una contracción muy significativa de las exportaciones españolas, de magnitud particularmente pronunciada por lo que respecta a los servicios turísticos, para los que se supone que los ingresos desaparecen por completo durante el período de confinamiento y se

---

13 El punto de partida de la calibración es la realización de determinadas hipótesis acerca de la evolución de los gastos e ingresos de las empresas durante el período de la crisis, habida cuenta del distinto grado de limitaciones a la actividad en cada uno de los sectores y de la posibilidad de hacer uso de los ERTE. Esto sirve para identificar el peso, dentro del valor añadido de cada sector, de las empresas que experimentarían carencias de liquidez que no podrían cubrir mediante el recurso a sus activos líquidos, a las líneas de crédito preexistentes y al nuevo crédito obtenido a través del programa de garantías públicas, por lo que se realiza el supuesto de que, transitoriamente, no podrían realizar nueva inversión. Para aquellas empresas en las que ese déficit supera el 20% de su capital se establece el supuesto adicional de que se ven obligadas a cesar en su actividad, lo que conduce a la pérdida de su empleo.

restablecen gradualmente con posterioridad, hasta volver al nivel que hubieran alcanzado antes de la perturbación en el verano de 2021.

En cuanto a la demanda nacional, el confinamiento ha supuesto el cese o la disminución de la actividad en numerosos sectores productivos, lo que ha resultado en cuantiosas pérdidas de renta de hogares y de empresas. Los programas públicos introducidos para paliar esa merma de ingresos mitigan parcialmente sus efectos negativos sobre el gasto. Sin embargo, aunque tanto los aplazamientos y créditos recibidos por las empresas como las moratorias de pagos de préstamos y alquileres a las que se pueden acoger los hogares vulnerables sirven para paliar los problemas de liquidez de estos agentes, la obligación de realizar los correspondientes pagos más allá del período de confinamiento tiene un efecto adverso sobre la renta esperada y, por tanto, sobre el gasto presente y futuro.

Por otro lado, los efectos del cierre de las ramas de servicios afectadas por la declaración del estado de alarma se han introducido en las simulaciones a través de una reducción de los diversos capítulos del consumo privado afectados directamente. Además, junto con los efectos directos sobre el gasto que se derivan de la situación de crisis sanitaria y de las medidas de contención del contagio, las simulaciones realizadas incluyen un canal de aumento de la incertidumbre, asociada, en particular, a la posibilidad de surgimiento de nuevos brotes de Covid-19 que hagan preciso adoptar nuevas medidas de contención<sup>14</sup>. En el caso de los hogares, la mayor incertidumbre se refleja en un aumento de la proporción de sus rentas destinada al ahorro por motivos precautorios. Por lo que respecta a las empresas, la incertidumbre dificulta la evaluación de los costes y beneficios de los proyectos de inversión, lo que hace disminuir este componente de gasto y retrasar las decisiones de empleo. En las simulaciones, este efecto ha sido calibrado a partir del aumento observado recientemente en un indicador de incertidumbre económica elaborado por el Banco de España y de su relación histórica con el PIB, el consumo y la inversión<sup>15</sup>. Por último, las simulaciones incluyen el retroceso observado en las cotizaciones bursátiles como forma de aproximar el deterioro en las condiciones de los mercados de renta variable<sup>16</sup>.

### 5.1.2 Los supuestos existentes detrás de los escenarios

Los supuestos técnicos se refieren a la trayectoria esperada del tipo de cambio, los tipos de interés y el precio del petróleo. Las sendas de estas variables han sido

---

14 En los escenarios globales, el canal de incertidumbre se ha introducido a través de un aumento de la prima de riesgo de la inversión, mecanismo que no está presente en el MTBE.

15 Véase C. Ghirelli, M. Gil, J. Pérez y A. Urtasun (2019), *Measuring economic and economic policy uncertainty and their macroeconomic effects: the case of Spain*, Documentos de Trabajo, n.º 1905, Banco de España.

16 Un canal ausente en las simulaciones, dadas las dificultades para su calibración, es la posibilidad de que la crisis sanitaria y las propias medidas de contención hayan dado lugar a una disminución transitoria de la oferta de trabajo, a través de bajas por enfermedad o de la necesidad de permanecer en casa por cuidado de menores, como resultado del cierre de las escuelas (efectos que, en algunos casos, se habrían visto parcialmente contrarrestados por la extensión del teletrabajo).

construidas por los procedimientos habitualmente empleados en los ejercicios de proyecciones, que básicamente consisten en considerar los desarrollos más recientes de los mercados de contado (tipos de cambio) y de futuros (tipos de interés y precios del petróleo). En el caso del tipo de cambio, la evolución desde el desencadenamiento de la pandemia se ha caracterizado por una notable estabilidad, a pesar de la magnitud de las perturbaciones experimentadas por la economía mundial. Por su parte, la ausencia de tensionamientos reseñables que ha caracterizado los desarrollos recientes de la curva de tipos de interés en el área del euro refleja, en buena medida, las decididas actuaciones de política monetaria adoptadas en marzo. Finalmente, la reducción de la demanda global ha dado lugar a un intenso descenso del precio del petróleo, que se ha visto reforzado por las dificultades observadas para que los países productores acordaran acomodar su oferta a las nuevas condiciones del mercado.

Los escenarios incorporan, adicionalmente, el conjunto de medidas discrecionales de política fiscal que han sido ya aprobadas por el Gobierno desde el 12 de marzo para amortiguar los efectos de la crisis<sup>17</sup>. Las actuaciones se centran en tres ámbitos: el reforzamiento del sistema sanitario, la protección del empleo y el apoyo a los hogares vulnerables, y la provisión de liquidez a las empresas. De estas tres áreas, la única que tiene un coste presupuestario bien definido es el aumento del consumo público relacionado con el incremento del gasto sanitario, que engloba partidas por 4,4 mm de euros (el 0,4 % del PIB de 2019)<sup>18, 19</sup>.

El resto de las actuaciones contempladas tendrá un impacto potencialmente elevado sobre el déficit público de 2020, pero de magnitud todavía incierta. Las medidas de apoyo al empleo y a las rentas de hogares vulnerables incluyen una flexibilización de los expedientes de suspensión temporal de empleo y reducción de jornada y la exoneración de las correspondientes cuotas de la Seguridad Social, un subsidio especial de desempleo para trabajadores temporales y del régimen especial de empleo doméstico y, por último, la facilitación del acceso a la prestación por cese de actividad de los trabajadores autónomos<sup>20</sup>. La vigencia de la mayor parte de estas medidas coincide con la duración del estado de alarma, por lo que el coste es un 50 % mayor en el escenario 3 (en el que el período de confinamiento es de doce semanas) que en los escenarios 1 y 2 (en los que se asume que el confinamiento termina cuatro semanas antes)<sup>21</sup>. Por lo demás, el coste depende de la cuantificación

---

17 Las medidas aprobadas están recogidas en tres reales decretos-ley (RDL 7/2020, RDL 8/2020 y RDL 11/2020).

18 En este cálculo se utiliza el PIB nominal del año 2019. La cifra sería más elevada si se tuviera en cuenta el fuerte retroceso esperado del PIB real en 2020 resultante de los tres escenarios considerados (tanto más cuanto mayor sea esa caída).

19 Esta cantidad incorpora 2,8 mm destinados a las CCAA, 1 mm gestionados por el Ministerio de Sanidad, 30 millones para la investigación relacionada con la creación de una vacuna contra el virus y 600 millones para que las CCAA y las CCLL puedan garantizar los servicios sanitarios de los más vulnerables.

