



Informe Trimestral d'Entorn Econòmic

Dr. Vicente J. Pallardó

Analista de conjuntura econòmica. Investigador Sènior Institut
Economia Internacional (IEI).

ENTORN ECONÒMIC GLOBAL- Primer trimestre 2020

Introducció

En els nostres Informes Trimestrals d'Entorn Econòmic passats s'analitzava l'existència de factors que havien conduït a l'economia mundial a un sot, traduït en un creixement econòmic mediocre, després d'un cicle expansiu per si mateix dubitatiu. Elements tant estructurals com conjunturals confluien en aquest escenari. Fins i tot s'apuntava a la possibilitat que un sol xoc advers (en forma presumiblement d'una accentuació de les tensions geopolítiques o de l'escalada proteccionista iniciada el 2018) conduïra a una recessió global, encara que limitada en intensitat i durada.

El que resultava inimaginable és que aquesta pertorbació negativa fóra una pandèmia ja anomenada a formar part de la història, que generarà, al marge de les implicacions sanitàries, socials (i també geopolítiques), la major contracció econòmica des de la Segona Guerra Mundial, incloent-hi una devastació sense precedents en el primer semestre de 2020. Aquesta situació s'està ja traduint en caigudes brutals, d'àmbit global, en el nivell d'activitat, de l'ocupació i de la dimensió del parc empresarial i, alhora, en increments extrems en la grandària del balanç dels bancs centrals (ja de per si mateix unflat per les polítiques aplicades des de 2008), així com els nivells de dèficit i deute públics i, llevat que es produïska una actuació ràpida, concertada i global, també en els registres de pobresa.

En la primera secció d'aquest Informe Trimestral, *Clima Econòmic i Tendències*, plasmarem l'impacte del coronavirus i de les polítiques adoptades per a intentar contindre'l sobre la situació i l'evolució dels principals elements que defineixen i/o determinen l'entorn econòmic global. Certament, el nostre semàfor de situació reflectirà l'esmentada devastació i l'ínfima probabilitat que assignem a l'escenari optimista d'una recuperació en "V". En la segona secció, el *Decàleg de Situació*, analitzarem els aspectes més significatius del que ha succeït en les passades deu setmanes, així com les decisions adoptades en resposta a aquest inèdit i demolidor escenari. El món econòmic no tornarà a ser igual, però no solament aquest, i reflexionarem sobre si podem/hem d'acceptar que res siga igual. Finalment, la secció *Al Microscopi*, se centrarà en oferir una exposició, que s'intentarà completa i equilibrada, de com articular el conjunt de polítiques necessàries per a afrontar de la millor forma possible no sols el moment actual àlgid de la crisi del coronavirus, sinó també la recuperació, a curt termini i més enllà. Entre molts altres aspectes, s'argumentarà per què NO és el moment dels Eurobons en l'Eurozona.

Clima econòmic i tendències

Determinants	Trimestre actual		Trimestre anterior	
	Situació	Tendència	Situació	Tendència
Activitat econòmica		Negativa		Positiva
Tensions comercials/canviàries		Neutra		Positiva
Política monetària		Expansiva		Expansiva
Política fiscal		Expansiva		Neutra
Mercats de matèries primeres		Positiva		Neutra
Tensions geopolítiques		Neutra		Negativa

Com entendre el Quadre de Clima Econòmic i Tendències:

a.- **Clima econòmic:** es defineix, per a cadascun dels factors determinants i considerant el moment de redacció de l'informe, una escala de colors des del nivell més negatiu/contractiu per a l'evolució de l'economia mundial (roig), fins al més positiu/expansiu (blau), en l'ordre següent:



b.- **Tendència:** s'hi indica la previsible evolució, des del moment de redacció de l'informe i en el curt termini (3-6 mesos següents), per a cadascun dels factors determinants, amb opcions d'evolució positiva/neutra/negativa (expansiva/neutra/contractiva en el cas de les polítiques macroeconòmiques) per a aquestos.

c.- Factors determinants:

1.- **Activitat econòmica:** valoracions a partir dels mesuraments més recents d'indicadors d'activitat i de confiança (*World Bank industrial production index*; IFO, ZEW, Tankan, Chicago ISM, així com diversos PMI).

2.- **Tensions comercials i canviàries:** valoracions a partir dels mesuraments més recents del *World Bank Merchandise Trade Index* i el *Trade Policy Uncertainty Index* (calculat per *The Economic Policy Uncertainty*) la comptabilització de mesures proteccionistes/liberalitzadores oferta per *Global Trade Alert*, i les mesures i declaracions susceptibles de ser considerades com a exercici de manipulació canviària per part dels principals països en l'economia mundial.

3.- **Política monetària:** valoracions a partir del tipus d'interés global ponderat dels principals Bancs Centrals del món (representant al voltant del 77-80% del PIB mundial), així com dels moviments, durant els sis mesos previs a la presentació de l'informe, en els tipus d'interés de referència fixats per aquestos. Es consideren igualment les intervencions orientatives sobre comportament futur (*forward guidance*) d'aquells Bancs Centrals dutes a terme pels seus responsables.

