

**BARÓMETRO**  
RIESGO PAÍS  
Y SECTORIAL  
Q1 2020

Por el equipo de  
Investigación  
Económica de  
Coface

## COVID-19: hacia un repentino aumento mundial de insolvencias empresariales

**E**n el anterior barómetro trimestral de Coface, publicado el 4 de febrero de 2020, anticipamos que los principales riesgos para la economía mundial en 2020 serían, paradójicamente, de naturaleza no económica. Incluimos los riesgos políticos y ambientales en esta categoría. Tres meses después, es otro tipo de riesgo no económico el que está inclinando la economía mundial hacia la recesión. La epidemia de COVID-19 en China, que inicialmente afectaba a un número limitado de cadenas de valor, se ha convertido en una pandemia mundial que requiere la contención de más de la mitad de la población mundial, en más de 50 países. Para las empresas, las medidas repentinas adoptadas por los gobiernos para detener la expansión del virus representa un doble choque: el suministro y la demanda, que está afectando a un gran número de industrias. La singularidad de esta crisis hace inútiles las comparaciones con las anteriores, ya que estas últimas tienen un origen financiero (crisis crediticia mundial de 2008-2009, gran depresión de 1929).

En este contexto, ya no se trata de los países y sectores de actividad que se verán afectados por esta conmoción, sino de los (raros) que se salvarán. Por ejemplo, el sector farmacéutico y, en menor medida, la industria alimentaria se encuentran entre estos sectores relativamente preservados. En 2020, la economía mundial

debería experimentar su primera recesión desde 2009 (-1,3% después de +2,5% en 2019) y se espera que 68 países estén en recesión este año, frente a sólo 11 el año pasado. El volumen del comercio internacional disminuirá por segundo año consecutivo (el comercio mundial bajará este año un 4,3% en volumen, después de -0,4% en 2019), el riesgo crediticio de las empresas aumentará considerablemente y Coface prevé que las insolvencias de empresas aumentarán un 25% en todo el mundo (frente a sólo +2% previsto el pasado mes de enero). Sería, con mucho, el aumento más fuerte desde 2009 (+29%), incluso si la actividad económica se reinicia gradualmente en el tercer trimestre, y sin que se produzca una segunda ola de epidemia en la segunda mitad del año. Esta tendencia afectaría a los Estados Unidos (+39%) y a todas las principales economías de Europa Occidental (+18%): Alemania (+11%), Francia (+15%), Reino Unido (+33%), Italia (+18%) y España (+22%). La conmoción podría ser aún más violenta en las economías emergentes: además de la pandemia, que podría resultarles más difícil de manejar, también se enfrentan a la caída de los precios del petróleo, así como a la salida de capitales que se ha cuadruplicado en comparación con su nivel de 2008. Por último, la pandemia también debería tener muchas consecuencias políticas, la más evidente de las cuales es que exacerba las tensiones geopolíticas existentes a corto plazo.

## De una crisis de salud...

Los datos sobre la propagación de la pandemia por país, constituyen una información esencial y necesaria para establecer uno o más escenarios económicos, aunque su grado de fiabilidad depende de la frecuencia de las pruebas realizadas a la población, de la calidad del sistema de notificación de datos de cada país y de la transparencia de las autoridades locales. La Universidad Johns Hopkins de los Estados Unidos es un punto de referencia en la compilación de estos datos.

El análisis de su evolución pone de relieve varias etapas de la propagación de la pandemia. En primer lugar, el índice de propagación del virus (llamado  $R_0$ , es decir, el número de personas infectadas por cada persona portadora del virus) aumenta exponencialmente, estableciéndose en un nivel alto: entre 2 y 3 en el caso de COVID-19. Cuando se alerta a la población sobre el riesgo que conlleva, el crecimiento del número de nuevos casos confirmados se vuelve lineal (el número de casos aumenta alrededor de un tercio diario, de modo que el número de personas afectadas se duplica cada tres días). Luego, el gobierno toma medidas para frenar la propagación, el éxito de esta estrategia depende en la mayoría de los casos del grado de gravedad para limitar los contactos entre las personas.

De hecho, según los modelos de propagación de epidemias, el grado de propagación ( $R_0$ ) es el producto de tres factores:

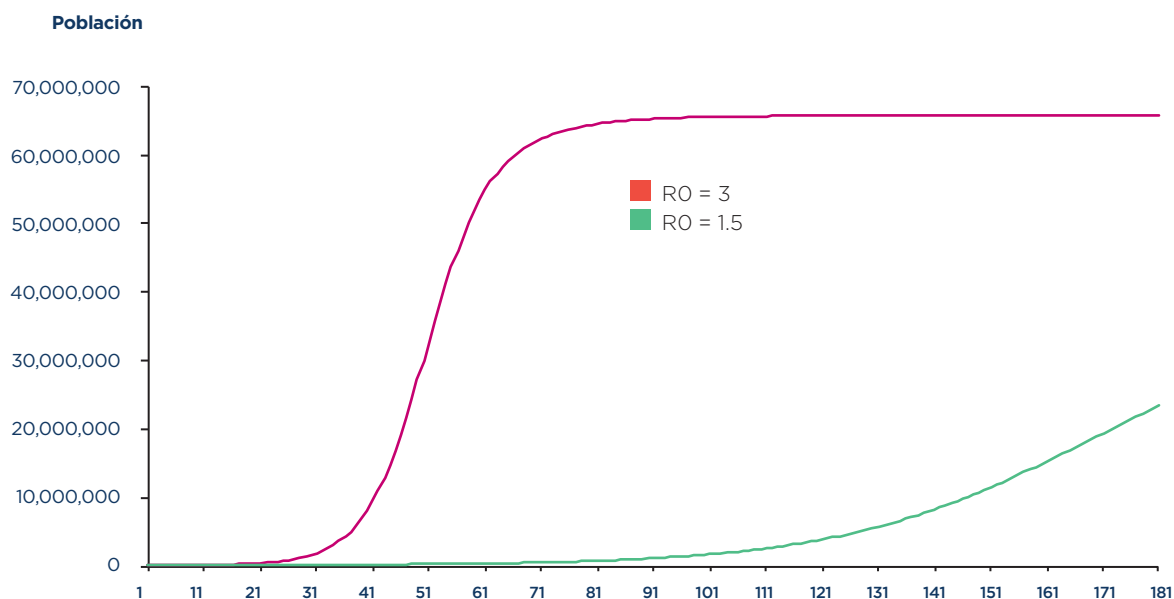
- El número de contactos diarios de una persona infectada con otras personas;
- La probabilidad de que una persona no afectada se contamine al contacto de una persona afectada por el virus;
- La duración de la enfermedad en número de días.

Con una  $R_0$  igual a tres y sin ninguna acción por parte de las autoridades para frenar la expansión del virus, casi toda la población se ve afectada en dos meses (véase **Gráfica 1(a)** para el caso de Francia). Reducir a la mitad este grado de propagación ( $R_0 = 1,5$ ) -por ejemplo, si cada persona reduce a la mitad el número diario de contactos interpersonales- es valioso pero insuficiente: casi la mitad de la población está infectada en seis meses. Para detener la epidemia,  $R_0$  debe ser inferior a 1. Una vez que se está por debajo de este umbral, el número de personas adicionales contaminadas desciende tan rápido como había aumentado durante la fase de propagación.

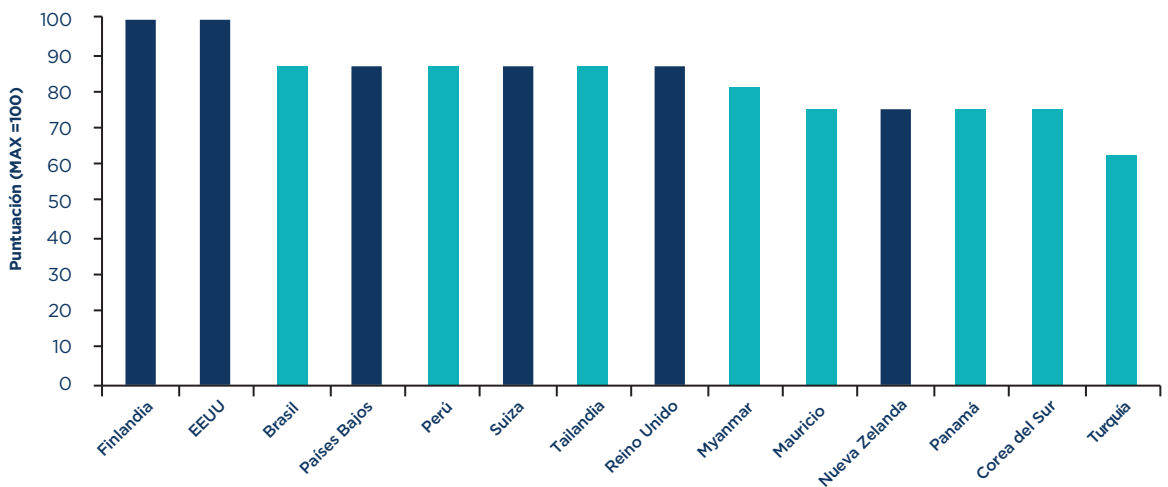
A finales de marzo, un pequeño número de países había alcanzado el reflujo de la epidemia y casi todos ellos se encuentran en Asia (véase el **Recuadro 1**). En otros lugares, sólo unos pocos países de Europa del Norte parecían estar en una situación similar: Noruega, gracias a las primeras medidas de contención, y Suecia, a pesar de las medidas de contención mucho menos estrictas.

En octubre de 2019, el Centro para la Seguridad de la Salud, la Iniciativa contra la Amenaza Nuclear de la Escuela de Salud Pública Bloomberg de la Universidad Johns Hopkins y la Economist Intelligence Unit publicaron su Índice de Seguridad de la Salud Mundial (GHS) para 195 países. Los datos del Índice GHS se extraen de fuentes de datos disponibles públicamente de países individuales y organizaciones internacionales, así como de una serie de fuentes adicionales que incluyen información gubernamental publicada. Entre muchos indicadores, la planificación de la preparación y respuesta ante emergencias de los países (que contiene un plan nacional de respuesta ante emergencias para enfermedades con potencial pandémico), así como la operación de respuesta ante

Gráfica 1(a):  
Modelo de propagación de COVID-19 para Francia

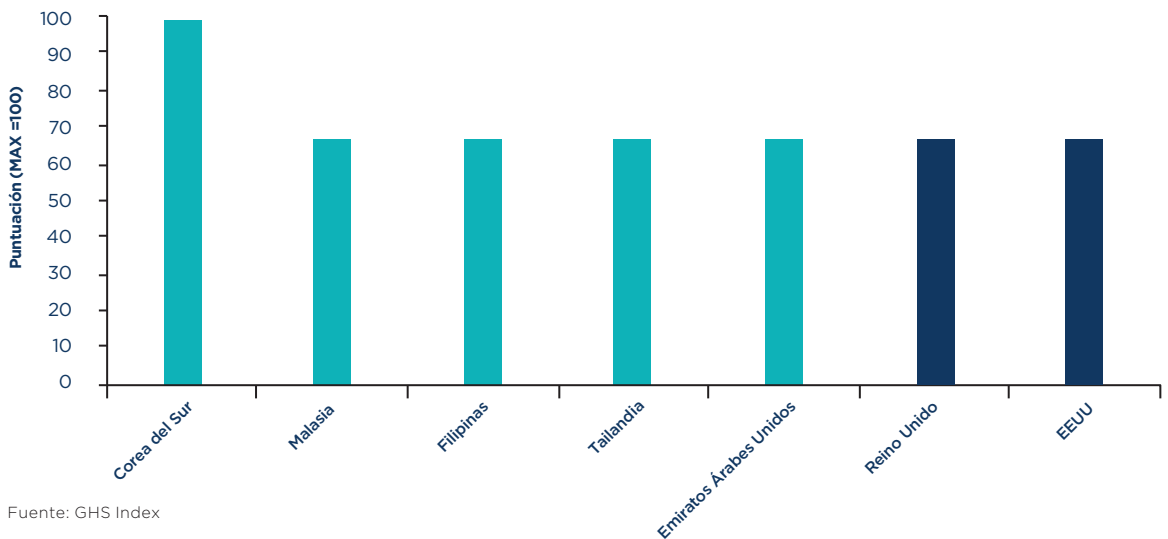


Gráfica 1(b):  
**Planificación de la preparación y la respuesta a las emergencias**  
 (países con una puntuación superior a la media)



Fuente: GHS Index

Gráfica 1(c):  
**Operación de respuesta de emergencia**  
 (países con una puntuación superior a la media)



Fuente: GHS Index

emergencias (vínculo entre las autoridades de salud pública y seguridad, ejercicios para el Centro de Operaciones de Emergencia, etc.) parecen ser particularmente pertinentes en la actual situación de pandemia para calificar la capacidad de los países de responder a las emergencias de salud pública. En ellos se observa que los países emergentes, especialmente los de Asia oriental, están bien representados, mientras que sólo un par de economías avanzadas consiguen superar una puntuación media (**véanse las Gráficas 1(b) y 1(c)**).