20 No se han incluido medidas anunciadas, pero aún no aprobadas o delimitadas con precisión, como es el caso de la eventual renta mínima.

21 Estos cálculos podrían tener una naturaleza conservadora, en cuanto que alguna de las medidas pudiera, quizá bajo una forma distinta, mantenerse más allá del período de vigencia del estado de alarma.

del número de personas que, dentro de cada uno de los colectivos afectados por las medidas, se acogerán a ellas. En particular, en las simulaciones se ha considerado que las cifras de personas a las que afectarán los ERTE, las prestaciones por cese de actividad de los trabajadores autónomos y las prestaciones por desempleo de trabajadores temporales serán, respectivamente, de 3,1 millones, 0,9 millones y 0,6 millones, con un coste total de 12 mm de euros (el 70 % por mayor subsidio de desempleo y el 30 % en menores cotizaciones a la Seguridad Social) para una duración del estado de alarma de ocho semanas<sup>22</sup>.

El tercer ingrediente significativo de las medidas aprobadas viene dado por las que están dirigidas a proveer de liquidez a empresas potencialmente viables. Por un lado, esto incluye la concesión de garantías públicas a préstamos de empresas privadas por un volumen de fondos de hasta 102,4 mm, equivalentes al 8,2 % del PIB de 2019<sup>23</sup>. Por otro lado, ha sido aprobada una moratoria de deudas tributarias por un período de seis meses para pymes y autónomos por un importe de hasta 22,8 mm, así como el aplazamiento de todos los pagos impositivos de las empresas hasta el 20 de mayo por una cuantía de 3,5 mm<sup>24</sup>.

Por último, en la construcción de los escenarios se ha tenido en cuenta, sobre la base de la experiencia de la pasada recesión, que cabe esperar que las elasticidades de la recaudación de las distintas figuras impositivas al comportamiento de sus respectivas bases se acrecienta significativamente ante una contracción de la actividad tan intensa como la que se espera en 2020. En concreto, el retroceso de la recaudación por IVA e impuesto sobre sociedades en 2008-2009 superó en torno a un 50 % el que cabía esperar según las elasticidades históricas<sup>25</sup>.

## 5.2 Los resultados de las simulaciones

La combinación del conjunto de factores que se han descrito daría lugar a una significativa caída del PIB de la economía española en 2020, que oscila entre el -6,8 %

---

22 A efectos del impacto de estas medidas tanto sobre el déficit público como sobre la renta disponible de los hogares, es preciso tomar en consideración que una parte muy significativa de esas cuantías estaría vinculada al funcionamiento habitual de los estabilizadores automáticos (en concreto, las prestaciones por desempleo a trabajadores afectados por ERTE hubieran sido percibidas también si la pérdida del puesto de trabajo hubiera sido permanente en lugar de temporal).

23 Esta cifra resulta de sumar las correspondientes a las líneas de avales y créditos públicos para los préstamos de las empresas no financieras (100 mm), para empresas exportadoras y pymes (2 mm), y créditos del ICO para el sector turístico (400 millones). El coste que finalmente tendrá para las finanzas públicas esta medida está sometido a una elevada incertidumbre. En particular, dependerá de la profundidad de la caída de la actividad de su impacto sobre la capacidad de las empresas para devolver los créditos (cuya incidencia, además, será con toda probabilidad muy distinta por sectores). Dadas las dificultades para calibrar este coste, se ha optado por no incluirlo explícitamente en las simulaciones.

24 Estas medidas no afectarían al déficit del conjunto de 2020, dado que su vigencia expira dentro del año.

25 Para 2021, las previsiones se apoyan en los supuestos técnicos habituales. En concreto, se supone que las partidas sujetas a una mayor discrecionalidad —entre las que destacan por su tamaño las compras o la inversión pública— evolucionarán en línea con el crecimiento potencial nominal. Además, se asume que la trayectoria de las restantes partidas que componen las cuentas de las AAPP vendrá definida, en ausencia de medidas adicionales, por sus determinantes habituales, lo que, en particular, implica que los ingresos impositivos vuelvan a crecer en línea con sus bases.

**ESCENARIOS MACROECONÓMICOS DE REFERENCIA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (MTBE) TRAS LA CRISIS DEL COVID-19**

Se han elaborado varios escenarios en función de la duración del confinamiento y de la posible persistencia de la ralentización económica derivada del empeoramiento de la situación financiera de los agentes privados que la crisis pueda generar. Con todas las cautelas propias del ejercicio, el PIB caería, tras un confinamiento de 8 semanas, un -6,8 % si no se produjera un tensionamiento financiero adicional y un -9,5 % si ello tuviera lugar. Si el estado de alarma se prolongara cuatro semanas más, en presencia de problemas de solvencia empresarial, el retroceso del PIB podría ampliarse hasta el -12,4 %.

Tasas interanuales	2020				2021			
	Proy. dic-19	Esc. 1	Esc. 2	Esc. 3	Proy. dic-19	Esc. 1	Esc. 2	Esc. 3
PIB	1,7	-6,8	-9,5	-12,4	1,6	5,5	6,1	8,5
Consumo privado	1,5	-6,8	-9,3	-11,9	1,4	3,9	3,4	5,2
Inversión: equipo	2,2	-33,3	-44,2	-57,4	2,3	4,9	20,5	42,6
Inversión: vivienda	2,3	-6,9	-10,1	-13,0	2,2	3,8	4,3	6,3
Exportaciones de bienes y servicios	2,6	-13,2	-16,4	-19,0	3,1	19,0	18,7	22,2
Importaciones de bienes y servicios	2,1	-14,5	-18,4	-22,4	3,2	12,7	12,1	15,5
Tasa de desempleo (% , media anual) (a)	13,7	18,3	20,6	21,7	13,2	17,5	19,1	19,9
Capacidad/necesidad fin. AAPP (% del PIB)	-2,2	-7,2	-8,9	-11,0	-1,9	-5,2	-6,5	-7,4
Deuda AAPP (% del PIB anual)	96,0	109,9	115,3	122,3	95,2	109,4	114,5	120,3

FUENTE: Banco de España.

a De acuerdo con los criterios utilizados en la Encuesta de Población Activa (EPA), los trabajadores afectados por un ERTE y los autónomos en situación de cese de actividad siguen siendo considerados, a efectos de la definición de la tasa de paro, como ocupados (aunque no lo sean en sentido estricto, desde el punto de vista de su contribución a la producción, mientras permanezcan en esa situación).

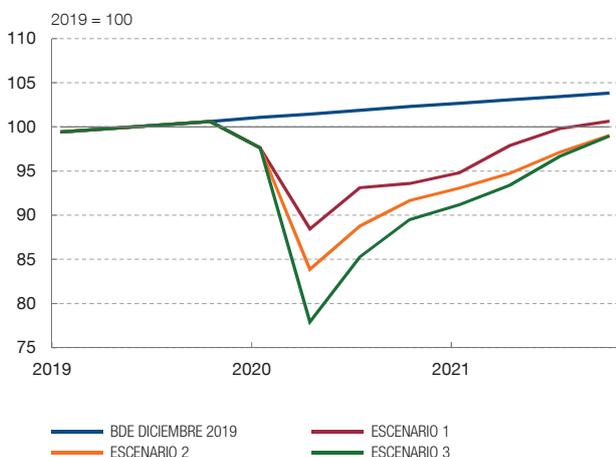
en el escenario 1, de duración acotada del período de confinamiento y ausencia de realimentación persistente entre perturbaciones reales y financieras, y el -12,4 % en el escenario 3, de prolongación de la suspensión de actividad económica y dificultades financieras de una parte de las empresas, pasando por el -9,5 % del escenario 2, que combina la duración corta del confinamiento del escenario 1 con la perturbación financiera relativamente persistente del escenario 3 (véase cuadro 2).

