

## Crisi COVID-19: un xoc sense precedents

### RESUM

La propagació del coronavirus a nivell global té efectes devastadors a nivell humà i serà un xoc sense precedents per a l'economia mundial, que se submergirà de forma temporal en una recessió. No obstant això, quan es retirin les imprescindibles mesures de contenció de la pandèmia, cal esperar que l'activitat es recuperi amb celeritat. Perquè això sigui possible, confiem que els governs dels principals països adoptaran les mesures necessàries perquè l'impacte de la COVID-19 sobre l'economia es deixi de sentir quan se superi la pandèmia. La resposta que ja ofereixen va en la bona direcció, tot i que és probable que s'hagin de prendre mesures addicionals tant a nivell nacional com, sobretot, a nivell europeu. Aquesta vegada no podem tornar a cometre els errors de l'última crisi: és imprescindible, i urgent, avançar de manera decidida cap a una unió fiscal. L'actuació dels bancs centrals també serà crucial. Les principals autoritats monetàries ja han anunciat mesures contundents per proveir els mercats de prou liquiditat i per adquirir grans quantitats de deute públic, la qual cosa facilitarà el finançament dels dèficits públics. Si les mesures adoptades són prou ambiciosos i efectives, l'augment del dèficit públic serà molt substancial enguany, però el repunt serà temporal. El 2021, l'activitat es podrà recuperar amb força, i el deute públic reprendrà la senda descendent observada en els últims anys.

### UN XOC GLOBAL DE PRIMERA MAGNITUD

Tot i que la incertesa és molt elevada, ja que, en l'època moderna, no hi ha precedents equiparables a la situació actual, la pandèmia global del coronavirus molt probablement acabarà tenint conseqüències econòmiques d'una intensitat inaudita a curt termini. Els pocs indicadors que s'han publicat des de l'inici de la pandèmia així ho apunten: a la Xina, on el virus es va estendre primer, es va optar per mesures de contenció radicals que han tingut èxit després de dos mesos, però l'impacte sobre el ritme d'activitat també ha estat molt profund. S'estima que el PIB xinès ha reculat al voltant del 10% en el primer trimestre en relació amb el trimestre anterior (una xifra que no està anualitzada). Atès el seu caràcter de primer país afectat, ens hem de prendre aquestes dades com una indicació del que pot succeir a la resta d'economies.

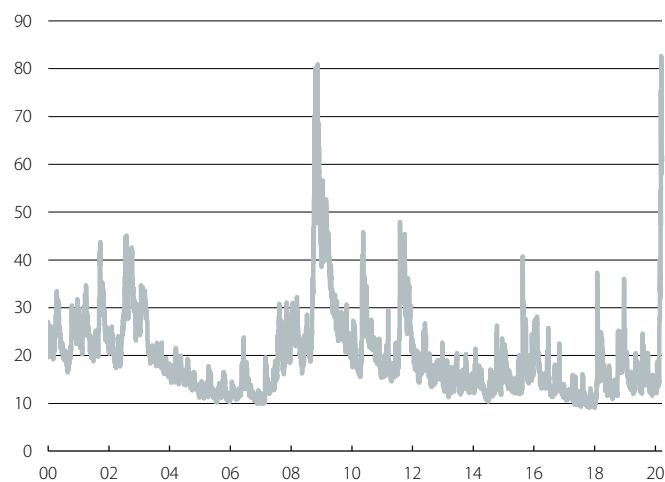
Per descomptat, la intensitat amb què el virus afectarà cada país dependrà de molts factors, com el sistema sanitari, la demografia (no és el mateix una societat jove d'un país emergent que la d'un altre amb una piràmide poblacional més envellida), l'estructura territorial (països amb molta densitat urbana en relació amb altres menys urbanitzats) o el nivell de desenvolupament.