En este contexto, es razonable esperar que las medidas de contención adoptadas en Europa, en diversos grados, se levanten gradualmente durante el segundo trimestre. Habría menos

restricciones a la circulación y la reunión, aunque sin volver a la situación original. La aplicación de muchas más políticas de ensayo en los países que lo hicieron poco antes de la contención, junto con la continuación de ciertas medidas de distanciamiento social y la posible llegada de medicamentos antivirales eficaces (a la espera de una vacuna en 2021), permitiría una recuperación muy gradual de la economía.

Sin embargo, el grado de incertidumbre es extremadamente alto, y es posible un segundo escenario, en el que una segunda ola de contagio ocurriría en la segunda mitad de este año. Teniendo en cuenta todos los límites del ejercicio, los pronósticos que se presentan a continuación se basan en el primer escenario.

Recuadro 1:

## ¿Cuánto tiempo durará la cuarentena? Lecciones de Asia:

Según datos recopilados por la Universidad Johns Hopkins (JHU) al 31 de marzo, había 82.198 casos confirmados en China, de los cuales 75.916 ya se han recuperado (aunque hay dudas sobre la fiabilidad de estos datos). Significa que China tiene 6.282 casos activos, fue el primer país en imponer distanciamiento social obligatorio, empezando por la capital de la provincia de Hubei y el epicentro del brote, Wuhan, el 23 de enero. Se ampliaron pronto para cubrir 60 millones de personas en la provincia de Hubei el 13 de febrero. Otras partes del país siguieron el ejemplo, aplicando medidas similares de diversos grados de gravedad en los días siguientes. A pesar de las críticas iniciales a las medidas draconianas de China, otros países del mundo han recurrido a medios similares para controlar la propagación del virus en sus economías. La percepción es que los cierres han evitado una epidemia más grave en el país más poblado del mundo, que habría sido desastrosa para la economía mundial. A partir del 27 de marzo, Wuhan levantó el cierre y reanudó transportes, permitiendo a los residentes salir de la ciudad utilizando un código verde (para controlar el nivel de contagio, las autoridades asignan un código QR de color a cada individuo, en sus teléfonos móviles. El verde permite el movimiento, mientras que naranja y rojo significan alto riesgo de contagio).

El reto para China será evitar una segunda oleada de infecciones a medida que el país reanude gradualmente sus operaciones. Según las cifras oficiales, el país está operando al 75% de su capacidad en comparación con los niveles normales antes de que comenzara el brote de COVID-19. Existen algunas diferencias en función del tamaño de las empresas, ya que las grandes empresas registran tasas más altas (80,1%) en comparación con las pequeñas y medianas empresas (71%), que en China representan la mayor parte del empleo. Además, si bien muchas empresas han reabierto sus puertas, es posible que se enfrenten a una escasez de mano de obra. Según los datos compilados por Baidu, que utiliza datos de triangulación de los usuarios de teléfonos móviles para identificar un índice de intensidad de la migración, el regreso de la gente a las ciudades tras el receso del Año Nuevo chino ha sido sólo un goteo en relación con el mismo período del año pasado. A ello se suman los períodos de autocuarentena obligatoria para los viajes entre provincias, lo que significa que todavía pueden transcurrir algunas semanas más antes de que las empresas puedan reanudar sus operaciones normales.

Corea del Sur desplegó un enfoque diferente para contener el virus. Además de reducir los vuelos de entrada y las cuarentenas obligatorias para los viajeros, Seúl implementó un programa de pruebas públicas masivas en respuesta a un grave brote en la cuarta ciudad más grande del país, Daegu. Los oficiales buscaron hacer pruebas a cualquiera que pudiera haber estado expuesto al virus, asintomático o no. Se llevaron a cabo más de 210mil pruebas con 10mil nuevas pruebas diarias durante el punto álgido de la epidemia en febrero. Este enfoque parece eficiente: Las cifras de la JHU muestran que había 9.661 casos confirmados en Corea del Sur al 31 de marzo, de los cuales 5.228 ya se han recuperado (4.433 casos activos). Los nuevos casos están relacionados con las iglesias que reiniciaron los servicios de culto a pesar de las normas de distanciamiento social. La tasa de mortalidad se mantiene por debajo del 1%, que concuerda con observaciones de otros países con pruebas preventivas (p.e. Alemania y Suiza)\*. Una teoría podría ser que las pruebas permiten detectar a los portadores en forma temprana, impulsándolos a autoaislarse, impidiendo que infecten otras personas. Dado que muchos son asintomáticos, no fomentan la precaución. Aunque la enfermedad es casi asintomática en muchos casos puede causar una reacción inflamatoria grave a través de una tormenta de citoquinas en los pulmones alrededor del noveno día. La detección temprana y la prevención pueden evitar que los servicios de salud se abrumen y reduzcan riesgos para el personal médico.

También hay que exponer las diferencias de comportamiento entre las sociedades confucianas avanzadas de Asia oriental (Japón, Hong Kong, Singapur, Corea del Sur y Taiwán) y otras partes del mundo. Las poblaciones de esos países respondieron muy bien a las alertas iniciales emitidas por el gobierno. Un documento reciente del Imperial College\*\* muestra una correlación positiva entre las medidas de distanciamiento social y una menor tasa de reproducción de COVID-19. Es interesante que las economías de Asia oriental que aplicaron formas suaves de distanciamiento social, junto con otras medidas de higiene y prevención, pudieron mantener niveles intermedios de actividad económica sin provocar un brote en gran escala. A diferencia de Europa y América del Norte, las economías de Asia oriental sufrieron el síndrome respiratorio agudo severo (SARS) en 2003, y es posible que las poblaciones hayan sido más dóciles (así como diligentes) en el despliegue de estas medidas.

\* Financial Times (Marzo 11, 2020). Coronavirus testing: how are the hardest-hit countries responding? <https://www.ft.com/content/dd416102-5d20-11ea-b0ab-339c2307bcd4>

\*\* Ainslie, Walters, Fu et al (2020). Evidence of initial success for China exiting COVID-19 social distancing policy after achieving containment. Imperial College London. <https://www.imperial.ac.uk/media/imperial-college/medicine/sph/ide/gida-fellowships/Imperial-College-COVID19-Exiting-Social-Distancing-24-03-2020.pdf>

### ... a una crisis económica mediante un doble choque de oferta y demanda.

La contención se refleja en un tipo de choque de la oferta que nunca se había observado durante las grandes crisis anteriores (Gran Depresión de 1929 y crisis crediticia mundial de 2008-2009). La naturaleza de esas conmociones anteriores era muy diferente: eran crisis financieras en primer lugar, que tenían consecuencias en la actividad real. En esta ocasión, el choque inicial proviene de la economía real: muchas actividades se ven penalizadas porque 1) tienen que cerrar debido a las medidas de cuarentena que impiden a las personas ir a su lugar de trabajo y/o consumir. 2) Se ven afectadas indirectamente por este choque de la oferta, a través de interrupciones en las cadenas de suministro de bienes intermedios debido a la interrupción de la actividad de los proveedores y a cuestiones de transporte (véase la sección sobre el comercio mundial más adelante). Las empresas más afectadas por este doble choque de la oferta y la demanda serán los servicios vinculados al turismo (sector para el que la ONU prevé una caída de la actividad del 20% en todo el mundo este año, frente a "sólo" -4% en 2009), como hoteles, restaurantes (el 25 de marzo, los datos del sitio web Booking.com indicaban que las reservas de los restaurantes habían caído casi un 100% en todo el mundo), ocio (museos, parques de atracciones, eventos deportivos).

En segundo lugar, hay que mencionar el transporte, en particular el transporte aéreo: la Asociación de Transporte Aéreo Internacional (IATA) señaló que la pandemia podría costar al mercado aéreo entre el 11% (63.000 millones de dólares) y el 19% (113.000 millones de dólares) de los ingresos de los pasajeros este año\*. Casi todos los segmentos de la venta al por menor especializada (como la ropa y la electrónica) también se ven afectados, a pesar del apoyo del comercio electrónico. Se espera que otros sectores de servicios se vean mucho menos afectados (telecomunicaciones, agua, saneamiento).

La mayoría de los sectores manufactureros también se ven directamente afectados por las medidas de contención, con la excepción de la industria agroalimentaria.

En Francia, excluyendo la agroalimentaria, sólo se mantendría la mitad de la actividad manufacturera durante el período de contención, según el INSEE. En cuanto a la construcción, casi el 90% de las obras fueron detenidas después de la entrada en vigor de las medidas restrictivas (véase la **Tabla 1**). No es de extrañar que las pequeñas empresas sean las más vulnerables en todas estas industrias.

Un choque de la demanda igualmente brutal se suma al choque de la oferta, ya que muchos consumidores están cancelando o posponiendo sus gastos en bienes y servicios debido a las cuarentenas y al cierre obligatorio de empresas no esenciales. Además de este efecto inmediato, el impacto de la contención en la confianza de los hogares es un factor agravante. Por ejemplo, en Alemania, el indicador de referencia GFK de la confianza de los consumidores cayó bruscamente en marzo, debido a la disminución combinada de sus diversos componentes: las expectativas de ingresos y el deseo de realizar compras. La disminución de las expectativas de inflación (posiblemente vinculada a la caída de los precios del petróleo) no compensó todos los factores negativos que afectan a la moral de los hogares alemanes.

En este entorno de extrema incertidumbre, las empresas y los hogares también se verán inclinados a posponer sus decisiones de inversión. Las empresas podrían dejar de contratar o incluso despedir a los trabajadores. El nivel históricamente alto de solicitudes de subsidio de desempleo registrado en los Estados Unidos el 2 de abril de 2020 indica que este proceso se inició muy rápidamente: 10 millones de estadounidenses solicitaron el subsidio de desempleo en dos semanas. La última cifra ha establecido un nuevo récord desde la primera publicación de estos datos en 1967 y a un nivel más de diez veces superior al récord anterior (695.000 alcanzado en 1982). Hay que reconocer que este aumento excepcional se debe también en parte a la introducción del seguro de desempleo a nivel federal, que debería haber incitado a los trabajadores independientes a solicitar una prestación.