4.- **Política fiscal:** valoracions a partir de la posició fiscal i la capacitat de fer polítiques fiscals expansives de les 40 principals economies del món, totes amb un pes conjunt del 88% del PIB mundial i individual d'almenys

del 0.4% d'aquest producte global. Dades procedents de la base *Global Fiscal Monitor* del Fons Monetari Internacional.

5.- Mercats de matèries primeres: valoracions a partir de les dades més recents del *World Bank Commodity Price Data*, amb cinc índexs principals recollint fins a 72 matèries primeres, així com dels esdeveniments susceptibles d'alterar de manera apreciable en el curt termini el comportament dels preus de matèries primeres bàsiques.

6.- Tensions geopolítiques: valoracions a partir de les dades més recents del *World Uncertainty Index* (ofert per *The Economic Policy Uncertainty*), així com dels esdeveniments i de les declaracions susceptibles d'alterar de manera apreciable el context geopolític internacional, de manera que afecte potencialment de manera apreciable l'economia mundial.

Decàleg de situació

El virus SARS-CoV-2 ha transformat en tres mesos el món en tots els àmbits, incloent-hi l'econòmic. L'origen del coronavirus o COVID-19, declarat pandèmia per l'Organització Mundial de la Salut el passat 11 de març, obliga els economistes a repensar, des de la base les nostres lectures, els nostres models i les nostres expectatives sobre l'economia mundial. Per descomptat, en aquesta tessitura ens acompanyen els experts de múltiples disciplines, així com tots els agents que han d'adoptar decisions per a països, institucions, empreses financeres i no financeres i organitzacions de la societat civil. En aquest tercer Informe Trimestral d'Entorn Econòmic, demanaré a l'amable lector que em concedisca tres xicotetes llicències: primer, el nostre Decàleg de Situació tindrà més de deu punts; segon, encara que aquest encara és un Informe sobre l'Economia Global, faré alguna anotació particular sobre l'Economia Espanyola, especialment en matèria de previsions; tercer, retardaré almenys un trimestre el tema anunciat per a la nostra secció *Al Microscopi* (els costos d'una política monetària ultra expansiva com la seguida des de 2008 a Occident) per a enfocar-la a estructurar una àmplia sèrie de propostes que podrien definir una política completa per a respondre a la crisi i potenciar la recuperació no sols a curt, sinó a mitjà termini. Certament, part d'aquestes mesures estan en marxa, unes altres probablement s'acaben articulant i resulta més dubtós que es duguen a la pràctica una altra sèrie d'aquestes. Comencem, doncs, amb el nostre “Decàleg ampliat” de situació.

I.- Convé, en primer lloc, recordar que el període previ a l'esclat de la crisi del coronavirus no mostrava una economia mundial en el millor moment. El llarg cicle expansiu (no sense crisis localitzades en diverses regions) donava símptomes d'esgotament, en part pels límits del principal suport d'aquest, la política monetària extremadament expansiva mantinguda durant més d'una dècada. La inestabilitat política i social en no pocs països emergents, les tensions geopolítiques, l'escalada proteccionista, la falta de contribució des d'altres àmbits de les polítiques públiques, la inquietud sobre la rendibilitat del sistema bancari i sobre l'excessiva assumptió de riscos en el vessant no bancari del sistema financer... dibuixaven un panorama poc favorable. I això sense esmentar l'existència de reptes estructurals, crucials, des de les implicacions del canvi climàtic a les conseqüències de l'envelliment demogràfic sobre el creixement econòmic i la sostenibilitat dels estats del benestar, passant per les sobredimensions de sectors productius essencials, com ara el de l'automòbil.

Així, s'anticipava un any 2020 complicat, amb taxes de creixement globals mediocres (fregant amb les d'una recessió suau, associada a avanços de la producció global menors al 2,5% o al 3%, segons la Institució que es prenga com a referència), i amb una desaceleració generalitzada. És més, a alguns països desenvolupats, el que es discutia era la probabilitat d'una recessió en sentit estricte (caiguda del PIB dos trimestres consecutius); Alemanya o Itàlia es movien en aquest límit, i el Japó semblava condemnat a aquesta recessió després de la severa resposta a la baixa del consum després de l'elevació de l'IVA en l'últim trimestre de 2019, malgrat l'augment de la despesa pública amb el qual va intentar compensar-lo (sense èxit, com tantes vegades ha ocorregut amb els increments d'aquesta despesa pública en les passades tres dècades en l'economia nipona, davant l'absència de les reformes estructurals necessàries per a alimentar el creixement).

II.- No obstant això, el focus d'atenció va canviar dràsticament des de febrer de l'any en curs, quan (amb un retard absolutament injustificable, que deixa en quasi anecdòtic el que es va produir després de l'accident nuclear de Txernòbil el 1986) les autoritats xineses reconeixien que un problema mèdic, lligat a una malaltia associada a un coronavirus, començava a causar estralls en determinades àrees del país, en particular a la província de Wuhan, i que era necessari adoptar mesures draconianes per a frenar l'expansió del virus causant del problema.