Però l'evolució de la pandèmia fins avui fa pensar que cap país podrà evitar veure's directament afectat. A més a més, totes les economies es troben exposades, en major o menor mesura, a la caiguda de la demanda global, que es va començar a notar a l'inici de l'any a la Xina arran de la pandèmia i que s'intensificarà en els propers mesos a mesura que s'estengui a la resta del món. Cap economia podrà sortir indemne de les disrupcions que experimenten les cadenes globals de subministraments, així com de les restriccions a la mobilitat internacional de les persones. A més a més, a tot això cal afegir el deteriorament de l'entorn financer, la cara més visible del qual són els descensos històrics que s'han produït en les últimes setmanes a totes les borses del planeta.

### El repunt de la volatilitat i l'enfonsament històric de les borses i dels indicadors d'activitat a la Xina adverteixen que som davant la segona gran crisi econòmica i financera del segle XXI

#### VIX: volatilitat de la borsa nord-americana

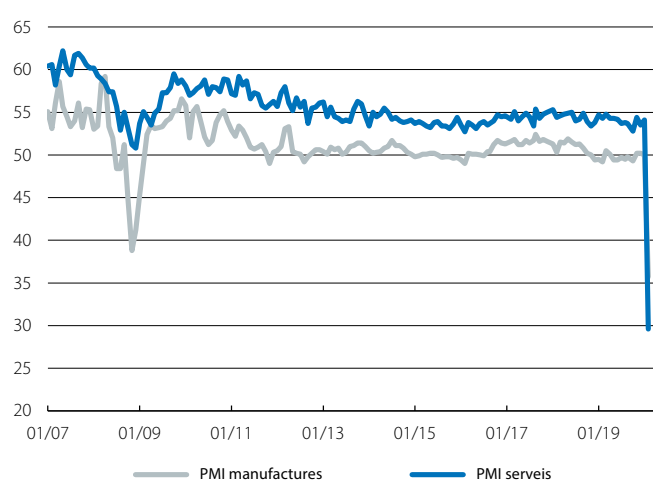
Índex



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

#### Xina: indicador d'activitat PMI

Nivell



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Oficina Nacional d'Estadística de la Xina.

Es tracta, salta a la vista, de la segona gran crisi econòmica i financera del segle XXI. Però, a diferència del que va succeir durant la Gran Recessió del 2008, ara la presa de decisions és molt més ràpida i contundent: amb caràcter general (si més no a les economies motores del món), es posen les bases d'una resposta excepcional.