**Tabla 1:**

Estimación de la producción y la pérdida de consumo de los hogares debido a las medidas de contención (diferencia entre la actividad económica estimada durante la última semana de marzo y la actividad de una semana "normal")

	Pérdida de producción en comparación con la actividad normal	Consumo de los hogares en comparación con la actividad normal
Agricultura/alimentos agrícolas	-4%	+6%
Industria (excluyendo la agroalimentaria)	-52%	-60%
Construcción	-89%	-90%
Servicios de mercado	-36%	-33%
<i>Excluyendo los servicios de vivienda</i>		-56%
<i>Servicios de vivienda (alquiler)</i>		0%
Servicios no comerciales	-14%	-34%

Fuente: INSEE, Coface

\* Datos de fecha 5 de marzo de 2020. IATA especifica que la cifra puede cambiar dependiendo de la duración de la crisis.

Además, en detalle, es probable que los precarios empleados del restaurante o incluso de la industria hotelera de las grandes áreas metropolitanas fueran los primeros en soportar el costo de estos despidos. Tendencias similares se observan ya en Canadá y Noruega, donde la tasa de desempleo aumentó del 2,3% al 10,4% de la población activa en un mes.

En Francia, el estudio del INSEE ya mencionado evalúa el consumo total de los hogares durante la contención en un 65% del nivel normal. En otras palabras, la pérdida estimada de consumo vinculada a las medidas de contención asciende al 35%. Los bienes de consumo duradero como los vehículos deberían ser muy afectados por este choque. Las ventas de automóviles en China cayeron un 80% interanual en febrero, cuando la epidemia se acercaba a su pico en el país. Otros gastos, como los de la industria textil y electrónica, también es probable que se reduzcan a casi cero. En el otro extremo del espectro, el consumo de electricidad o de agua no debería sufrir este nuevo entorno y los productos agroalimentarios y farmacéuticos deberían incluso beneficiarse de esta situación excepcional. En efecto, los gobiernos protegen los dos sectores mencionados y los distribuidores están autorizados a permanecer abiertos a pesar de las medidas de cuarentena debido a su carácter esencial. Por lo tanto, la continuidad y la sostenibilidad de las cadenas de valor que funcionan en estos sectores es objeto de toda la atención, tanto de los gobiernos como de las organizaciones supranacionales.

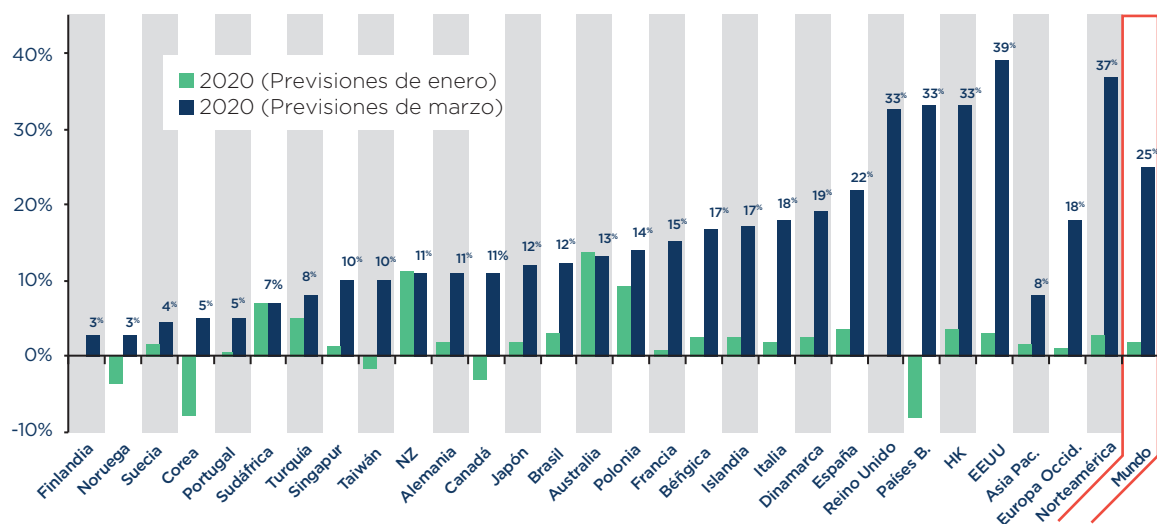
Por último, el grado de vulnerabilidad de una empresa a este choque de la demanda también depende de la propensión del consumidor a posponer la compra del bien o servicio que produce. Así, para la mayoría de las actividades de servicios, las pérdidas de consumo ya mencionadas probablemente no se compensarán una vez que la contención haya terminado. Suponiendo que una persona tiene el hábito de ir al restaurante una vez por semana en tiempos normales y se ve

temporalmente privada de esta posibilidad, no aumentará el número de visitas a los restaurantes por semana para compensar la pérdida cuando se levante la prohibición. Por lo tanto, muchas empresas de servicios sufrirán pérdidas directas. Lo mismo ocurre con las empresas productoras de combustibles (petróleo para el transporte, carbón, etc.) que se utilizan menos debido a la reducción del tráfico de transporte. Por otra parte, la compra de un automóvil o de un inmueble es más fácil de aplazar. Lo mismo ocurre con las empresas productoras de materias primas o de piezas utilizadas en la producción de estos bienes de consumo duradero (metales para la construcción y el automóvil, por ejemplo). Algunos sectores empresariales se encuentran en una posición intermedia (lujo, electrónica, etc.).

### ¿Cuáles son las previsiones de crecimiento de las insolvencias empresariales y del PIB para 2020?

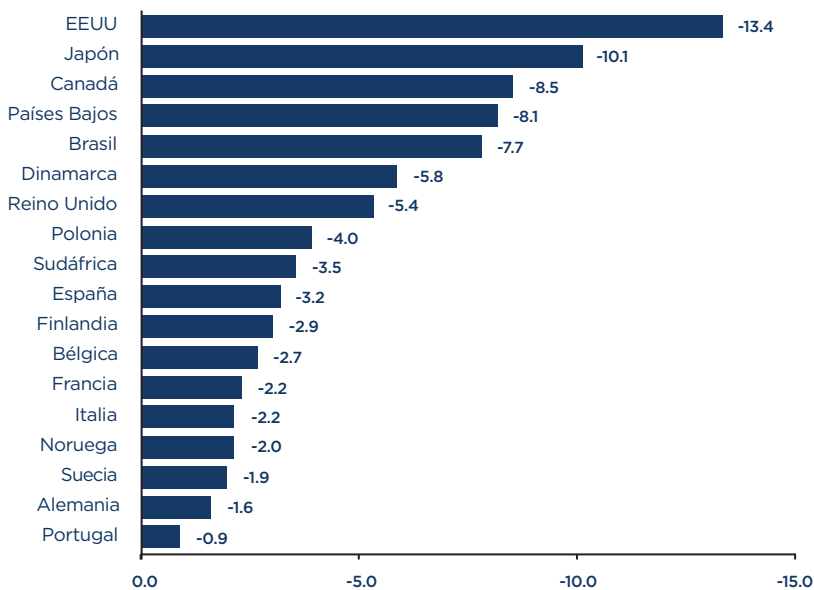
En cualquier caso, se prevé que los cierres de producción y consumo (o cuasi cierres) empeoren las corrientes de efectivo y los márgenes de las empresas. Así pues, se prevé que el número de insolvencias de empresas aumente considerablemente. Coface prevé un aumento del 25% este año en todo el mundo (frente a sólo el 2% en 2019 y la previsión inicial para 2020 realizada el pasado mes de enero, véase las Gráficas 2(a) y 2(b)). Si se demuestra que es cierto, este aumento será el más fuerte de los últimos diez años (+29% en 2009), a pesar de que los gobiernos han anunciado la modificación de los procedimientos de insolvencia de las empresas en varios países, con el fin de limitar su magnitud (por ejemplo, en Francia y el Reino Unido). En los Estados Unidos, se espera que el número aumente en un 39%, una tasa superior a la de Europa occidental (+18%). Incluso en el Japón, donde el número de quiebras de empresas siguió una tendencia descendente durante diez años y a pesar de que la tasa media de crecimiento fue cercana a 0

Gráfica 2(a):  
**Evolución anual de las insolvencias de empresas por país**  
(en %)



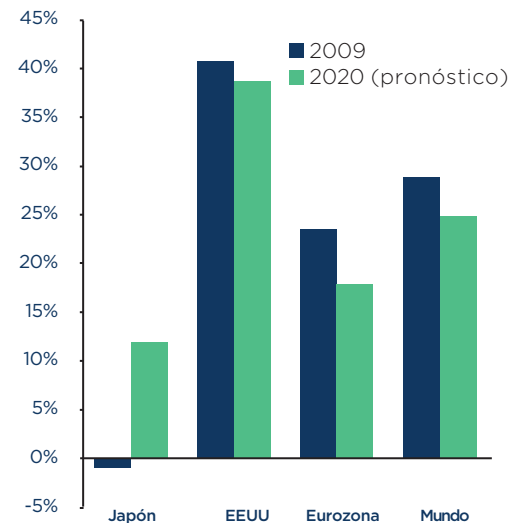
Fuente: Información Nacional, Coface

Gráfica 2(b):  
Relación de las previsiones de crecimiento de las insolvencias (%)  
y las previsiones de crecimiento del PIB (%)



Fuente: Información Nacional, Coface

Gráfica 3:  
Crecimiento de las insolvencias  
(en %)



Fuente: IMF, Autoridades Nacionales, Datastream, Coface

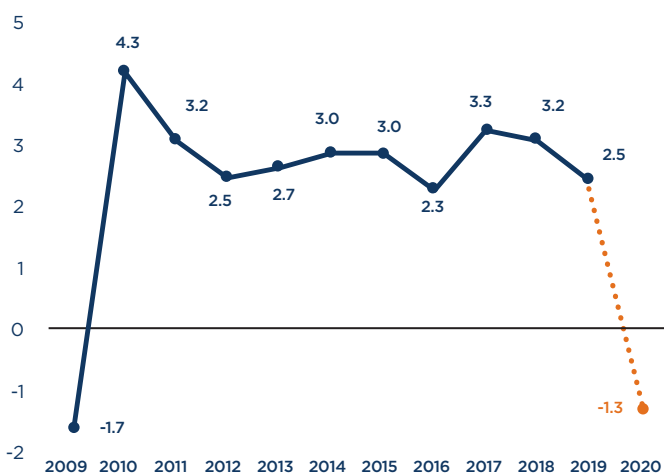
(0,7% en promedio entre 2009 y 2019), se espera ahora una tasa de crecimiento de dos dígitos de la tasa de pérdidas de las empresas (+12%). En 2009, el número de insolvencias de empresas había aumentado más bruscamente en los EEUU (+41%, véase la Gráfica 3) y en la Eurozona (+24%), pero menos en Asia (+2% hace solo 11 años).

Estas previsiones de evolución del número de insolvencias por país se realizan mediante un modelo estadístico que utiliza las previsiones de crecimiento del PIB de Coface como variable explicativa de las quiebras. A pesar del altísimo grado de incertidumbre descrito anteriormente, estas previsiones de crecimiento se basan en los supuestos de pérdida

estimada de producción por sector de actividad y en el escenario central de evolución de la pandemia que se adoptó. Sin embargo, incluso en este escenario más favorable, el crecimiento del PIB mundial sería negativo este año (-1,3%) por primera vez desde 2009 (véase la Gráfica 4). Entre las principales economías mundiales, los EEUU (-2,9%), Japón (-1,2%) y la Eurozona (-6,2%) estarán en recesión (véase la Gráfica 5).