En cualquiera de los escenarios, el retroceso del PIB se concentraría en el primer semestre del año e iría seguido de una recuperación en el segundo, que, en parte, reflejará una materialización de las decisiones de consumo e inversión que los hogares y las empresas están posponiendo durante el período de confinamiento. No obstante, en ninguno de los tres casos el repunte de la actividad sería lo suficientemente intenso como para impedir que, al final de 2020, siguiera existiendo una brecha considerable con respecto al nivel del PIB previsto en las proyecciones del Banco de España del pasado mes de diciembre (véase gráfico 5.1). En concreto, ese nivel sería inferior en aproximadamente 8,5, 10,5 y 12,5 pp, respectivamente, en los escenarios 1, 2 y 3. Incluso en el horizonte del final de 2021, el PIB estaría, en el escenario 1, todavía unos 3 pp por debajo del nivel implícito en las proyecciones de diciembre de 2019, y casi 5 pp en los escenarios 2 y 3.

**LOS ESCENARIOS DE REFERENCIA DEL MODELO TRIMESTRAL DEL BANCO DE ESPAÑA (MTBE)**

La duración del confinamiento y la posibilidad de que las dificultades de liquidez de los agentes privados puedan transformarse en un problema de solvencia no determinan solo la profundidad de la recesión, sino también el nivel de producto a medio plazo, debido a los efectos sobre el tejido productivo.

1 ESCENARIOS DE EVOLUCIÓN DEL PIB



2 NÚMERO DE CUENTAS DE COTIZACIÓN A LA SEGURIDAD SOCIAL (TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL)



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



En cuanto a las contribuciones respectivas de las distintas perturbaciones a las pérdidas de PIB en 2020 en relación con un escenario contrafactual en el que no hubiera surgido la epidemia, los efectos directos del confinamiento en España ejercerían la mayor aportación, tomando como ejemplo el escenario 2, por la vía de la demanda tanto nacional como de servicios turísticos.

Por lo que respecta al comportamiento de los distintos componentes de demanda, el consumo privado experimentaría, en todos los escenarios, un descenso muy acusado este año, como consecuencia del impacto negativo de la caída del empleo sobre las rentas laborales (que en parte se verá paliado en términos de la renta disponible de los hogares por las transferencias públicas) y del aumento del ahorro por motivo precautorio. La reducción del consumo será particularmente pronunciada en lo que respecta a los bienes duraderos y, dentro del período de confinamiento, a los servicios relacionados con la hostelería y la restauración.

La formación bruta de capital fijo registrará una caída muy acusada, particularmente en lo que respecta al componente de bienes de equipo, en consonancia con el fuerte retroceso de la demanda final, con el deterioro de la posición patrimonial de las empresas y con la agudización de la incertidumbre acerca de la duración del período durante el cual será preciso mantener las medidas de contención y de la forma que adoptará el proceso de eventual repliegue del confinamiento.

Por último, dentro de los componentes de la demanda nacional, en 2020 se espera una aceleración del consumo público, motivada principalmente por los aumentos anunciados del gasto sanitario (en una cuantía del 0,4 % del PIB) para atender las necesidades de tratamiento de la población afectada por la epidemia.

La pronunciada reducción de la demanda exterior se traducirá en un severo retroceso de las exportaciones de bienes y servicios. El efecto será particularmente pronunciado en términos de los componentes de turismo y servicios de transporte, directamente afectados durante el período de confinamiento por las limitaciones a la movilidad, que incluyen una reducción muy significativa de las cifras de vuelos internacionales y un cierre casi completo de las fronteras terrestres. Los supuestos realizados incorporan una progresiva recuperación de los flujos turísticos a partir del verano de este año, que, no obstante, en el escenario que incorpora efectos más prolongados en el tiempo, no se completaría hasta mediados de 2021. Un elemento que juega en contra de una rápida recuperación de los flujos de llegadas de turistas es el hecho de que las medidas de contención de la epidemia no hayan sido adoptadas simultáneamente en todos los países, y, en particular, que en muchos de ellos estas medidas se hayan aplicado más tarde que en España.

La contracción de las importaciones en 2020 será asimismo muy pronunciada, lo que se explica no solo por el severo descenso de la demanda final, sino también por el hecho de que este se concentre en los componentes de gasto con un contenido importador más elevado, como es el caso de la inversión en equipo y las exportaciones. Además, de modo análogo a la vertiente exportadora, el período de confinamiento comporta la desaparición del flujo de turistas españoles hacia el resto del mundo.

El agudo descenso de la actividad económica tendrá consecuencias severas sobre el mercado de trabajo. El descenso de la ocupación se verá moderado, al menos en el corto plazo, por el elevado recurso a los ERTE. En la dirección opuesta, como en otras fases recesivas de la economía española, la pronunciada dualidad existente en el mercado de trabajo español entre los trabajadores con contrato indefinido y con contrato temporal se está traduciendo en una rápida concentración de las pérdidas de puestos de trabajo entre estos últimos. De hecho, este último aspecto se está viendo exacerbado por la elevada incidencia de la crisis actual sobre las actividades turísticas, muy intensivas en mano de obra con un fuerte componente de contratación temporal, y por la coincidencia con el inicio de la temporada.

En función de los distintos escenarios considerados, la tasa de paro podría alcanzar en 2020, en media anual, niveles del 18,2 %, 20,6 % y 21,7 % de la población activa. En consonancia con las definiciones utilizadas en la EPA, estas tasas de paro consideran como empleados a los trabajadores asalariados acogidos a un ERTE y a los autónomos que han recurrido al cese de actividad, aunque, mientras

permanezcan en esas situaciones no están ocupados en sentido estricto desde un punto de vista puramente económico<sup>26</sup>. El repunte de la actividad económica se traduciría en una reversión parcial del descenso del desempleo en 2021, que, no obstante, todavía se mantendría en niveles notablemente superiores a los que se pronosticaban antes de la irrupción de la crisis sanitaria.

En cualquiera de los escenarios, la crisis tendrá un impacto adverso considerable sobre las finanzas públicas, como consecuencia tanto de la actuación de los estabilizadores automáticos como de las medidas discrecionales adoptadas (como se ha detallado en la sección 5.1.2). En concreto, en 2020 el déficit público se situaría en el -7,2 %, -8,9 % y -11 % del PIB en cada uno de los tres escenarios. Por su parte, la deuda pública llegaría hasta el entorno del 110 %, 115 % y 122 % del PIB, respectivamente, frente al 95,5% de finales de 2019. Estos aumentos en la ratio de deuda reflejarían tanto la ampliación de los déficits como el descenso del PIB nominal, cuya contribución a esos incrementos del endeudamiento público en porcentaje del PIB sería, de manera aproximada, en cada uno de los tres escenarios, de 7 pp, 10,5 pp y 15,5 pp, respectivamente. En todo caso, es preciso enfatizar que el nivel de incertidumbre que rodea a estas proyecciones de las variables fiscales es mucho más elevado de lo habitual. En efecto, además de la incierta duración del confinamiento o la profundidad y el grado de persistencia de la caída de rentas sufrida por muchos hogares y empresas, la naturaleza cambiante de la situación hace necesario que la política presupuestaria retenga la suficiente flexibilidad como para adoptar eventualmente medidas adicionales transitorias para aliviar la intensidad y la duración de la recesión y, por tanto, los costes sociales y económicos de la pandemia.