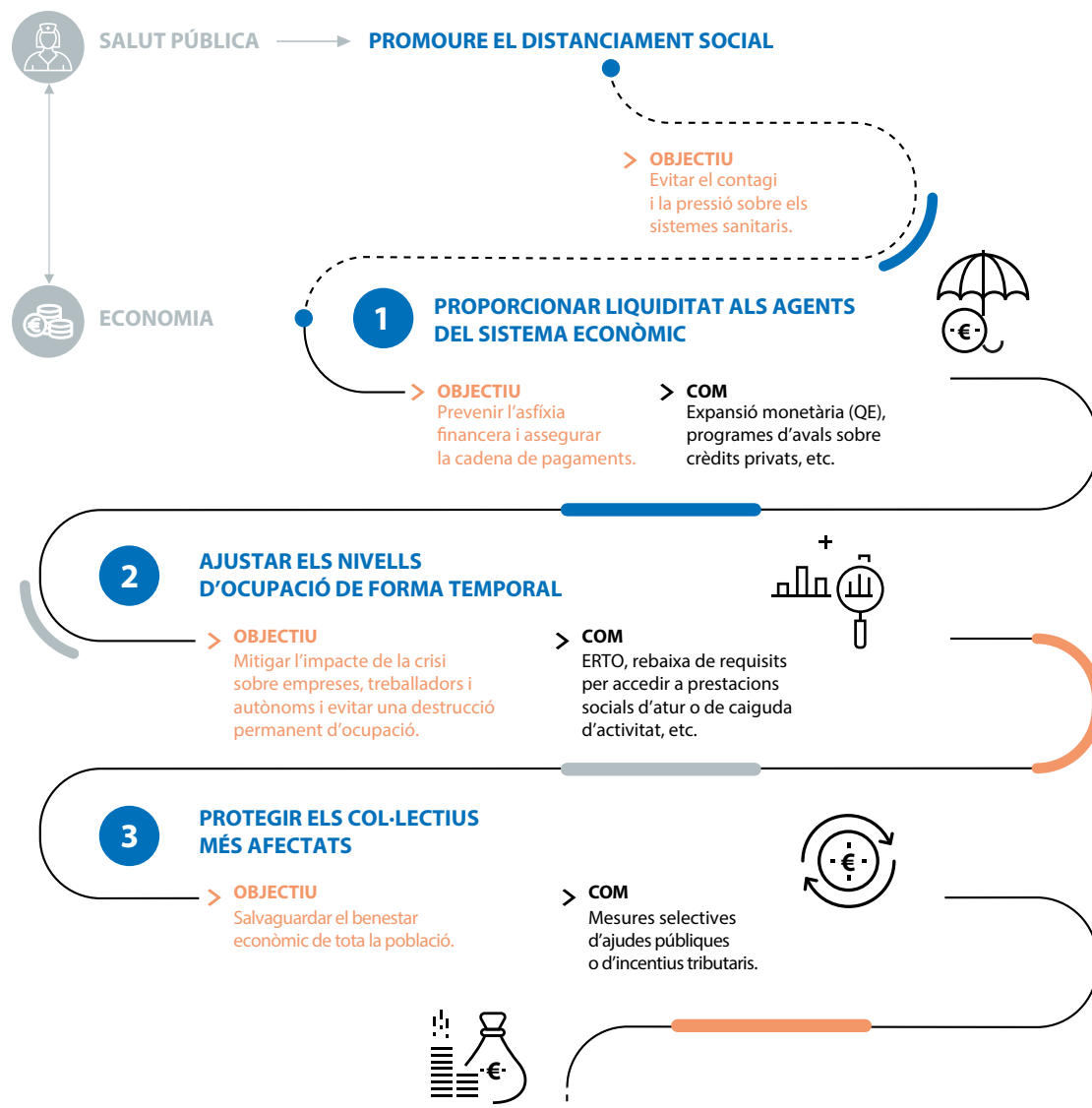
### MESURES EXTRAORDINÀRIES EN MARXA

Estem assistint a un procés ràpid de presa de mesures tant en matèria de salut pública com estrictament econòmiques. Els dos àmbits estan necessàriament relacionats. Les actuacions adoptades a nivell mundial en el primer se centren en la contenció de l'expansió del coronavirus (mitjançant variants més o menys restrictives del distanciament social), per aplanar la corba de contagis i, d'aquesta manera, limitar la pressió sobre els sistemes nacionals de salut. Preveiem que, amb més o menys intensitat, aquesta estratègia, que es va dur a terme primer a la Xina, s'acabi generalitzant a gairebé tots els països del món, de manera que l'efecte econòmic acabarà prenent la forma d'un doble xoc d'oferta i demanda gairebé simultani i de caràcter global.

I, per afrontar aquest doble impacte, es desplega ràpidament una bateria de mesures econòmiques d'una amplitud i d'una profunditat extraordinàries. Més enllà de les variants, les mesures posades en marxa comparteixen un mateix gran objectiu: evitar que un xoc de caràcter transitori acabi tenint efectes negatius persistents.



#### La política fiscal ha d'estar a l'altura de la magnitud del xoc Mesures per frenar la crisi de la COVID-19



Amb aquest objectiu en ment, s'actua, principalment, en dos grans àmbits. En primer lloc, els principals bancs centrals i les autoritats fiscals prenen mesures per proveir de liquiditat tots els actors del sistema econòmic, per prevenir l'asfíxia financera i per garantir, així, el bon funcionament de la cadena de pagaments. A molts països, i en particular als EUA i a la UE, s'han reactivat mesures d'expansió monetària (QE). Als EUA, s'han rebaixat sensiblement els tipus d'interès de referència, s'han introduït programes d'aval sobre crèdits privats, s'han diferit impostos i s'han anticipat o flexibilitzat transferències i prestacions socials. En aquests moments, la posició de solvència i de liquiditat dels bancs és forta, i s'espera que tinguin un paper important com a transmissors d'aquestes polítiques destinades a satisfer les necessitats de finançament de les empreses i de les famílies.