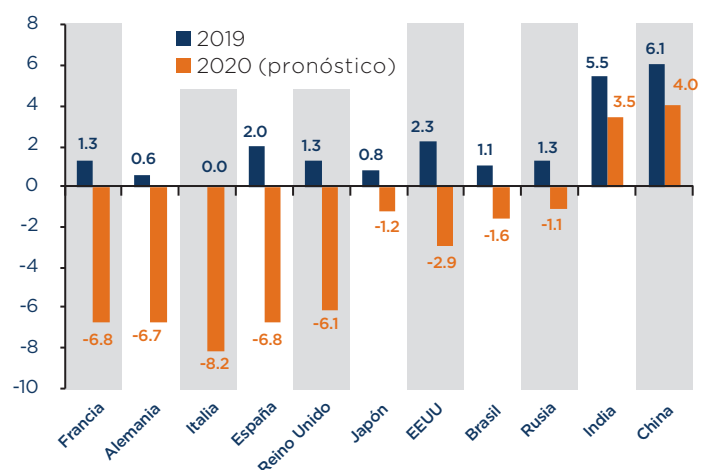
También será el caso de Rusia, Brasil, México y Sudáfrica. Aunque se mantiene positivo, el crecimiento debería ralentizarse significativamente en China e India. Finalmente, Coface prevé un crecimiento negativo en 68 economías este año, frente a sólo 11 en 2019.

Gráfica 4:  
Previsión de crecimiento del PIB mundial de Coface  
(promedio anual, %)



Fuente: IMF, Autoridades Nacionales, Datastream, Coface

Chart 5:  
Tasa de crecimiento anual  
(% del PIB)



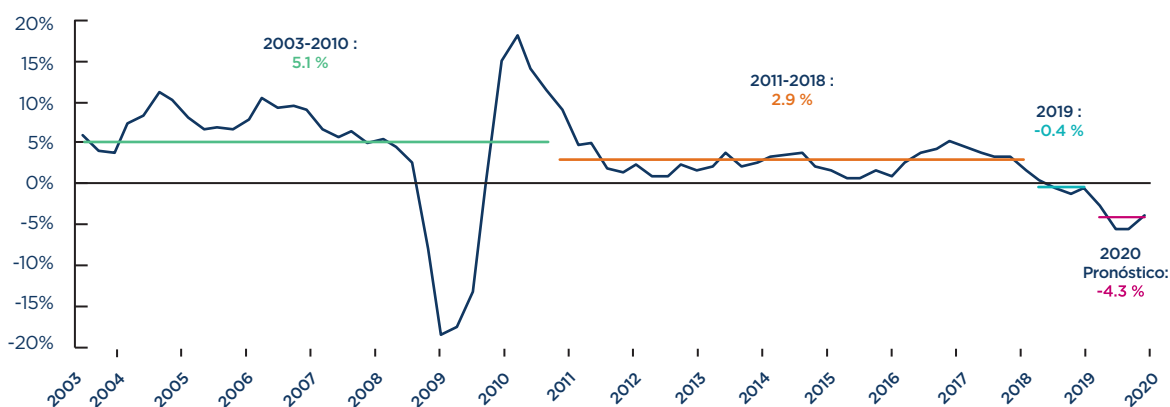
Fuente: FMI, Coface

### Recesión mundial, detención del transporte, control fronterizo más estricto y replanteamiento de las cadenas de suministro: los vientos contrarios al comercio internacional son aún más fuertes que en 2019

El modelo de previsión de Coface, que utiliza como variables explicativas los precios del petróleo (barril de Brent), los costes de transporte (índice del Báltico), la confianza de las empresas manufactureras de los EEUU (índice ISM) y las exportaciones coreanas, indica una disminución del 4,3% del volumen del comercio mundial en 2020 (véase la Gráfica 6), el peor resultado desde 2009 y el segundo año consecutivo de disminución (-0,4% en 2019). Los riesgos de esta previsión se inclinan a la baja, ya que los numerosos anuncios de cierre de fronteras que no se tienen en cuenta en este modelo podrían agravar esta disminución. Por ejemplo, el 17 de marzo la Unión Europea decidió seguir controlando sus fronteras exteriores durante al menos 30 días, para contener la pandemia de COVID-19. Hay que reconocer que estos cierres de fronteras sólo se aplican a las personas, mientras que el flujo de mercancías no está oficialmente restringido: "el flujo de mercancías a la Unión Europea debe seguir asegurando el suministro de mercancías, incluyendo artículos esenciales como medicinas, pero también alimentos y componentes

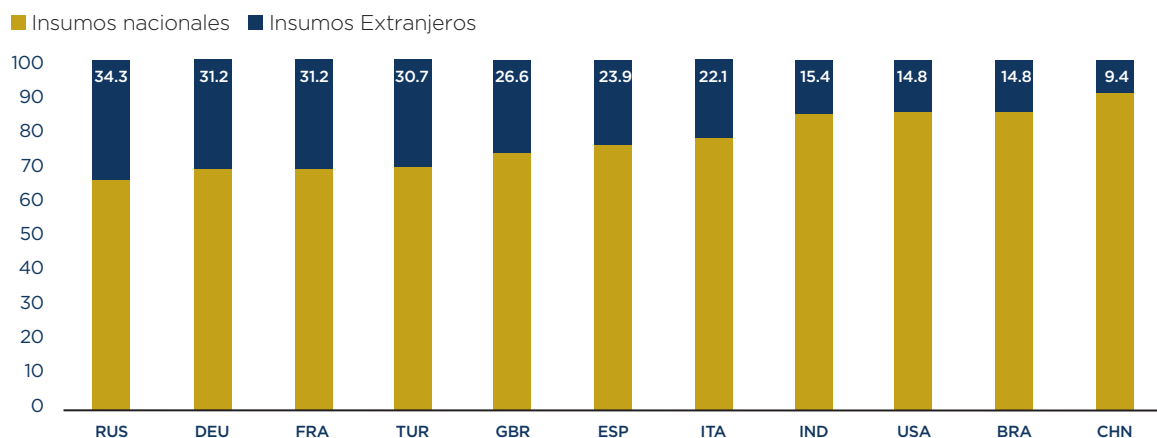
que nuestras fábricas necesitan", dijo Ursula Von der Leyen, Presidenta de la Comisión Europea. Sin embargo, las grandes dificultades que encontrará el sector del transporte, especialmente el transporte aéreo, deberían constituir un obstáculo para el comercio (aunque el sector del transporte marítimo parecía estar en una forma ligeramente mejor a principios de año, especialmente en las rutas regionales). Además, las medidas de control de la pandemia deberían frenar la circulación de mercancías en cada una de las etapas: transporte, despacho de aduanas, almacenamiento y venta. El cierre de algunas fronteras dentro de la Unión Europea (en particular España, Polonia, Dinamarca y la República Checa), la decisión de Alemania, Austria y Eslovenia de introducir controles más estrictos en algunas de sus fronteras y el endurecimiento de algunas reglamentaciones conexas no ayudarán a las cosas. La tendencia a cerrar las fronteras no es específica de Europa: El Primer Ministro del Canadá, Justin Trudeau, anunció el 18 de marzo el cierre de la frontera terrestre más larga del mundo, la que separa su país de los Estados Unidos, especificando también que sólo afectaría a las personas y no a los bienes. En África, Costa de Marfil, Burkina Faso y Camerún han cerrado sus fronteras, y muchos otros países han aplicado diversas restricciones a la circulación (cierre de

Gráfica 6:  
Mundo: Crecimiento de los volúmenes de exportación (% Año tras año)



Fuente: CPB, Datastream, Coface

Gráfica 7:  
Proporción de los insumos obtenidos en el país y en el extranjero



Fuente: Coface, WIOD

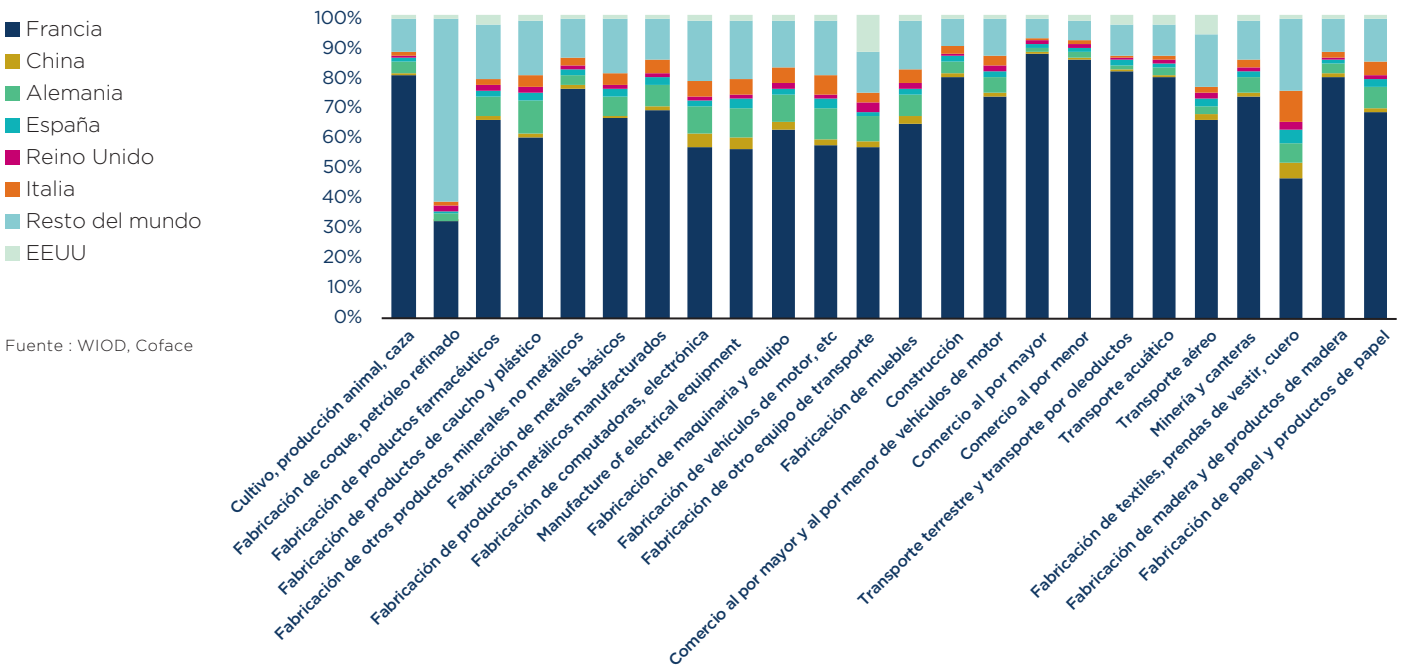


Gráfica

ciertas fronteras, suspensión de las conexiones aéreas, etc.): Nigeria, Senegal, Marruecos, Argelia, Kenya, Ghana y Sudáfrica. En otros continentes, Rusia, Pakistán, Egipto, Australia, Nueva Zelanda, Líbano, Brasil, Argentina, Chile, Colombia, Perú, Venezuela y Bolivia se encuentran en la misma línea. A más largo plazo, la crisis de COVID-19 también podría tener consecuencias en la estructura de las cadenas de suministro mundiales. Aunque la mayoría de las empresas de las economías avanzadas siguen dependiendo principalmente de sus proveedores locales (véase la Gráfica 7), la dependencia de las cadenas de producción internacionales varía enormemente de un sector de actividad a otro, como muestra el ejemplo de Francia (véase la Gráfica 8)\*. No es sorprendente que casi la mitad de los productos intermedios consumidos procedan del extranjero en los sectores del automóvil, el equipo eléctrico e incluso el textil.