La epidemia constituye una perturbación de naturaleza global que, sin embargo, afecta de manera distinta a las diferentes economías en función de sus características estructurales y de sus vulnerabilidades. En concreto, el elevado peso del turismo dentro del PIB y del empleo en España<sup>27</sup>, en un contexto en el que estas ramas están sufriendo desproporcionadamente las consecuencias de la pandemia, contribuye a que las perspectivas de la economía española se hayan visto particularmente afectadas. Adicionalmente al elevado peso en el PIB y en el empleo, el saldo de la balanza turística desempeña un papel fundamental en el mantenimiento del superávit exterior de la economía española, necesario para corregir la todavía elevada posición neta negativa de inversión internacional<sup>28</sup>.

---

26 A efectos de las simulaciones, se ha considerado una cifra total de asalariados en situación de ERTE y ocupados no asalariados en situación de cese de actividad de cuatro millones de personas (durante ocho semanas en los escenarios 1 y 2, y durante doce en el escenario 3).

27 En concreto, la contribución del turismo al PIB y al empleo en España sería, respectivamente, del 11,8% y del 13,5% en 2018, la más elevada en el caso del PIB —y la segunda más elevada, tras Islandia, en el del empleo— de entre los países de la OCDE. Véase *OCDE (2020), OECD Tourism Trends and Policies 2020*, OECD Publishing, París.

28 Concretamente, en 2019 el superávit turístico de la economía española ascendió a un 2% del PIB. Frente al deterioro de la balanza de servicios turísticos como consecuencia de la pandemia, se espera que el saldo de la balanza energética experimente un avance sustancial como consecuencia de la mejora de la relación real de intercambio resultante del retroceso del precio del petróleo.

Un elemento adicional que confiere una mayor vulnerabilidad a la economía española frente a las consecuencias del Covid-19, en comparación con los principales países del área del euro, viene dado por algunas características idiosincrásicas de los hogares y de las empresas en España. En el caso de los hogares, la capacidad de las distintas medidas anunciadas para amortiguar la perturbación de rentas a través de transferencias públicas se ve dificultada por la elevada incidencia de la temporalidad, dado que muchos trabajadores con un contrato de esta naturaleza apenas pueden acogerse a las actuaciones aprobadas. Además, muchos trabajadores que normalmente accederían a un puesto de trabajo, desde una situación previa de desempleo, en esta época del año, están viendo mermadas muy significativamente sus opciones de empleo y, por tanto, sus rentas<sup>29</sup>. Por lo que respecta a las empresas, el peso comparativamente mayor de las pymes, que cabe esperar que experimenten mayores dificultades de acceso a la financiación que las sociedades de mayor tamaño, eleva el riesgo de desaparición de empresas como consecuencia de la crisis y, por tanto, de que el nivel de producto potencial de la economía se pueda ver dañado a resultas de aquella.

Como ilustra el escenario 2 y, sobre todo, el 3, un aspecto clave para evitar que la recuperación se ralentice en exceso es el grado de efectividad de los mecanismos puestos en marcha para garantizar la liquidez de las empresas a la hora de evitar que una determinada proporción de ellas, entre las que se encontrarían las más endeudadas y las que presentan una menor rentabilidad, no logre sobrevivir al parón de su actividad, lo que daría lugar a efectos más persistentes sobre la inversión y el empleo. En este sentido, los datos disponibles muestran una caída muy acusada —del 8,2 %— del número de empresas con cuentas de cotización en la Seguridad Social (y, por tanto, con trabajadores a su cargo) en el transcurso del mes de marzo (véase gráfico 5.2). Las bajas producidas en esta estadística no implican, necesariamente, la desaparición permanente de las empresas, pues no es descartable que estas retomem su actividad en el futuro. No obstante, cuanto más se prolongue la crisis, mayor es la probabilidad de que estas compañías que ahora no tienen trabajadores en situación de alta acaben cerrando de forma definitiva.

Con elevada probabilidad, cabe suponer que la inflación, medida por la tasa de variación del IAPC, experimentará un descenso pronunciado este año como consecuencia de la contribución fuertemente negativa del componente energético, fruto a su vez de la caída del precio del petróleo tanto en los mercados de contado como en los de futuros. En cuanto al comportamiento del IPSEBENE, la combinación de perturbaciones asociadas al Covid-19 entraña una serie de elementos de demanda y de oferta que ejercen presiones en direcciones opuestas sobre la

---

29 Los datos de afiliación diarios para la segunda mitad de marzo de 2020 muestran que más de la mitad del deterioro de la afiliación, en comparación con el mismo período del año anterior, se debe al descenso abrupto (del 55 %) de las nuevas altas. Asimismo, la encuesta a una muestra de empresas, cuyos resultados se presentan en el recuadro 1, señala cómo la mitad de ellas han decidido paralizar sus planes de nuevas contrataciones (proporción que supera al de aquellas que han decidido reducir su plantilla).

trayectoria de los precios. La potencia de los elementos de demanda es tan grande que cabe esperar que prevalezcan las fuerzas desinflacionistas. En todo caso, la esperada evolución bajista del indicador agregado de la inflación subyacente es compatible con la posibilidad de que surjan cambios significativos de cierto calado en los precios relativos. En concreto, el cierre de las actividades de hostelería y restauración y la previsiblemente lenta recuperación de las actividades turísticas podrían dar lugar a una moderación de la tasa de variación de los precios de estos servicios. Por el contrario, en un contexto en el que no se puede descartar la aparición de algunas dificultades aisladas en su suministro, es posible que los precios de algunos alimentos pudieran experimentar un cierto repunte.

En definitiva, los escenarios macroeconómicos para la economía española presentados apuntan a que, con una probabilidad muy elevada, la epidemia causada por el coronavirus SARS-CoV-2 comportará consecuencias económicas muy severas, con una contracción del PIB en 2020 que superará con creces la que se produjo en cualquiera de los años de la crisis financiera global. En todo caso, estos escenarios tienen una naturaleza preliminar, y están sujetos a revisiones posteriores que pueden ser potencialmente importantes, en función de los desarrollos observados.

20.4.2020.

**ENCUESTA EMPRESARIAL SOBRE EL IMPACTO DE LA CRISIS DEL COVID-19**

En las circunstancias actuales, en las que la información estadística disponible apenas ha comenzado a recoger las consecuencias de las medidas para el control de la pandemia, el contacto directo con los agentes económicos constituye una fuente de información muy valiosa. Con este trasfondo, el Banco de España ha participado en dos iniciativas consistentes en la realización de encuestas con el objetivo de recabar información sobre el impacto del Covid-19 sobre nuestro tejido empresarial. La primera de ellas ha sido desarrollada, en colaboración con el Instituto de Empresa Familiar (IEF) y Asociaciones Territoriales vinculadas, a 455 compañías de esta naturaleza de toda España. La segunda es una encuesta diseñada exclusivamente por el Banco que permite la segmentación de las respuestas de acuerdo con características de las empresas como su tamaño o sector de actividad y cuyas principales conclusiones son el objeto de este recuadro. En todo caso, los resultados de ambas encuestas son, a grandes rasgos, coincidentes.