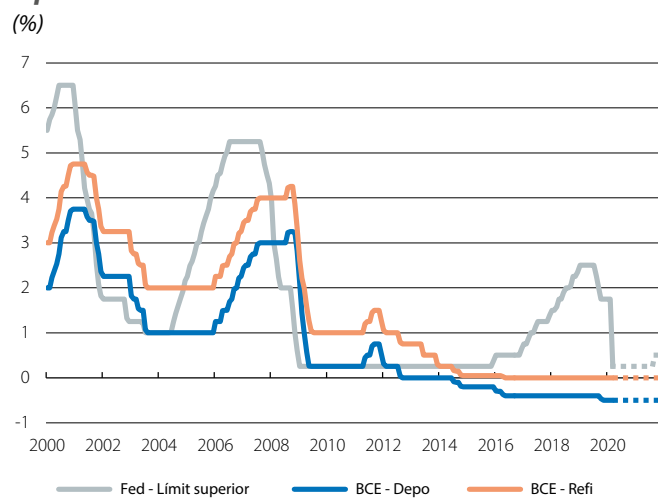
Una segona línia d'actuació persegueix mitigar l'impacte sobre els treballadors i sobre els autònoms. En aquest àmbit fonamental, les mesures adoptades a molts països se centren en permetre un ajust temporal dels nivells d'ocupació sense que això impliqui la destrucció permanent de llocs de treball. Per exemple, mitjançant aplicacions més àgils de mesures temporals d'ajust d'ocupació (a Espanya, els ERTO), les quals faciliten la viabilitat de les empreses i incentiven la preservació de la vinculació entre l'empresa i els treballadors, un element imprescindible per poder tornar ràpidament a la normalitat quan se superi la situació actual. Així mateix, perquè la disrupció sobre les rendes sigui la mínima possible, s'han rebaixat els requisits per accedir a les prestacions socials pròpies de les situacions d'atur (en el cas dels assalariats) o de caiguda de l'activitat (en el cas dels autònoms).

L'objectiu últim de tot plegat és salvaguardar, en la mesura que sigui possible, el benestar econòmic de la població i la capacitat productiva. Per aquest motiu, a més de les mesures esmentades més amunt, en funció de l'impacte que acabi tenint la COVID-19 sobre l'activitat econòmica, és probable que s'hagin de modular o d'ampliar les mesures de suport, per exemple, mitjançant ajuts públics directes o incentius tributaris als col·lectius més afectats. Els EUA ja han anunciat un ampli paquet de mesures en aquest sentit.

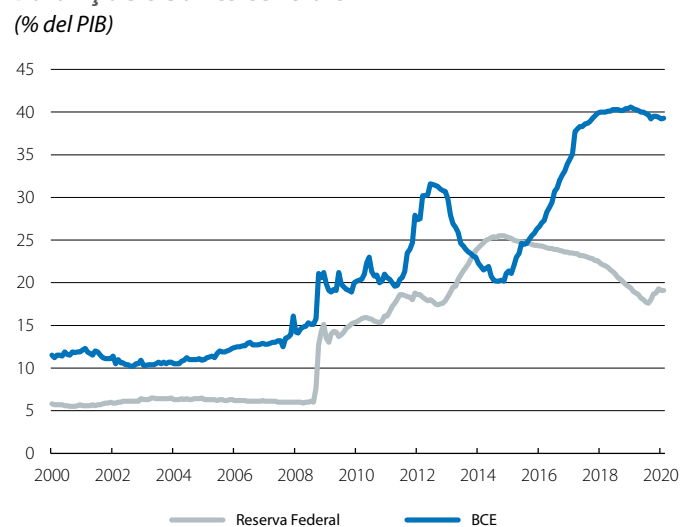
Totes aquestes mesures incrementaran de manera substancial les necessitats de finançament del sector públic. Per aquest motiu, i per eliminar qualsevol dubte sobre la sostenibilitat del deute públic, els bancs centrals i, en particular, la Fed i el BCE han activat programes de compra d'actius molt amplis que, implícitament, donen cobertura a l'expansió de les despeses públiques i que asseguren que les condicions a les quals es podran finançar seran molt favorables.