En el contexto actual, aunque la crisis podría incitar a las empresas a reducir esta proporción y a deslocalizar ciertas producciones, la principal fuente de vulnerabilidad de las empresas es su fuerte dependencia de un número reducido de proveedores situados en unos pocos o incluso en un sólo país. Por lo tanto, aumentar su número para prever posibles trastornos en la cadena de suministro será ahora una prioridad para las empresas. Sin embargo, esta diversificación de proveedores y países podría penalizar el comercio con algunos países (por ejemplo, China en los sectores de la electrónica, la automoción y el textil) y beneficiar a otros (países del Asia sudoriental en el caso de la electrónica, Turquía, Marruecos o México en el de la automoción). En otras palabras, esta búsqueda de la diversidad podría modificar la estructura del comercio internacional de bienes sin ralentizarlo más.

**Gráfica 8:**  
**Repartición de los insumos intermedios por país fuente para los sectores franceses**



Fuente : WIOD, Coface

**Los mercados han comprendido finalmente que los bancos centrales apoyan plenamente las economías de los Estados Unidos y la Eurozona**

Para que los cierres nacionales sean soportables para las empresas y los hogares, varios gobiernos han anunciado un estímulo fiscal a gran escala que incluye conjuntos de medidas similares. Para evitar que la falta de liquidez se convierta en insolvencia empresarial, se aplazará el pago de los impuestos y las contribuciones a la seguridad social, y se han reservado fondos masivos para utilizarlos como préstamos y garantías. Los salarios serán cubiertos parcialmente, en particular por el desempleo parcial, cuyas reglas se han relajado. Los hogares vulnerables se beneficiarán de moratorias en el pago de las hipotecas y el pago de alquileres y servicios públicos.

Hasta ahora, el tamaño de las respuestas parece consistente con el espacio fiscal preexistente en la Eurozona. Alemania se destaca con una fiscalidad impulso de aproximadamente 150.000 millones de euros (4,5% del PIB), contando con años de restricción fiscal. Por sí solo, el programa de Berlín de 50 mil millones de euros de subvenciones directas a las PyMES es más grande que todo el paquete francés y dos veces más grande que el de Italia. En Francia, la amplia extensión de los subsidios salariales parciales y los aplazamientos del impuesto de sociedades son algunos de los principales elementos del paquete de 45.000 millones de euros (1,9% del PIB). Asoladas por la epidemia pero limitadas por las tensiones de las finanzas públicas, Italia y España aumentarán sus gastos en un 1,4% del PIB (25.000 y 17.000 millones de euros respectivamente).

\* Sin embargo, cabe señalar que estos datos no tienen en cuenta los efectos indirectos, por ejemplo, si un proveedor es local pero su propio proveedor es a su vez extranjero.

Además de los gastos inmediatos, los gobiernos también han puesto a disposición préstamos y garantías para apoyar a las empresas sin liquidez por un período indefinido. Estos compromisos condicionales sólo se desembolsarán si y/o cuando las empresas incumplan, siendo parte de la carga soportada por el sector financiero. En Italia, la cantidad prometida cubre el 43% de los pasivos a corto plazo de las empresas (créditos comerciales y préstamos bancarios con un vencimiento inferior a un año). En España, la cifra es del 21% (42% si se incluyen los 83.000 millones de euros de participación del sector privado anunciados).

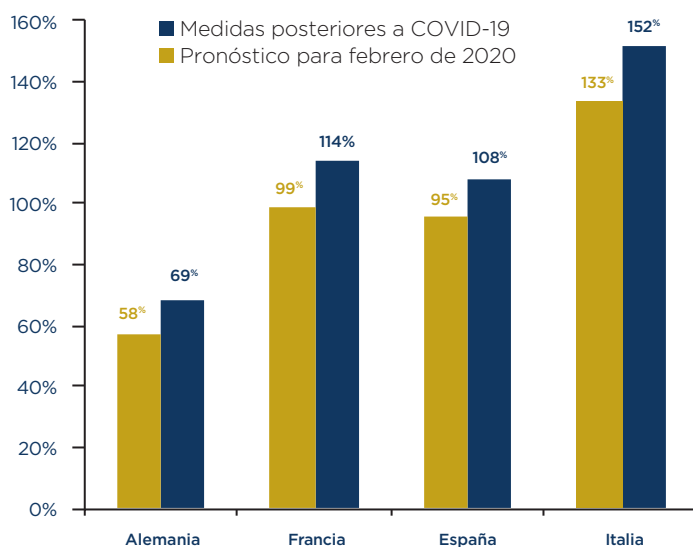
El aumento simultáneo del gasto y la contracción del PIB afectará gravemente a las finanzas públicas. Suponiendo que se solicite el 10% de los fondos de garantía pública y que los ingresos fiscales disminuyan en un 1% del PIB\*, la deuda pública española y francesa superaría fácilmente el 100% del PIB, y la deuda italiana superaría el umbral del 150% (véanse las Gráficas 9 y 10). Dada la excepcional crisis sanitaria, así como el carácter sincronizado y exógeno del choque económico resultante, la Comisión Europea ha mostrado una flexibilidad excepcional. Se han suspendido las normas fiscales y el Mecanismo Europeo de Estabilidad (con 410.000 millones de euros de capacidad de préstamo no utilizada) abrirá un servicio especial de préstamos. Algunos quisieran ir más lejos, ya que nueve miembros de la Eurozona (Bélgica, Francia, Italia, Luxemburgo, España, Portugal, Grecia, Eslovenia e Irlanda) piden una emisión de bonos comunes (denominados "eurobonos" o "Coronabonos"), con el apoyo de la presidenta del BCE, Christine Lagarde. Estas iniciativas se enfrentarán a la resistencia de países que se oponen a compartir el riesgo fiscal, como Alemania, Austria y los Países Bajos. Si las reuniones no concluyentes de finales de

marzo son un indicio, a pesar del consenso que existe en torno al pleno apoyo fiscal para derrotar los efectos negativos de la pandemia, el coronavirus podría reavivar las tensiones políticas y poner a prueba la resistencia institucional de la Eurozona (véase el Recuadro 2).

Dado el aumento previsto de los déficits y las deudas públicas en la Eurozona, los rendimientos de los bonos soberanos han aumentado (hasta 150 puntos básicos para el bono italiano a 10 años), antes de que los inversores tengan plenamente en cuenta el alcance de los anuncios de los bancos centrales. De hecho, los principales bancos centrales han adoptado medidas de flexibilización cuantitativa sin precedentes para cumplir su función de garantizar la estabilidad financiera. En la Eurozona, el anuncio del BCE del Programa de Compras de Emergencia para Pandemias (PEPP), un programa adicional de compra de activos por valor de 750.000 millones de euros (además de los 120.000 millones anunciados anteriormente), coincidió con una caída de los rendimientos de los bonos del Estado, que a finales de marzo casi habían vuelto a su nivel inicial anterior a la crisis (véase el Recuadro 2).

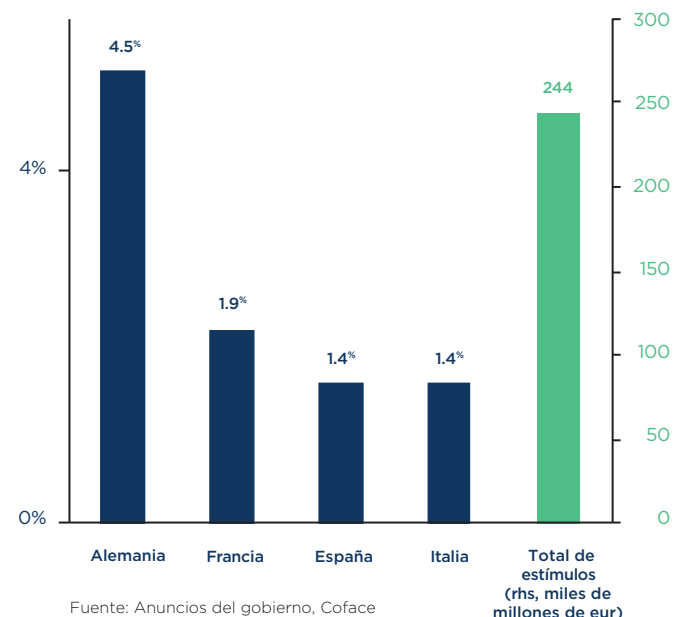
Lo mismo ocurre en los Estados Unidos, donde durante las dos últimas semanas de marzo, la Reserva Federal aumentó el tamaño de su balance en unos 1100.000 millones de dólares (alrededor del 5% del PIB), es decir, más de la mitad del aumento registrado entre finales de 2012 y finales de 2014. Este drástico aumento refleja las grandes compras de bonos del gobierno de los Estados Unidos (375.000 millones de dólares la semana del 23 de marzo, después de 275 la semana anterior). Así pues, en los Estados Unidos y en la eurozona, la deuda pública adicional creada por esta crisis será financiada en parte por los bancos centrales.

Gráfica 9:  
Deuda pública,  
(% del PIB)



Fuente: Anuncios del gobierno, Coface

Gráfica 10:  
Estímulo fiscal,  
(% del PIB)



Fuente: Anuncios del gobierno, Coface

\* El Ministerio de Finanzas alemán espera una caída de 33 mil millones de euros en los ingresos fiscales

Recuadro 2:

## El Banco Central Europeo (BCE) ha vuelto a la gestión de la crisis

Tras las medidas de apoyo de 2008/09 y los programas de flexibilización cuantitativa (QE) tras la crisis de la deuda europea entre 2014 y 2018, sólo hubo un breve período de "nueva normalidad" antes del retorno de nuevas medidas extraordinarias para ayudar a absorber la crisis de COVID-19. Estos últimos incluyen:

- Operaciones adicionales de financiación a más largo plazo (LTRO), a una tasa baja del -0,5% (igual a la tasa de depósito), con el fin de proteger la liquidez del sistema bancario y evitar una dinámica de contracción del crédito hacia la economía real, en la que los bancos disminuyen los préstamos mientras que la demanda de crédito aumenta. El BCE ha anunciado nuevas condiciones para el nuevo programa TLTRO III, en el que se ha aumentado el volumen de fondos que los bancos pueden pedir prestados en más de 1 billón de euros, hasta alcanzar un volumen total de casi 3 billones de euros.