Como en el caso de la encuesta en colaboración con el IEF, la del Banco ofrece información cualitativa de gran utilidad acerca de varios aspectos de interés, como las consecuencias de la crisis sanitaria y de las medidas de contención de la pandemia sobre la actividad de las distintas ramas de la economía, las estrategias que las empresas han puesto en marcha para hacer frente a esos efectos, sus expectativas de futuro y la percepción acerca de la efectividad de las medidas de política económica adoptadas.

Con el objetivo de arrojar luz sobre estos aspectos, se diseñó una breve encuesta, que fue enviada el 3 de abril a un conjunto de 133 empresas colaboradoras habituales de la Central de Balances del Banco de España, a las que se les agradece de forma expresa su participación. La información que se presenta en este recuadro recoge las 88 respuestas válidas recibidas hasta el 8 de abril. Aunque el reducido tamaño muestral de la encuesta limita su representatividad estadística, la selección de las empresas se realizó de modo que se incluyen compañías de diferente tamaño y sector de actividad, al objeto de ofrecer una imagen lo más fiel posible del impacto de la crisis sobre el tejido empresarial español. Así, el tamaño medio de las empresas incluidas en la muestra final es relativamente grande, con un empleo mediano de 241 empleados, aunque se incluyen un 10,3 % de empresas

menores de 50 trabajadores y un 42,5 % de empresas de entre 50 y 249 trabajadores. En términos de la composición sectorial, el 4,6 % de las empresas pertenece al sector primario y el 43,7 % a las ramas industriales (que incluyen las manufacturas —23 %—, el suministro de energía y agua —18,4 %— y la construcción —2,3 %—), mientras que el 51,7 % restante corresponde al sector servicios (desglosadas entre comercio —13,8 %—, transporte y hostelería —8 %—, información y comunicaciones y actividades inmobiliarias —6,9 %—, actividades profesionales científicas y técnicas —14,9 %— y otros servicios —8 %—).

La información recopilada en la encuesta muestra la elevada intensidad del impacto de la perturbación sufrida. Así, casi el 80 % de las empresas encuestadas declara una reducción de su actividad como consecuencia de la crisis sanitaria, mientras que algo más del 9 % de ellas habría registrado un aumento (véase gráfico 1). Entre las sociedades que declaran haber visto reducida su cifra de negocio, las caídas son muy elevadas, y supera el 60 % en casi cuatro de cada diez respuestas recibidas. La disminución de la actividad es bastante generalizada por ramas y por tamaños de empresa, si bien es más acusada entre las que operan en el sector servicios, lo que es coherente con el hecho de que las consecuencias de las restricciones a la actividad asociadas a la declaración del estado de alarma hayan sido especialmente intensas en muchas de estas ramas<sup>1</sup>.

Cuando se pregunta a las empresas por los motivos que explican el descenso de su actividad, la disminución de la demanda resulta ser la causa principal (véase gráfico 2). En concreto, más de la mitad de las sociedades no financieras encuestadas declaran que este factor ha tenido un impacto fuerte o muy fuerte en su actividad, siendo esa proporción comparativamente más elevada en las empresas de servicios. Entre las restantes causas, la propia paralización forzosa de las actividades de algunas ramas impuesta por la declaración del estado de alarma desempeña un papel de similar relevancia al de la caída de la demanda. Adicionalmente, alrededor de una quinta parte de las empresas encuestadas declaran haberse visto afectadas por las dificultades experimentadas en el suministro por parte de sus proveedores habituales, y una proporción similar apunta a los obstáculos para el cobro a sus clientes. En el caso de las dificultades de suministro,

1 Los efectos apuntan hacia una menor magnitud de la crisis en el caso de las empresas encuestadas pertenecientes al sector primario. No obstante, se ha renunciado a realizar un análisis detallado de los resultados relativos a esta rama, dado que el tamaño muestral es, en este caso, muy reducido.

**ENCUESTA EMPRESARIAL SOBRE EL IMPACTO DE LA CRISIS DEL COVID-19 (cont.)**

Gráfico 1  
IMPACTO DE LA CRISIS SOBRE LA ACTIVIDAD DE LAS EMPRESAS

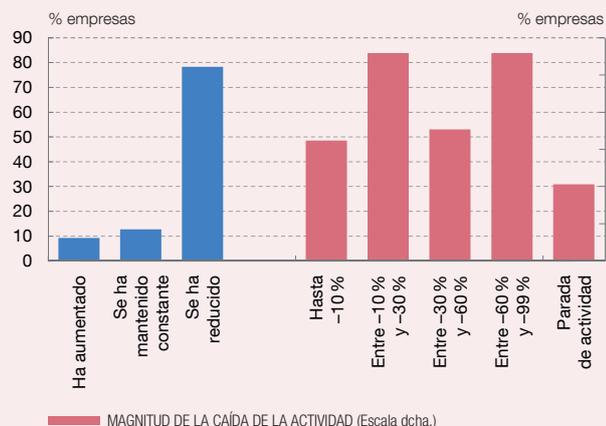


Gráfico 2  
FACTORES EXISTENTES DETRÁS DE LA CAÍDA DE LA ACTIVIDAD  
% de empresas que consideran cada factor con impacto fuerte o muy fuerte