### L'actuació dels bancs centrals, clau per donar cobertura al fort increment de la despesa pública

#### Tipus d'interès del BCE i de la Fed



#### Balanç dels bancs centrals



## ESCENARI ECONÒMIC

En els escenaris que plantegem tot seguit, realitzats en condicions d'incertesa inusuals, palpita la convicció que les mesures adoptades són necessàries, ambicioses i adequades, de manera que la recessió serà fortíssima, però no duradora.

En concret, esperem un impacte negatiu molt fort sobre el ritme d'activitat a curt termini, en funció del país, ja en el primer o en el segon trimestre d'enguany, per registrar després un rebot, també intens, en la segona meitat del 2020 i el 2021. Així, a nivell global, esperem que l'activitat caigui el 0,4% el 2020, de manera que l'impacte del coronavirus sobre el creixement enguany serà una mica superior als 3,5 p. p. Per al 2021, però, esperem que el creixement reboti i se situï per damunt del 5%. En comparació, durant la Gran Recessió, el PIB va caure el 0,1% el 2009 i va repuntar amb força l'any següent, quan va anotar un creixement del 5,4%.

A nivell europeu, estímem que la zona de l'euro s'endinsa en una breu però forta recessió en el primer semestre d'enguany, amb una contracció generalitzada per països que deixarà el creixement per al conjunt del 2020 en el -3,1%. No obstant això, la recuperació, que esperem que s'iniciï ja en el segon semestre d'enguany, culminarà en un intens creixement el 2021, que es podria arribar a situar per damunt del 4%.

L'economia espanyola, molt probablement, experimentarà un patró similar a l'europeu. Estímem que la caiguda del PIB durant el primer semestre de l'any pot superar el 10%, arran, sobretot, de la frenada de l'activitat que experimentaran els sectors directament afectats per les mesures de confinament, com la restauració i l'hostaleria, el comerç, l'oci i el transport, entre d'altres, els quals representen al voltant del 25% del PIB espanyol. No obstant això, també influirà l'impacte que rebí la majoria de la resta de sectors. El profund efecte de les mesures adoptades fins avui ja s'observa en la facturació dels TPV de CaixaBank, que, en la tercera setmana de març (la setmana posterior a la declaració de l'estat d'alarma), va registrar una caiguda de les despeses amb targetes del 55% interanual per als residents (malgrat el notable repunt que s'observa en la despesa en alimentació i en productes de primera necessitat) i del 84% en les despeses realitzades per turistes estrangers. De tota manera, quan se superi la pandèmia, confiïm que les mesures adoptades per les autoritats –que caldrà ampliar si és necessari– permetran una ràpida recuperació econòmica durant el segon semestre de l'any, de manera que el creixement del PIB per al conjunt de 2020 es podria acabar situant al voltant del -3,6% (5,1 p. p. menys del que esperàvem abans del xoc) i, el 2021, podria superar el 5,5%.

En aquesta tessitura, cal esperar que la taxa d'atur experimenti un fort repunt i que, en el segon trimestre, se situï per damunt del 20%, però que baixi ràpidament durant el segon semestre de l'any, d'acord amb la recuperació de l'activitat econòmica, fins a situar-se al voltant del 14,5% en el quart trimestre. Com a la resta de les principals economies europees, preveïm que les necessàries mesures d'estímul fiscal pressionaran a l'alça el dèficit públic, que enguany es podria situar per damunt del 5%, i el deute públic, que podria assolir el 105% del PIB. No obstant això, reiterem que, en aquest context, és desitjable una actuació eficaç i ambiciosa per poder minimitzar l'impacte de la pandèmia sobre les famílies i sobre les empreses. Si ens assegurem ara que els fonaments de la recuperació són sòlids, també reduïm la probabilitat que la factura per al sector públic augmenti en el futur.