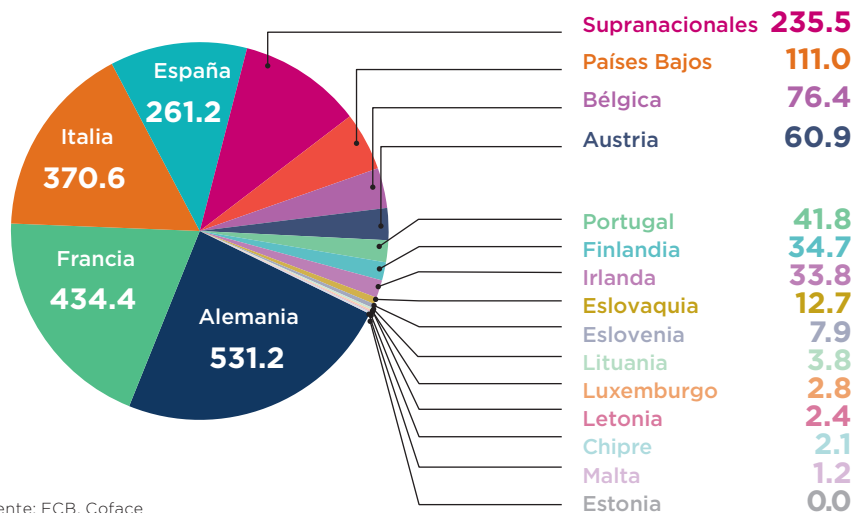
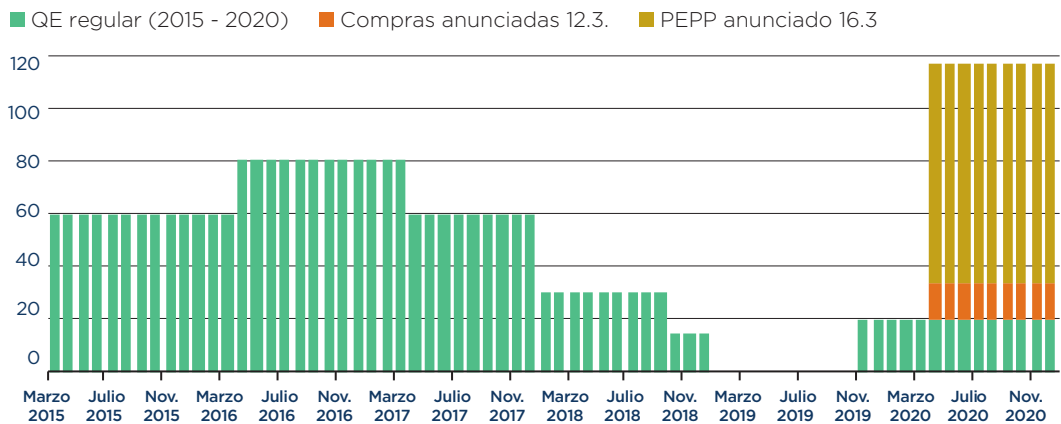
Las tasas nunca han sido mejores, con la tasa mínima de préstamo fijada en 25 puntos básicos por debajo de la tasa de interés promedio de la facilidad de depósito (-0,5%).

- La ampliación del actual programa de compra de activos (APP), en el que el BCE compra activos por un promedio de 20.000 millones de euros al mes, a una dotación temporal de compras de activos netos adicionales de 120.000 millones de euros hasta el final del año, con una fuerte contribución del sector privado. El objetivo es evitar que las condiciones de financiación de la economía se endurezcan de forma procíclica.

- Además de esta primera ampliación del APP, el BCE puso en marcha un nuevo programa de compra de activos temporales de valores del sector privado y público. El Programa de Compras de Emergencia para Pandemias (PEPP) tiene una dotación global de 750 mil millones de euros.

Gráficas 11 y 12:

### Compras netas de activos en los diferentes programas de evaluación de la calidad por mes (en miles de millones de euros)



Fuente: ECB, Coface

Esto significa que las compras mensuales serán de un promedio de 116,6 mil millones de euros, el nivel más alto en la historia del BCE (véase la Gráfica 11). Las compras se llevarán a cabo hasta que el BCE juzgue que la crisis ha terminado, pero el PEPP durará en cualquier caso hasta el final de 2020 e incluirá todas las categorías de activos que se compren en el marco de los programas existentes. Mientras que la referencia para las compras de valores del sector público seguirá siendo la clave de capital de los bancos centrales nacionales, los criterios para la compra de activos públicos se han suavizado para este programa, de modo que el BCE puede comprar bonos del gobierno Griego. Para ser más flexible en el nuevo PEPP, el BCE está ampliando los activos admisibles en el marco del programa de compras del sector empresarial (CSPP) a los pagarés no financieros.

El BCE quiere mostrar que está dispuesto a hacer "lo que sea necesario" para apoyar a los bancos europeos, los gobiernos y los mercados financieros, así como para defenderse de los vientos contrarios a la economía del choque de la crisis de COVID-19. Mientras que empujar la liquidez en el mercado no es algo nuevo y el volumen añadido de los nuevos paquetes son del tamaño de los últimos QE, el BCE va más allá y está forzando las reglas de la Unión Monetaria Europea. El BCE comunicó que todavía tiene margen de maniobra y que revisaría sus propias reglas si impiden que las herramientas de política funcionen como se pretende. Por ejemplo, una de estas reglas es que las compras de activos se ajustan a la clave de asignación de capital (el capital con el que cada país financia al BCE que depende de la proporción de la población del país y del tamaño de su PIB dentro de la Eurozona). En este caso,

el BCE ya dijo que compraría activos de manera flexible, permitiendo desviaciones mensuales de la clave de capital (el promedio anual debería seguir siendo la clave de capital, las compras actuales pueden observarse en la Gráfica 12). Otra regla es que el BCE sólo compra hasta 1/3 de la deuda de un país para evitar que el banco central oculte la financiación estatal. Esto último es un problema importante cuando el BCE amplía sus programas de compra mientras sigue reinvertiendo los activos vencidos de los programas antiguos, ya que los gobiernos no necesariamente están emitiendo más bonos al mismo tiempo. En los últimos años, la cuota de compra del BCE se ha acercado a este umbral en Alemania y en algunos países más pequeños como Portugal. Con los grandes paquetes fiscales introducidos por varios países, esta falta de bonos elegibles - especialmente en Alemania - debería desaparecer. Sin embargo, según los medios de comunicación, el BCE también estaría dispuesto a dejar atrás los límites de compra e incluso a centrar su estímulo donde más se necesita, sin recurrir a sus compras de bonos de emergencia (OMT). Se crearía un desafío legal si el BCE siguiera este camino, ya que el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas señaló específicamente estos umbrales (en una sentencia de 2018) en caso de que el BCE infringiera una prohibición de financiación monetaria. Esto se convertiría en un gran problema político, particularmente en Alemania, donde el Tribunal Constitucional aún está deliberando sobre el asunto (el partido de extrema derecha AfD fue fundado como reacción a la crisis de la deuda europea). Por lo tanto, el BCE tendrá que decidir potencialmente entre la prevención a corto y medio plazo de una crisis económica y la supervivencia a largo plazo de la Eurozona en sus dimensiones actuales, ya que es poco probable que Alemania y otros países del norte de Europa sean testigos de una violación de las normas sin reaccionar.

### Recuadro 3:

## Después de la crisis de COVID-19, la UE se verá desafiada

La crisis de COVID-19 expuso las deficiencias de la Unión Europea (y de la Eurozona). Algunas ya se conocían antes, otras surgieron en esta ocasión. Además, la crisis ha llevado a la Unión Europea a renunciar a muchos de sus principios económicos y financieros. Esto dejará su marca y es probable que lleve a cuestionamientos después de la crisis.

Entre los defectos ya conocidos, la ausencia de una importante política presupuestaria común es un problema considerable. El actual presupuesto de la Unión Europea representa algo más del 1% de los ingresos internos europeos y se basa principalmente en una fracción del IVA y los derechos de aduana. Se dedica principalmente a la política agrícola y a la ayuda estructural destinada a los estados miembros. Frente a la crisis, cada país reaccionó de manera independiente según sus necesidades y capacidades presupuestarias. Al igual que en las crisis del euro de 2008, 2009 y 2011, la acción colectiva recae en el Banco Central Europeo, que también marca el ritmo de los bancos centrales independientes de la Unión. Entre las carencias que han surgido, la falta de una política de salud colectiva es la cuestión más importante. Las políticas para hacer frente a la epidemia han sido en su mayoría nacionales. Los Estados han cerrado sus fronteras con otros Estados miembros o han implementado controles (al menos para las personas)

sin consultar y sin tener en cuenta las normas establecidas en el Acuerdo de Schengen. Otros han prohibido la exportación de suministros sanitarios a otros estados miembros. Sin embargo, Alemania, Luxemburgo (y Suiza), relativamente menos afectados, aceptaron el traslado de pacientes en cuidados intensivos desde países con capacidades saturadas.

La crisis también va acompañada del abandono de los principios económicos y financieros, al menos temporalmente. Así pues, los objetivos de déficit público y deuda pública establecidos por el Pacto de Estabilidad Fiscal se suprimen y serán fácilmente superados por varios países. Algunos de ellos no estaban respetando estos objetivos incluso antes de la crisis de COVID-19. La limitación de la ayuda pública a las empresas, destinada a evitar las distorsiones de la competencia, se suprime de facto al introducirse la ayuda presupuestaria y financiera. Se prevén inyecciones de capital y nacionalizaciones para evitar quiebras. Los instrumentos existentes para evitar compras hostiles de empresas europeas (que se han convertido en presa fácil tras el colapso de los mercados y se consideran estratégicas) se están reforzando con el apoyo de la Comisión. Las normas sobre insolvencia se han suspendido o relajado en varios países. Los Estados pueden reasegurar a los aseguradores de crédito para fomentar la continuación de sus garantías en beneficio de las empresas.

Esto dejará una marca. Ya se está gestando un debate en torno a la introducción de los "Coronabonos", que serían emitidos por la Unión para financiar la lucha contra las consecuencias económicas de la crisis. No es de extrañar, los países del sur se oponen a los del norte, que son reacios a implementar la solidaridad a gran escala. Sin embargo, los países del norte no se equivocan al recomendar que las finanzas públicas deben estar en orden: se ha observado que los países que están gestionando mejor la epidemia son también los que tienen las cuentas públicas más prósperas. En lo que respecta a la salud, la incapacidad de la mayoría de los Estados miembros de cumplir los requisitos materiales para la crisis debería dar lugar a un aumento de la capacidad nacional de producción de máscaras, pruebas de detección y medicamentos destinados a la reanimación. Esto podría significar liberarse de

las normas comerciales que han llevado a la subcontratación de la mayor parte de la oferta a países extranjeros, pero también podría aumentar el papel del Estado en esferas estratégicas como la salud. También será necesario determinar si esta gestión debe hacerse a nivel nacional o comunitario, por lo que habrá que aumentar las competencias de la Unión en materia de salud. Se puede imaginar que en caso de una emergencia que supere el marco geográfico de un Estado miembro, la competencia se traslada a la Unión, tanto en esta materia como en otras. Junto a las emergencias climáticas y sanitarias, también podría haber emergencias tecnológicas. Estas cuestiones se añadirán a las relativas a la expansión de la Unión, la gestión de la ayuda estructural, las normas de competencia, las cuestiones de defensa y la reforma de instituciones para hacerlas más eficaces y democráticas con el fin de encontrar la confianza de los ciudadanos.

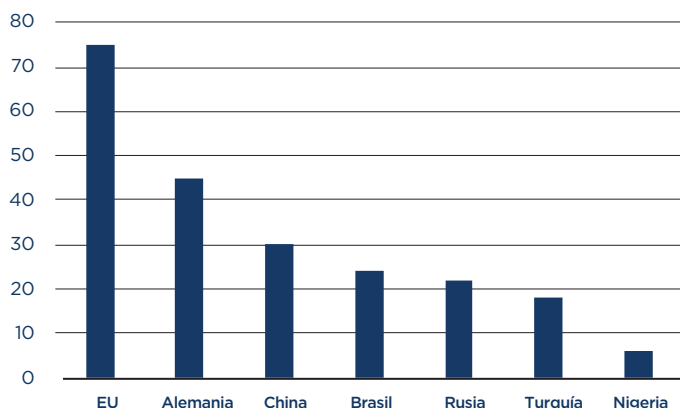
### Además de la pandemia, los países emergentes se enfrentan a la caída de los precios del petróleo y a cuatro veces más salidas de capital que en 2008

Los países emergentes también tendrán que enfrentarse a todos los choques anteriormente mencionados para las economías más maduras. Sin embargo, varios factores son que probablemente empeorarán las consecuencias económicas de la pandemia. Muchos países emergentes ya han decidido medidas de contención más o menos estrictas, similares a las aplicadas en Europa. A finales de marzo, la lista incluye en particular: Arabia Saudita, Colombia, India, Jordania, Argentina, Malasia, Nigeria, Kenya, Marruecos, Túnez, Kuwait, El Salvador, Polonia y la República Checa. No obstante, para muchos de ellos, la contención y el reflujo de la pandemia podrían ser más difíciles de alcanzar debido a las especificidades económicas y sociales, como la tendencia a tener lazos familiares más estrechos entre las generaciones en ciertas regiones como África, o una mayor densidad de población. Por ejemplo, el promedio de espacio vital en los Estados Unidos y Alemania es de 75 y 45 metros cuadrados respectivamente, comparado con sólo 24 en Brasil, 22 en Rusia y 6 en Nigeria

(véase la Gráfica 13)\*. muchos países productores de oro negro, es una de ellas (véase Recuadro 4). Otras desventajas como las limitadas infraestructuras sanitarias se añaden a las ya existentes. La caída de los precios del petróleo, que afecta a muchos países productores de oro negro, es una de ellas (véase Recuadro 4).