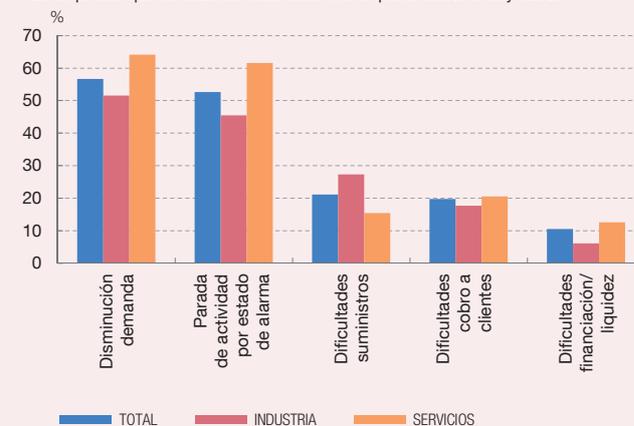


Gráfico 3  
ESTRATEGIAS PARA AFRONTAR LA CRISIS SEGÚN LA EVOLUCIÓN DE LA ACTIVIDAD DE LA EMPRESA

% de empresas que consideran cada estrategia relevante o muy relevante

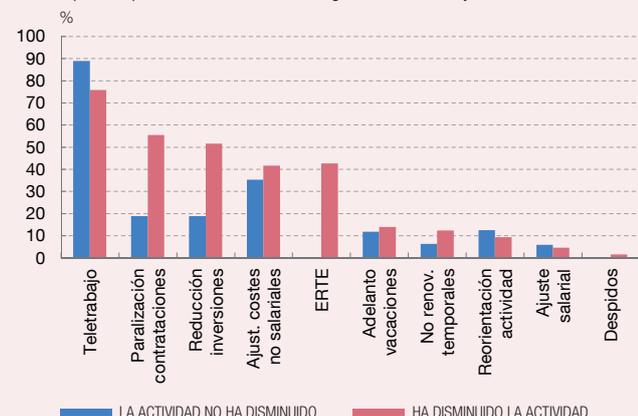


Gráfico 4  
ESTRATEGIAS MÁS RELEVANTES PARA AFRONTAR LA CRISIS

% de empresas que consideran cada estrategia relevante o muy relevante

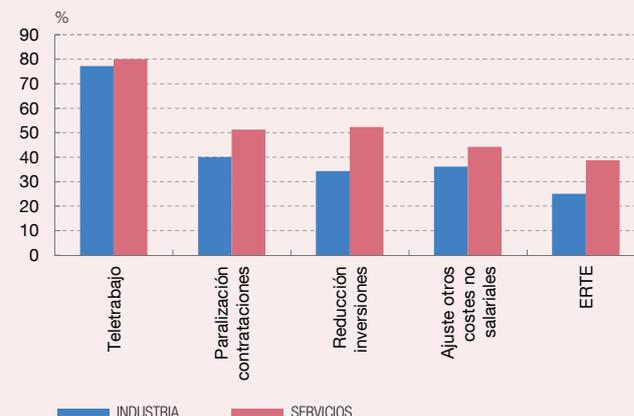


Gráfico 5  
GRADO DE UTILIDAD DE MEDIDAS DE POLÍTICA ECONÓMICA

% de empresas que las consideran relevantes o muy relevantes

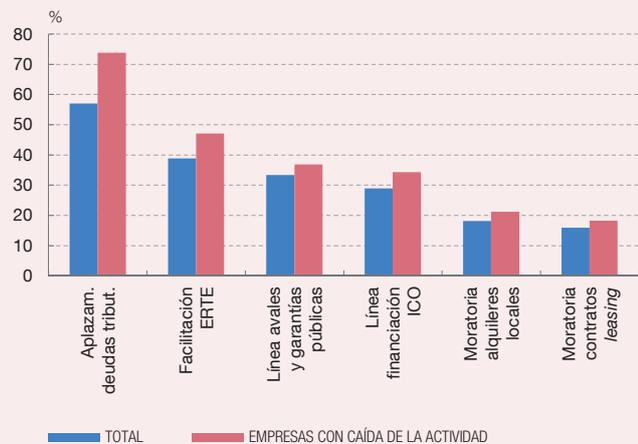
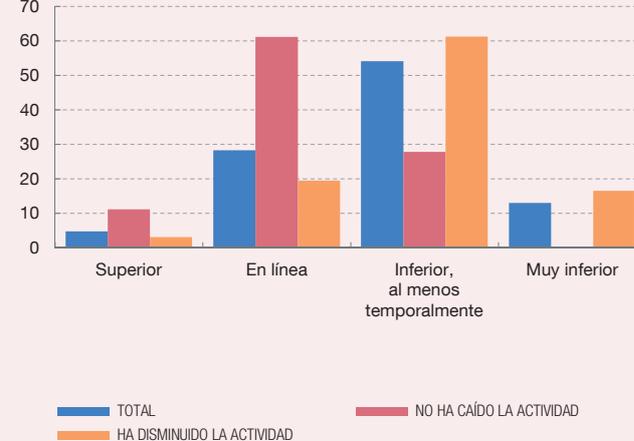


Gráfico 6  
PERCEPCIÓN SOBRE EL NIVEL DE ACTIVIDAD DE LA EMPRESA TRAS LA ELIMINACIÓN DE LAS RESTRICCIONES A LA MOVILIDAD

(en comparación con el período previo a la crisis)



FUENTE: Encuesta del Banco de España sobre el impacto del Covid-19.

**ENCUESTA EMPRESARIAL SOBRE EL IMPACTO DE LA CRISIS DEL COVID-19 (cont.)**

la incidencia es comparativamente mayor en las empresas industriales, reflejando la interrupción de las cadenas de producción, tanto en sus eslabones nacionales como en los de otros países, en parte inducida por el cierre de actividades y por las trabas al transporte. Finalmente, los impedimentos para la obtención de financiación o la falta de liquidez son citadas por una proporción relativamente reducida de empresas. En todo caso, las de menor tamaño muestran una especial preocupación por dicho factor, lo que reflejaría su mayor vulnerabilidad en este aspecto.

La encuesta pregunta también a las empresas por las diferentes estrategias adoptadas para hacer frente a la crisis (véase gráfico 3). En este sentido, el recurso al teletrabajo parece constituir el eje central de la respuesta proporcionada por las empresas a las restricciones a la movilidad de la plantilla y a la preocupación por el mantenimiento de la salud de sus empleados. En concreto, el 80 % de las sociedades no financieras encuestadas afirma que este factor ha sido relevante o muy relevante en su reacción a la crisis, independientemente de que su actividad se haya visto o no afectada negativamente por ella. Este recurso tan intenso al teletrabajo habría permitido que la actividad empresarial no se hubiera resentido en mayor medida.

En cambio, las estrategias dirigidas al ajuste de los costes de producción han sido especialmente utilizadas por las empresas cuya actividad se ha visto dañada por la crisis. En concreto, estas compañías han tendido a contener sus costes laborales suspendiendo transitoriamente la relación laboral con sus trabajadores —mediante el uso de los expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE)— y paralizando nuevas contrataciones, resultado este último que, al igual que el escaso recurso a los despidos, resulta, en líneas generales, coherente con la evolución de la afiliación a la Seguridad Social en la segunda quincena de marzo. Sin embargo, las empresas cuya actividad se ha reducido con la crisis apenas declaran haber hecho uso de la no renovación de contratos temporales, lo que contrasta con la fuerte destrucción de empleo temporal observado en la estadística de afiliaciones. Asimismo, parece haberse hecho un uso reducido de la posibilidad de realizar ajustes salariales. Además, la adaptación a la crisis ha incluido la paralización de inversiones ya planificadas y la reducción

de otros costes no laborales, estrategias citadas, respectivamente, por el 50 % y el 40 % de las empresas que han visto disminuir su actividad.

Por ramas, la relevancia relativa de las diferentes vías para hacer frente a la crisis es similar, aunque las empresas de servicios declaran estar haciendo un mayor uso de los diferentes cauces para reducir sus costes, tanto laborales como no laborales, lo que sería coherente con la mayor intensidad declarada de las caídas de su actividad (véase gráfico 4)<sup>2</sup>.

Un apartado adicional de la encuesta recaba información sobre la percepción de las empresas acerca del grado de utilidad tanto de las medidas de política económica ya adoptadas como de algunas otras que podrían ser aprobadas próximamente (véase gráfico 5). En este aspecto, más de la mitad de las empresas encuestadas consideran que las medidas de aplazamiento de deudas tributarias desempeñan un papel relevante o muy relevante. Como es de esperar, este porcentaje es más elevado (hasta superar el 70 %) entre las empresas cuya actividad ha descendido en este período, dada su mayor necesidad de liquidez. Además, una proporción elevada de empresas juzga que están siendo útiles las medidas de facilitación de los ERTE (casi el 50 %), las de concesión de avales y garantías públicas sobre créditos, y las líneas de financiación del ICO (en torno a un tercio en ambos casos). Por tamaño de empresa, cabe destacar que las más pequeñas, que declaran una mayor preocupación por las dificultades de liquidez, perciben una mayor utilidad de los instrumentos de avales y préstamos del ICO en comparación con las sociedades más grandes.

Finalmente, las empresas participantes muestran su preocupación por la huella que podría dejar la crisis actual sobre su actividad una vez que se levanten las medidas de restricción a la movilidad. En concreto, alrededor de dos tercios de las empresas encuestadas esperan que su nivel de actividad sea inferior al observado con anterioridad a la llegada de la epidemia a España (véase gráfico 6). Estas expectativas guardan una relación directa con el impacto ya percibido de la crisis, de modo que, mientras que ese porcentaje de empresas supera el 75 % entre las que ya han experimentado un descenso de la actividad, no llega al 30 % entre aquellas que señalan que no se han visto afectadas.