La incertesa que envolta aquest escenari és inusualment elevada. Al capdavant, l'impacte de la COVID-19 sobre l'economia acabarà depenent, sobretot, del temps que les estratègies de contenció del virus s'hagin de mantenir actives. Si, finalment, cal allargar-les més del que es preveu, l'impacte econòmic podria ser superior. Per exemple, si les mesures de confinament s'han d'allargar fins a l'estiu o s'han de retirar de forma molt gradual, la reculada del PIB es podria situar al voltant del 7% enguany a molts països desenvolupats. No obstant això, també cal esperar que es reforcin les mesures de suport a les famílies i a les empreses fins ara anunciades, tant des de l'àmbit fiscal com des del monetari. De fet, aquest és un dels principals riscos: que la resposta de la política fiscal no estigui a l'altura de la magnitud del xoc. Si la COVID-19 té un impacte sobre l'activitat econòmica de 5 punts del PIB, l'esforç fiscal hauria de ser comparable. Dit d'una altra manera: si el seu impacte fos el doble, la resposta fiscal s'hauria de doblar. Només d'aquesta manera es podrà esmoreir prou l'efecte del xoc sobre les famílies i sobre les empreses i s'estarà preparat per a una recuperació ràpida quan la pandèmia estigui sota control.

### La recessió serà fortíssima, però no duradora

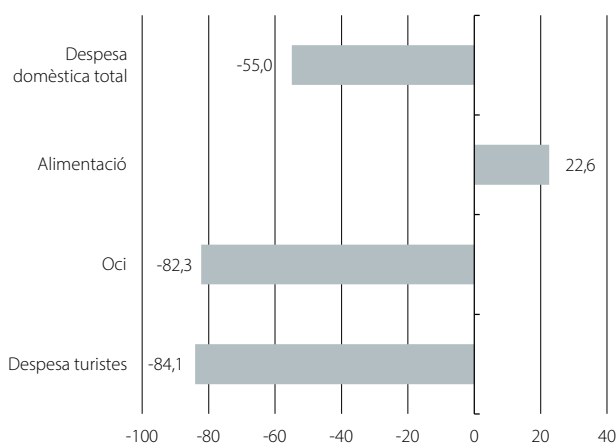
Previsions de creixement (%)	2019	2020		2021	
		Actual	Abans del xoc	Actual	Abans del xoc
<b>Economia mundial</b>	2,9	-0,4	3,2	5,6	3,4
<b>Economies avançades</b>	1,7	-2,0	1,5	3,5	1,6
<b>EUA</b>	2,3	-1,7	1,8	3,4	1,8
<b>Zona de l'euro</b>	1,2	-3,1	1,1	4,4	1,3
Alemanya	0,6	-3,1	0,7	4,1	1,5
França	1,2	-2,7	1,4	4,5	1,5
Itàlia	0,2	-4,6	0,5	5,0	0,7
Espanya	2,0	-3,6	1,5	5,7	1,5
Portugal	2,2	-3,4	1,7	5,9	1,6
<b>Economies emergents i en desenvolupament</b>	3,8	0,5	4,4	6,6	4,5
<b>Xina</b>	6,1	2,5	5,5	11,0	5,7

Font: CaixaBank Research.

## L'economia espanyola entra en una forta recessió, de la qual pot sortir ràpidament

### Evolució de la despesa en TPV de CaixaBank

Variació interanual (%), 3a setmana de març

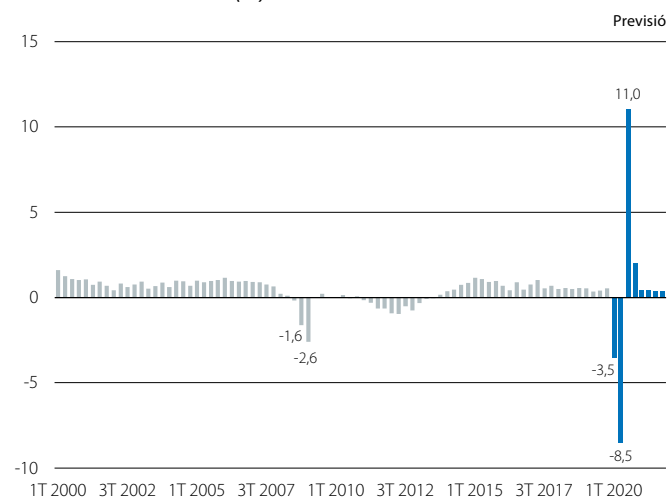


**Nota:** «Alimentació» inclou la despesa a supermercats, gran superfícies d'alimentació i farmàcies.  
«Oci» inclou la despesa domèstica en restauració, transport, oci i allotjaments.