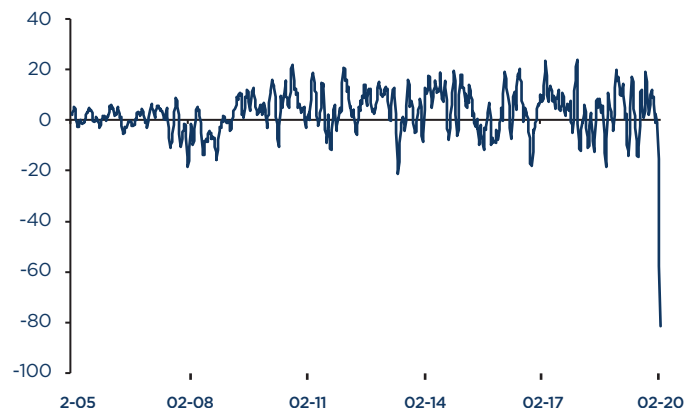
La segunda diferencia es que, en comparación con las economías maduras, las economías emergentes sufrieron una salida de capital de mayor escala en marzo de 2020 en comparación con 2008. Éstas superaron los 80.000 millones de dólares sólo en el caso de las acciones y los bonos, aproximadamente cuatro veces más que los picos observados durante las crisis recientes (incluido el año 2008, véase la Gráfica 14). Las economías emergentes con déficit por cuenta corriente, mercados de capital desarrollados, poca inversión extranjera directa -dependiendo de las inversiones extranjeras de cartera-, con cuentas públicas deficitarias, crecimiento débil y altos riesgos políticos están obviamente en primera línea a medida que aumenta la aversión al riesgo a nivel mundial. Sudáfrica encaja en esta definición, al igual que Turquía, aunque en menor medida (la crisis cambiaria de 2018 tuvo el mérito de reducir rápidamente el déficit por cuenta corriente). México y Colombia también pueden entrar en esta categoría.

Gráfica 13:  
Promedio de superficie habitable por persona en 2014  
(metros cuadrados)



Fuente: Statista, Coface

Gráfica 14:  
Total de flujos de cartera mensuales (deuda y capital)  
para 24 países emergentes (miles de millones de USD)



Fuente: IIF, Coface

\* Sin embargo, cabe señalar que Singapur o Hong Kong han logrado hasta ahora contener la expansión de la pandemia en su territorio a pesar de una densidad de población muy elevada.

Dicho esto, la escala de estas salidas de capital es tal que también han afectado a las economías que no cumplen ninguno de estos criterios, lo que pone de relieve su irracionalidad. Así pues, el won coreano se ha depreciado considerablemente, aunque Corea del Sur tiene una baja deuda pública, cómodas reservas de divisas, un superávit en cuenta corriente, una situación política interna estable y se considera uno de los países que ha tenido más éxito en la contención de la epidemia hasta ahora. Este fuerte aumento de la aversión al riesgo a nivel mundial está impulsando a los inversores a favorecer los llamados activos libres de riesgo en dólares, que crean mayores riesgos para los agentes económicos endeudados en esta moneda. Esta dependencia de la financiación en dólares puede adoptar la forma de préstamos bancarios o de bonos, y estos últimos son los que han provocado la mayor parte del aumento de la deuda denominada en dólares en las economías emergentes durante

la última década. Conciernen a diversos tipos de agentes económicos: gobiernos (Argentina y Arabia Saudita), empresas no financieras (México y Turquía), bancos y otras instituciones financieras (Malasia y Corea del Sur).

Al igual que en el caso de las economías maduras, estos desafíos darán lugar a un aumento de la deuda pública, que ya se encuentra en un nivel históricamente elevado en el conjunto de las economías emergentes y en desarrollo. Sin embargo, a diferencia de la Eurozona y EEUU, la capacidad de los bancos centrales locales para emprender programas de alivio cuantitativo sin poner en peligro su credibilidad, las expectativas de inflación o la confianza en la moneda local es mucho más débil. Cabe esperar un aumento del riesgo soberano para los países emergentes en los próximos meses y el papel del FMI será crucial para ayudar a resolver algunos de estos problemas de financiación y superar esta dura prueba.

#### Recuadro 4:

### Se declara la guerra del (precio del) petróleo

El 6 de enero de 2020, el precio del barril de crudo Brent rompió el umbral de los 70 dólares, tras el aumento de las tensiones geopolíticas en Oriente Medio, después de que un ataque aéreo estadounidense en Irak matara al influyente general iraní Qassem Soleimani. Casi tres meses más tarde, después de alcanzar un nivel raramente visto desde el contragolpe petrolero de 2014-2016\*, el crudo Brent se negocia a menos de 25 dólares por barril, el nivel más bajo en más de 18 años. Durante este período, el COVID-19 pasó de una epidemia china a una pandemia mundial, alterando el equilibrio del mercado del petróleo. Aunque el consumo mundial de crudo ya se vio afectado en 2019 por las tensiones comerciales, la desaceleración económica de China y el fin del ciclo industrial europeo, el apetito por el oro negro se redujo drásticamente cuando la actividad económica se detuvo a principios de 2020. Después de China, responsable del 80% del aumento marginal de la demanda del año pasado y cuna de la pandemia, se prevé que el consumo mundial de petróleo se contraiga por primera vez desde 2009. En su informe de marzo, la Agencia Internacional de la Energía predijo una disminución del consumo de 90.000 barriles por día (b/d) en promedio en 2020.

Enfrentado a este choque con la demanda mundial, el grupo de la OPEP\*\*, que estaba implementando un acuerdo voluntario de reducción de la producción desde enero de 2017 para apoyar los precios del petróleo crudo, implosionó. Más específicamente, frente a la resistencia de Rusia, la segunda más grande del mundo productor de petróleo crudo, a reducciones mayores que los 2,1 millones de b/d retirados por el grupo conjuntamente del mercado en el primer trimestre de 2020, Arabia Saudita, el tercer mayor productor y líder de facto de la OPEP, anunció su intención de aumentar la producción volúmenes. El fin de esta alianza reinicia una carrera por la cuota de mercado, en la que Estados Unidos se ha convertido en el principal productor mundial de petróleo crudo desde finales de 2018.

Aunque algunos productores están enfrentando importantes interrupciones en su actividad (Irán, Venezuela, Libia) y a pesar de la desaceleración del crecimiento de la producción de esquisto en los Estados Unidos, esta carrera por la cuota de mercado está inundando el mundo con petróleo en un momento en que la demanda está estancada. Este doble choque entre la oferta y la demanda amenaza con llevar las capacidades de almacenamiento de petróleo a sus límites.

Como resultado, Coface está reduciendo su pronóstico del precio del petróleo de 60 a 45 dólares en promedio a lo largo del 2020 para un barril de Brent. El precio del petróleo debería tocar fondo en el segundo trimestre de 2020, antes de subir gradualmente en la segunda mitad del año a medida que la actividad y, con ella, la sed de oro negro, se recupere. La recuperación de los precios podría verse exacerbada si la producción de EEUU se derrumba en respuesta a la disminución de los precios. De hecho, la experiencia sugiere que una caída de los precios del petróleo afectará a las nuevas perforaciones en los Estados Unidos con un retraso medio de unos 4 meses (véase la Gráfica 15) y luego a la producción.

Esta caída de los precios será particularmente perjudicial para los países exportadores de petróleo que todavía están luchando por recuperarse de la crisis del petróleo de 2014-2016. Los precios fiscales y externos de equilibrio del petróleo están por encima de nuestras previsiones en la gran mayoría de los países exportadores de petróleo (véase la Gráfica 16). Angola, Argelia y Nigeria en África; el Iraq, Kuwait, Omán o Bahrein en el Oriente Medio; Azerbaiyán y Kazajstán en el Asia central están particularmente expuestos al colapso de los precios. En los países importadores, se prevé que la conmoción de la confianza de los consumidores causada por la pandemia mundial de COVID-19 acabe con cualquier aumento del poder adquisitivo de los hogares derivado de la disminución de los precios del petróleo.

\* Entre julio de 2014 y febrero de 2016, el precio del barril de Brent cayó de un nivel superior a 110 dólares a unos 30 dólares debido a un exceso de suministro prolongado.

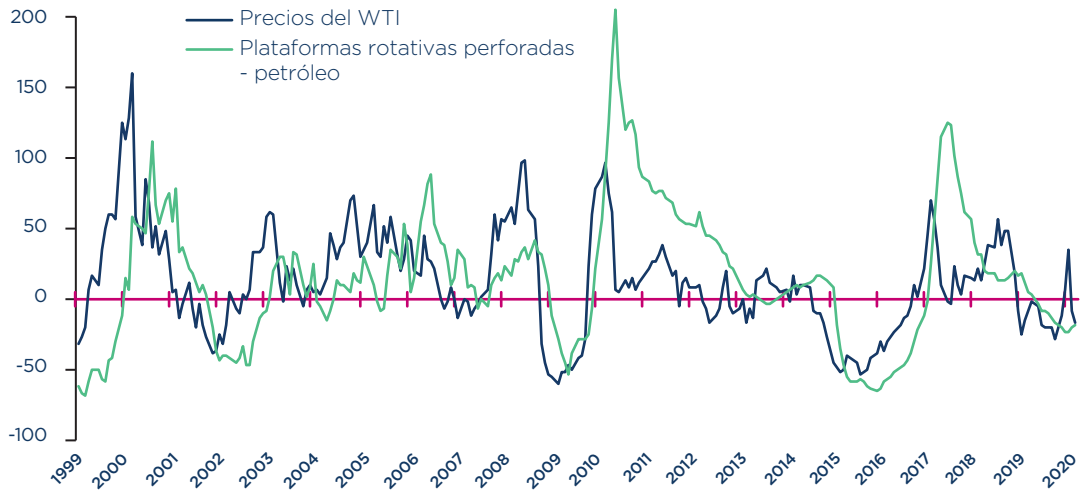
\*\* Grupo que reúne a los miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo o OPEP (Argelia, Angola, Guinea Ecuatorial, Gabón, Irán, Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, República del Congo, Arabia Saudita, Emiratos Árabes Unidos y Venezuela) y los países aliados exportadores de petróleo (Azerbaiyán, Bahrein, Brunei, Kazajstán, Malasia, México, Omán, Rusia, Sudán y Sudán del Sur).