2 En este gráfico se incluyen todas las empresas de cada rama, hayan reducido o no su actividad.

**EFFECTOS ECONÓMICOS GLOBALES DE LA CRISIS SANITARIA**

La crisis sanitaria provocada por la enfermedad Covid-19 y las medidas para contener su propagación están produciendo severas disrupciones de la actividad económica global. En este recuadro se ilustran los potenciales efectos adversos en las principales áreas económicas mundiales a través de varios ejercicios de simulación, en los que se asume que el impacto directo de la crisis sanitaria se circunscribe fundamentalmente al primer semestre de este año, por las razones que se desarrollan en el segundo apartado del texto principal.

En China, primer país afectado, se dispone de evidencia de que el consumo, la industria y los servicios se vieron severamente lastrados durante la parte álgida de la crisis sanitaria: la producción industrial, las ventas al por menor o la inversión registraron caídas cercanas al 20 % interanual en el período enero-febrero. A partir de marzo, el progresivo levantamiento de las medidas de contención, en un entorno de decididas medidas de estímulo, estaría dando paso a una incipiente recuperación de la actividad, de acuerdo con los datos parciales disponibles.

En el resto de las economías afectadas por la pandemia, la evidencia acerca de la magnitud de la perturbación negativa es todavía escasa (véase gráfico 1), pues la escalada de infecciones comenzó a finales de febrero y las medidas de contención más severas se introdujeron en marzo. En todo caso, de manera análoga a lo observado antes en China, el impacto del Covid-19 se está materializando en un deterioro muy marcado del consumo y el turismo, por componentes de demanda, y del transporte de viajeros, las actividades de ocio y otros servicios relacionados, por ramas productivas, actividades cuyo peso conjunto en la actividad es elevado (véase gráfico 2). Los mercados financieros y de materias primas, por su parte, también han acusado de forma pronunciada las consecuencias de la crisis sanitaria. El impacto inicial sobre los precios de las materias primas (petróleo y metales industriales) por parte de la contracción de la demanda china se ha ido acentuando a medida que se ha propagado la epidemia a otras economías consumidoras de estos bienes (véase gráfico 3). Además, las consecuencias de la epidemia están induciendo

un aumento muy acusado de la aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales, con fuertes caídas bursátiles, elevaciones de las primas de riesgo y huida hacia activos refugio (véase gráfico 4).

El alcance de la disrupción que este episodio pueda acabar teniendo resulta muy incierto en estos momentos, en un contexto en el que 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 puede terminar impactando también en las decisiones de consumo y de inversión, en particular a través de sus efectos adversos sobre las condiciones de financiación y sobre la riqueza de los agentes. En cuarto lugar, la caída de los precios de las materias primas perjudica a los países productores de estos bienes. Por último, la incertidumbre sobre las perspectivas puede reducir el gasto de consumo y de 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 las medidas de contención sobre la actividad económica, se muestran a continuación los resultados de un conjunto de simulaciones realizadas a partir del NiGEM, un modelo macroeconómico global<sup>1</sup>. Estos escenarios internacionales no solo comparten los principales supuestos considerados en los escenarios para la economía española que se describen en la sección 5 de este artículo, sino que también proporcionan el ingrediente de demanda externa que es utilizado en esos ejercicios<sup>2</sup>.

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

2 El modelo NiGEM y el modelo MTBE, con el que se simulan los escenarios para la economía española en el texto principal, son modelos semiestructurales con numerosos elementos en común. No obstante, también presentan algunas diferencias, vinculadas a los diferentes propósitos para los que se han desarrollado ambas herramientas. Mientras que el primer modelo prima las interrelaciones entre las distintas economías, dado su carácter global, el segundo está orientado a capturar de manera mucho más detallada las relaciones macroeconómicas de la economía española. No obstante, los resultados con ambos modelos para la senda de crecimiento del PIB español presentan diferencias relativamente reducidas en cualquiera de los tres escenarios.