**Font:** CaixaBank Research.

### PIB Espanya

Variació intertrimestral (%)



**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

Davant un desafiament d'aquesta magnitud, la UE haurà de fer un pas endavant. No podem tornar a cometre els errors de l'última crisi i deixar que emergeixin dubtes sobre la sostenibilitat del deute públic de cap país membre ni, molt menys, sobre el futur de l'euro. Per evitar-ho, serà necessari avançar de manera decidida cap a una unió fiscal, treballant en mecanismes de finançament comuns, com l'emissió d'eurobons i el desenvolupament d'una capacitat tributària a nivell europeu, que permetin utilitzar al màxim la capacitat de despesa del conjunt de la UE. Si no ho fem davant una crisi humanitària com l'actual, quan ho farem? Certament, el desenvolupament institucional que això requereix no es pot fer de manera ràpida, però les institucions europees ja han demostrat que poden ser àgils en moments de dificultats, i, sobretot, el compromís ferm amb un full de ruta ambiciós en aquesta direcció ja podria ser de gran ajuda en aquestes circumstàncies.

També caldrà seguir amb una atenció especial l'evolució dels països emergents o en vies de desenvolupament, ja que es troben en una posició més vulnerable. A més de comptar amb sistemes sanitaris amb menys recursos, diversos emergents de referència acumulen desequilibris macroeconòmics i financers que poden limitar la seva resposta de política econòmica. A més a més, alguns d'aquests països ja es troben en una situació política i social fràgil abans de l'esclat del virus, i, en moments de dificultat com l'actual, comptar amb una societat cohesionada és fonamental. En aquest sentit, tot el suport que els puguem oferir des dels països més desenvolupats pot ser determinant.

## UNA CRISI D'ABAST INUSITAT QUE CANVIARÀ EL MÓN

Encara immersos en la fase aguda de la crisi de la COVID-19, compartim una doble convicció. La primera, que superarem aquesta crisi. La segona, que, malgrat el seu previsible caràcter temporal, el xoc probablement tindrà efectes estructurals. Les crisis, quan són d'aquesta magnitud, poden accelerar canvis latents o fer-ne emergir d'inesperats.

Segurament, després d'aquesta crisi, reforçarem els sistemes sanitaris i revaluarem el paper que exerceixen els experts, la preeminència dels quals és tan notòria aquests dies. També és probable que, a nivell productiu, emergeixin noves maneres d'organitzar-nos, tant globalment com localment, ja sigui per l'escurçament de les cadenes de valor a canvi de millorar-ne la resiliència o per la difusió de formes de treball a distància. Aquests canvis, a més a més, també ajudaran a accelerar la transició econòmica cap a un sistema més sostenible i més respectuós amb el medi ambient.

I, segurament, després d'aquesta crisi, també revaluarem el paper de la coordinació i del lideratge internacionals. En aquest front global, és probable que la UE es vegi sotmesa a pressions amb pocs precedents. La història de la UE ens diu que les crisis han exercit d'esperó per avançar cap a una major integració sempre que han existit unes bases institucionals i polítiques adequades. Aquesta és, precisament, la situació present: els instruments, institucionals i polítics, amb què es va dotar la UE arran de la Gran Recessió podrien fer un nou salt endavant en matèria d'integració europea que hauríem considerat irreal abans del xoc. Sens dubte, així hauria de ser.

El món, en definitiva, canviarà, i és a les nostres mans decidir si una crisi, a més de generar amenaces, és també una font d'oportunitats.

Oriol Aspachs i Àlex Ruiz