Tanto ascendente como descendente, el sector del petróleo y el gas serán las primeras víctimas del colapso de los precios, mientras que los productos químicos y el transporte, sectores que tradicionalmente pueden beneficiarse de la reducción de los precios del petróleo, sufrirán una demanda débil.

El fracaso de las negociaciones de la OPEP+ es en parte vinculado a los resultados mixtos de tres años de cooperación. Los precios ciertamente se han elevado, pero a niveles muy inferiores a los que precedieron al choque del petróleo de 2014 a 2016.

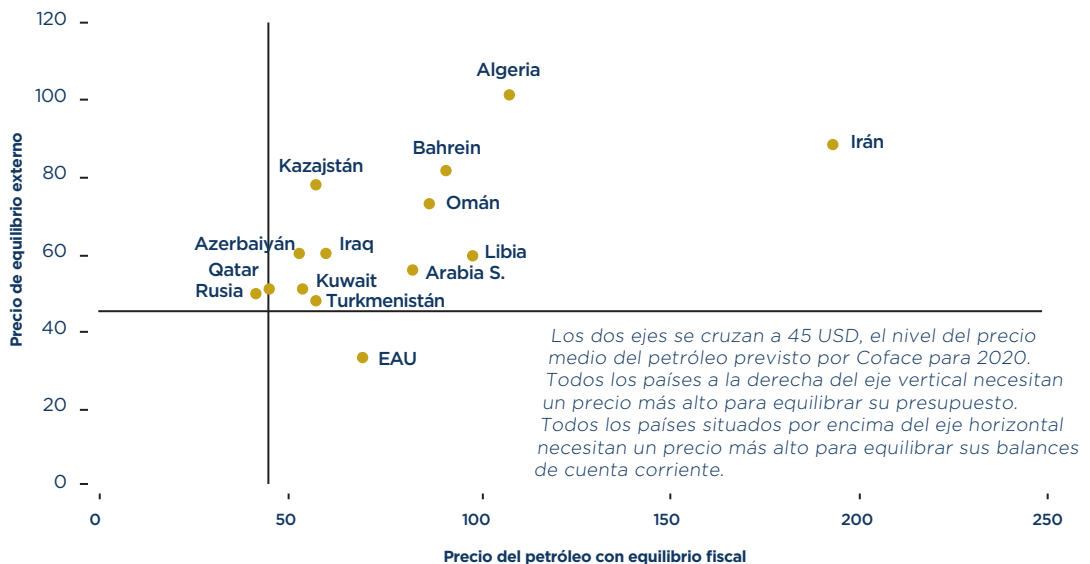
Sobre todo, la estrategia de la OPEP+ ha mantenido los precios del petróleo en un nivel que ha permitido a los productores de EEUU prosperar y erosionar la cuota de mercado del grupo. A pesar de estos resultados desiguales, al momento de redactar este informe, el Presidente de los Estados Unidos, Donald Trump, acababa de anunciar que esperaba que Rusia y Arabia Saudita anunciaran enormes recortes en la producción de petróleo, lo que aumentaba las esperanzas de una tregua en la guerra de precios. Sin embargo, Rusia negó la sugerencia.

**Gráfica 15:**  
**Precios del petróleo y nuevas plataformas perforadas**  
 (% Año tras año)



Fuentes: Refinitiv, Datastream, Baker Hughes International, Coface

**Gráfica 16:**  
**Países exportadores de petróleo: precios del petróleo con equilibrio fiscal y externo**  
 (en USD)



Fuentes: Autoridades Nacionales, IMF, Coface

Kirill Dmitriev, director general del fondo soberano ruso y uno de los principales negociadores con la OPEP, dijo antes que estaba abierto a un nuevo acuerdo, pero sólo si se incorporaban nuevos países. Esta declaración puede interpretarse como una referencia indirecta a los Estados Unidos, cuyo sector energético será la principal víctima de esta guerra de precios. Aunque la intervención diplomática de los Estados Unidos parece segura, la participación del mayor productor mundial en un acuerdo de este tipo sigue siendo muy hipotética por dos razones principales: 1) A diferencia de los países de la OPEP+, el gobierno de EEUU no tiene control sobre la producción de sus empresas. 2) Las empresas petroleras de EEUU no podrían

participar en tales debates en virtud del derecho de la competencia. Con acuerdo o sin él, el impacto sin precedentes en la demanda de petróleo sigue pesando sobre los precios a expensas del sector energético de EEUU. Se espera que las empresas de exploración y producción de EEUU, que ya estaban reduciendo sus gastos de capital por segundo año consecutivo antes de la pandemia de coronavirus debido a una deuda estimada de 86.000 millones de dólares que vencerá en los próximos cinco años\*, reduzcan sus gastos de manera aún más significativa. La debilidad de los precios y el acceso limitado al crédito deberían dar lugar al mayor aumento de las insolvencias de empresas del sector desde 2016 en Norteamérica.

\* Fuente: Moody's - North American exploration and production firms face high debt maturities, tighter access to capital, 19 de febrero 2020. [https://www.moody.com/research/Moodys-North-American-exploration-and-production-firms-face-high-debt--PBC\\_1215097](https://www.moody.com/research/Moodys-North-American-exploration-and-production-firms-face-high-debt--PBC_1215097)

## COVID-19, una "prueba de estrés" para muchos regímenes políticos

Más allá de sus consecuencias económicas a gran escala, la pandemia también debería tener muchas implicaciones políticas. A corto plazo, la más evidente es la exacerbación de las tensiones geopolíticas existentes. El Presidente de EEUU, Donald Trump, calificó a COVID-19 de "virus chino", mientras que un portavoz del Ministerio de Asuntos Exteriores de China especuló con que el ejército de EEUU ha importado el virus a su país. En este entorno, no puede excluirse el riesgo de una nueva ola de medidas proteccionistas, dirigidas en particular a los sectores clave de la nueva situación económica y sanitaria (limitación de las exportaciones de productos agroalimentarios y/o farmacéuticos, considerada vital). La continuación de la "guerra comercial" sino-americana dirigida a sectores estratégicos, en particular la electrónica, también sigue siendo una posibilidad. Esto podría reforzarse con la campaña presidencial en EEUU y en caso de que aumenten las protestas sociales en uno o ambos países. Asimismo, en el Oriente Medio, Bahrein considera que la pandemia es una "agresión biológica iraní". Además, el aumento de las tensiones políticas entre los países por los cierres de fronteras, en particular si éstos se deciden unilateralmente, es un riesgo que hay que vigilar en los próximos meses.

Internamente, las consecuencias de esta crisis sanitaria y económica en la escena política nacional son difíciles de anticipar. La capacidad de los regímenes en el poder para gestionar eficazmente esta crisis sanitaria y proteger a las poblaciones de las numerosas y diversas consecuencias económicas y sociales es una cuestión fundamental. Ya sean más bien democráticos o más autoritarios, aquellos que habrán sido juzgados por la opinión pública como culpables (con razón o sin ella) de la mala salud y/o la situación económica, se encontrarán en una situación de mayor debilidad. Los regímenes más vulnerables a este riesgo son los que ya fueron objeto de fuertes protestas internas antes de la pandemia.

Irán es obviamente el principal ejemplo que se viene a la mente.

En las democracias occidentales, los períodos de conflicto armado o los desastres naturales han beneficiado históricamente a los gobiernos en ejercicio, y la "unión sagrada" ha contribuido a aumentar su legitimidad. Sin embargo, el período actual -marcado por una extrema polarización de la opinión pública- es diferente e indica que este resultado está lejos de ser seguro. De hecho, los partidos de la oposición no han dudado en criticar a las autoridades gobernantes desde el comienzo de la crisis sanitaria. No obstante, la disensión no ha tenido un efecto notable en sus índices de popularidad en esta etapa (ni positivo ni negativo).

Además, en muchos países, las leyes que restringen las libertades individuales se deciden y a menudo se adoptan muy rápidamente como estado de emergencia para proteger a la población (prohibición de reunión, restricción de movimiento, leyes de "estado de emergencia", etc.). Si bien hasta ahora las decisiones de contención no han suscitado grandes objeciones entre las poblaciones, este período excepcional es propicio a los abusos. Por ejemplo, en Hungría, el Primer Ministro Viktor Orban obtuvo poderes muy fuertes del Parlamento en el marco de un estado de emergencia indefinido y podría suspender la aplicación de ciertas leyes por decreto sin el voto del Parlamento, a pesar de las fuertes críticas de la oposición. Por lo tanto, esta crisis sanitaria ya se percibe, en algunos casos, como una buena oportunidad para impulsar reformas controvertidas.



## COFACE GROUP ECONOMISTS

**Julien Marcilly**  
Economista en Jefe  
*París, Francia*

**Sarah N'Sondé**  
Head of Sector Analysis  
*París, Francia*

**Bruno De Moura Fernandes**  
Economista, UK, Francia,  
Bélgica, Suiza  
e Irlanda  
*París, Francia*

**Carlos Casanova**  
Economista, Asia-Pacífico  
*Hong Kong*

**Christiane von Berg**  
Economista,  
Europa del Norte  
*Maguncia, Alemania*

**Dominique Fruchter**  
Economista, África  
*París, Francia*

**Erwan Madelénat**  
Economista Sectorial  
y de datos científicos  
*París, Francia*

**Grzegorz Sielewicz**  
Economista, Europa  
Central y Oriental  
*Varsovia, Polonia*

**Khalid Aït-Yahia**  
Economista Sectorial  
y de estadística  
*París, Francia*

**Marcos Carias**  
Economista, Europa  
del Sur  
*París, Francia*

**Patricia Krause**  
Economista, Latinoamérica  
*São Paulo, Brasil*

**Ruben Nizard**  
Economista, Norteamérica  
*París, Francia*

**Seltem Iyigun**  
Economista, Oriente Medio  
y Turquía  
*Estambul, Turquía*

Con el apoyo de **Aroni Chaudhuri**  
Coordinador  
*París, Francia*

---

#### DISCLAIMER / DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

El presente documento refleja la opinión del Departamento de Investigaciones Económicas de Coface, a partir de la fecha de su elaboración y sobre la base de la información disponible; puede ser modificado en cualquier momento. Las informaciones, los análisis y las opiniones contenidas en el presente documento han sido elaborados a partir de múltiples fuentes consideradas fiables y serias; sin embargo, Coface no garantiza la exactitud, la exhaustividad o la realidad de los datos contenidos en este documento. Las informaciones, los análisis y las opiniones se proporcionan únicamente con fines informativos y tienen por objeto completar la información de que dispone el lector. Coface publica este documento de buena fe y con base en una obligación de medios (entendida como medios comerciales razonables) en cuanto a la exactitud, integridad y realidad de los datos. Coface no se hace responsable de los daños (directos o indirectos) o pérdidas de cualquier tipo que sufra el lector como consecuencia de la utilización por parte de éste de las informaciones, análisis y opiniones. Por lo tanto, el lector es el único responsable de las decisiones y consecuencias de las decisiones que tome sobre la base de este documento. Este documento y los análisis y opiniones expresados en él son propiedad exclusiva de Coface; el lector está autorizado a consultarlos o reproducirlos sólo para uso interno, siempre que estén claramente marcados con el nombre "Coface", que este párrafo sea reproducido y que los datos no sean alterados o modificados. Se prohíbe cualquier uso, extracción, reproducción para uso público o comercial sin el consentimiento previo de Coface. Se invita al lector a consultar los avisos legales de la página web de Coface:

<https://www.coface.com/Home/General-informations/Legal-Notice>.

---

#### **COFACE SA**

1, place Costes et Bellonte  
92270 Bois-Colombes  
France

[www.coface.com](http://www.coface.com)

**coface**  
FOR TRADE