**EFFECTOS ECONÓMICOS GLOBALES DE LA CRISIS SANITARIA (cont.)**

Gráfico 1  
PMI DE MANUFACTURAS

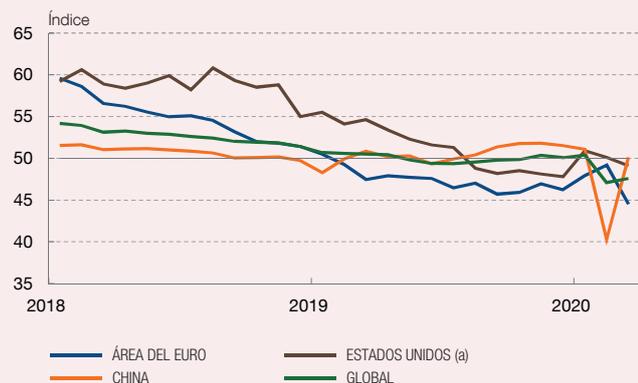


Gráfico 2  
TURISMO, OCIO, CULTURA Y HOSTELERÍA: RELEVANCIA POR PAÍSES

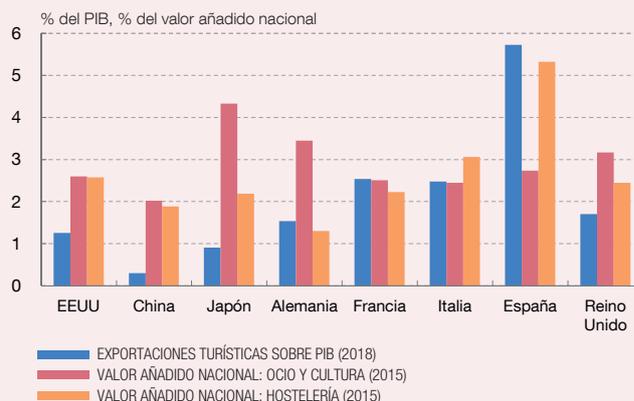


Gráfico 3  
PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS

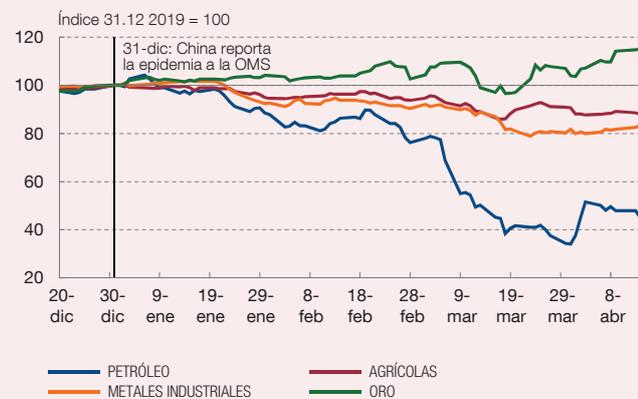


Gráfico 4  
REACCIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

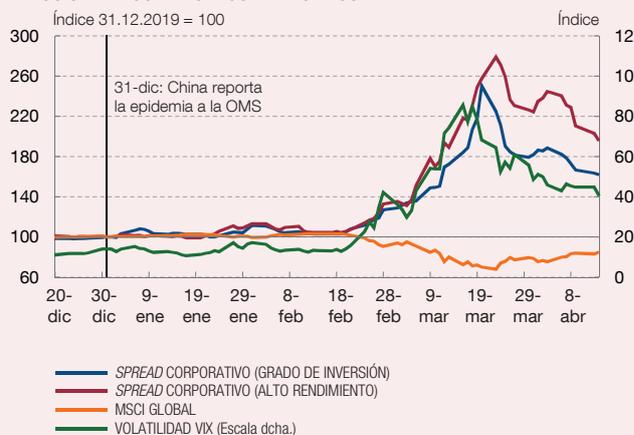


Gráfico 5  
IMPACTO GLOBAL DE LA CRISIS SANITARIA EN 2020

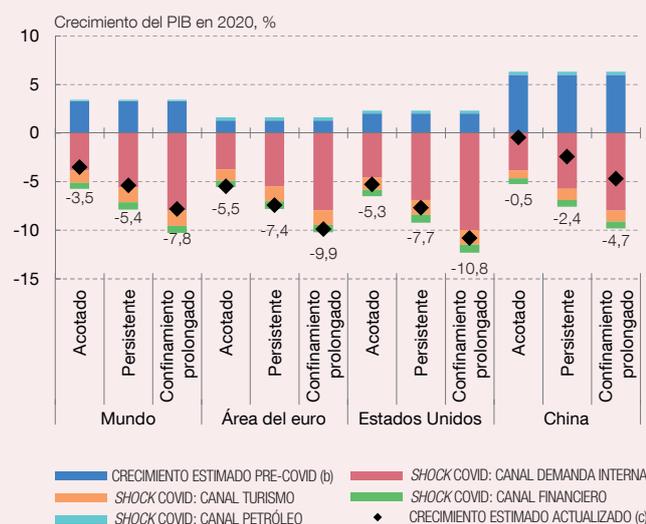
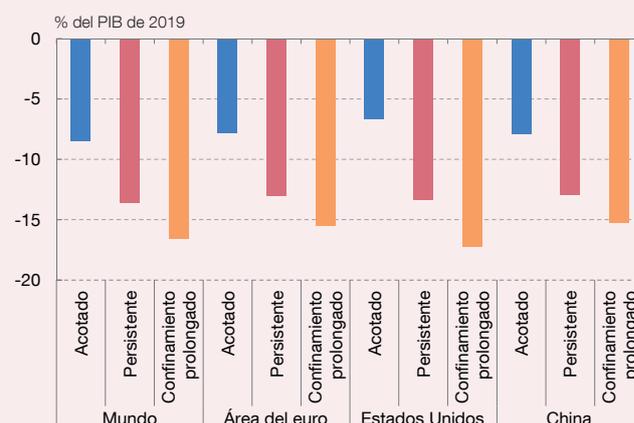


Gráfico 6  
PÉRDIDA ACUMULADA DEL PIB ENTRE EL II TR DE 2020 Y EL IV TR DE 2021



FUENTES: Banco de España, Banco Mundial, Fondo Monetario Internacional, IFS, IHS e ISM Markit.

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

El NiGEM 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 incorpora también 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 habituales<sup>3</sup>.

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 a las principales economías mundiales y que los efectos adversos directos de la pandemia se circunscriben, como se ha apuntado, al primer semestre de este año. En los dos primeros escenarios, se considera que el confinamiento que se está aplicando en estos momentos en un número muy amplio de países tendrá 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. En cuanto a la velocidad de la recuperación, en el escenario «acotado» se considera un perfil de la actividad más dinámico, por el repunte de las compras pospuestas de bienes de consumo duradero, mientras que en los otros dos escenarios se incorporan efectos adversos adicionales, derivados de la posibilidad de que la caída inicial 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 en la

fecha de cierre de este artículo sobre la reducción de la actividad en China en el primer trimestre y las caídas observadas en los mercados financieros y de materias primas, así como sobre 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 pandemia<sup>4</sup>, en unos 7 pp, 9 pp y 11 pp en 2020 en los escenarios acotado, persistente y de confinamiento prolongado, respectivamente. El crecimiento de la economía global se situaría, con ello, en registros negativos del -3,5 %, -5,4 % y -7,8 %, respectivamente, en 2020 (véase gráfico 5). Por áreas geográficas, Estados Unidos sufriría un impacto adverso sobre su crecimiento de 7,3 pp, 9,7 pp y 12,8 pp en cada uno de los tres escenarios, respectivamente, ligeramente por encima de los efectos obtenidos para el área del euro<sup>5</sup>. Estos son, en concreto, de -6,8 pp, -8,7 pp y -11,2 pp, en cada uno de los tres escenarios, lo que da lugar a tasas de crecimiento del -5,5 %, -7,4 % y -9,9 %<sup>6</sup>. Por su parte, la magnitud del menor avance del producto de China sería de 6,5 pp, 8,4 pp y 10,7 pp. En general, el canal más desfavorable es el asociado a la caída de la demanda interna, seguido del colapso del sector turístico. Dado el carácter transitorio de la crisis sanitaria, las principales áreas económicas comenzarían a recuperarse a partir del segundo semestre de este año, de manera que la economía global registraría avances del producto sustanciales en 2021. No obstante, la pérdida acumulada de renta mundial entre 2020 y 2021 se situaría entre algo menos del 10 % y algo más del 15 % del nivel que se anticipaba antes de la pandemia, valores correspondientes, respectivamente, a los escenarios «acotado» y de «confinamiento prolongado» (véase gráfico 6).

La escasa información disponible sobre la evolución de la actividad en la actual coyuntura, la velocidad a la que se están desarrollando los acontecimientos y la ausencia de

3 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 la política fiscal actúa como estabilizador automático (manteniendo, simultáneamente, un objetivo de saldo presupuestario a medio plazo).

4 Se toman como referencia las previsiones realizadas por el FMI en su informe *WEO* de enero de 2020.

5 La caída relativamente más acusada en Estados Unidos vendría explicada por un mayor peso del consumo privado, por la mayor debilidad de los estabilizadores automáticos y por una mayor incidencia del *shock* financiero que en la UEM. Por el contrario, en el último *WEO*, los efectos adversos son algo inferiores en el caso de Estados Unidos. Si bien no se proporcionan detalles sobre los supuestos que subyacen a las previsiones del FMI, es probable que parte de la discrepancia se deba a que estas proyecciones fueron desarrolladas en un momento anterior, cuando la propagación de la epidemia en la economía norteamericana era muy inferior a la actual.

6 Para hacer comparables estas tasas para la economía del área del euro con las presentadas para España en el cuerpo principal del artículo resulta necesario hacer un ajuste técnico en las primeras, lo que daría lugar a tasas del -5,9 %, -8,5 % y -11,1 %, respectivamente, en cada escenario, en 2020.

**EFECTOS ECONÓMICOS GLOBALES DE LA CRISIS SANITARIA (cont.)**

episodios comparables en las últimas décadas hacen que estas simulaciones estén sujetas a un nivel de incertidumbre inusualmente elevado, según se desarrolla en el texto principal del artículo. 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 más allá de lo considerado en

estos ejercicios, el impacto negativo sobre la economía mundial podría ser aún más grave. En este contexto, una reacción enérgica y coordinada de las políticas económicas como la que se está desplegando resulta necesaria para amortiguar los efectos negativos sobre hogares y empresas, y devolver a la economía cuanto antes a una senda de crecimiento sostenido y de creación de empleo.

Cuadro 1  
CALIBRACIÓN DE LOS ESCENARIOS

Perturbación	Calibración	Escenario 1 Acotado			Escenario 2 Persistente			Escenario 3 Confinamiento prolongado		
		China	Economías avanzadas	Resto de Asia	China	Economías avanzadas	Resto de Asia	China	Economías avanzadas	Resto de Asia
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 <i>shock</i> 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	<i>Spread</i> 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								

FUENTE: Banco de España.