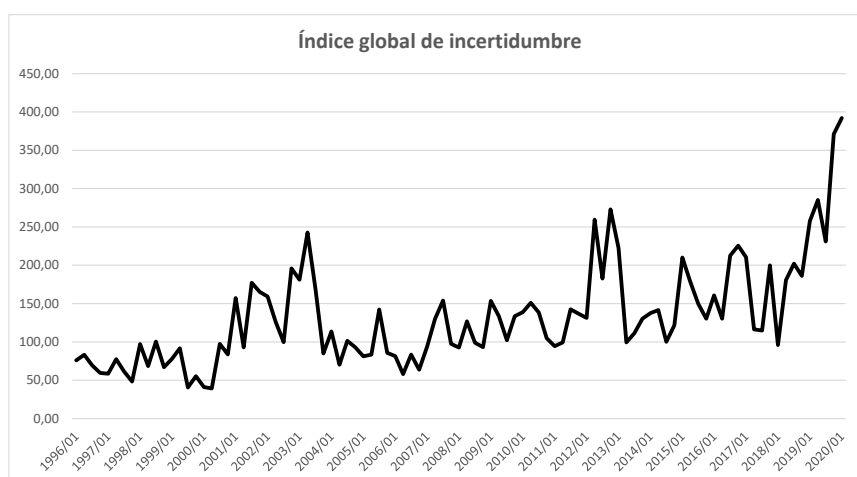
Lògicament, no és aquest el lloc per a emetre cap reflexió o valoració sobre la resposta mèdica i sanitària a la crisi, ni sobre la intensitat, la velocitat, la coordinació o la precisió. Seria una temeritat i no tindria sentit en un Informe com aquest. Això sí, inequívocament, tot l'esmenat anteriorment condiciona de manera decisiva el que ha esdevingut des d'aquell moment en l'àmbit econòmic. I el que ocorre és una successió de xocs, tots ells negatius, que es concatenen de la manera següent:

- Una pertorbació d'oferta inicial, centrada a la Xina, “fàbrica del món”, que redueix

significativament la producció no només de béns de consum final, sinó, més important, també de components i béns intermedis que amenacen amb paraitzar la producció en molts altres llocs, davant les limitacions dels estocs disponibles a les modernes cadenes globals de valor, configurades sobre el principi del *Just in time*, amb entrada i eixida d'elements i productes quasi en temps real, i el menor magatzematge factible. Es parla llavors de la primera recessió mundial generada per la Xina (encara pensant en un sentit relativament suau d'aquesta "recessió"). Caigudes interanuals a la Xina del 13% en manufactura i serveis o del 20% en la sagrada formació bruta de capital posen xifres a aquesta primera pertorbació.

- Un xoc de demanda, particularment encara que no sols a Occident, derivat de la extensió progressiva de la (llavors) epidèmia, que va forçant les autoritats a cancel·lar grans esdeveniments susceptibles de concentrar multituds, a limitar i després prohibir desplaçaments internacionals (i, en determinades regions, dins dels països), i a restringir els moviments, sobretot els lligats a l'oci, ja no sols de grans masses. La por, especialment quan es va percebre que la malaltia va saltar des d'Àsia per a començar a causar estralls a Europa, també redueix el consum per motius de precaució (o por, directament). L'impacte d'aquesta contracció de la demanda comença a afonar tots els indicadors d'activitat i de confiança amb una intensitat sense precedents, i provoca, per exemple, i sense recollir encara l'impacte del següent xoc, una caiguda de l'ocupació als Estats Units de 711.000 persones, la major des de març del 2009, i es trenca un període de 113 mesos consecutius d'increment de l'ocupació. I això era només l'aperitiu.
- Un segon xoc d'oferta, primer a Europa però progressivament estès a nivell global. La mateixa caiguda de la demanda i, sobretot, les decisions dels diversos governs de paraitzar gran part de les activitats productives a fi de contindre la (ara ja) pandèmia, amb excepcions més o menys àmplies segons cada país, condueixen al col·lapse de l'activitat productiva, tant manufacturera com de serveis, excepte en els casos lligats a la producció i distribució de béns essencials i d'activitats de resposta a la crisi sanitària, a més de les quals, si n'hi ha demanda, poden cobrir-se amb el treball no presencial. Amb demanda i oferta globals en estat comatós, un enfonsament dels mercats que feia empal·lidir a l'esdevingut durant l'última crisi financera i la convicció que seria impossible escapar de la recessió (fins i tot per a països que portaven tres dècades sense experimentar-ne una, com ara Austràlia) assenyalen la gravetat de la situació. La incertesa global arriba a un nivell sense precedents (vegeu el *Gràfic 1*).

Gràfic 1.- Evolució de l'Índex d'Incertesa Global



Font: elaboració pròpia. Dades: The Economic Policy Uncertainty

- Però encara quedava un *segon xoc de demanda* global. Centenars de milions de treballadors i milions d'empreses de totes les dimensions de tot el món veuen les seues fonts d'ingressos reduïdes substancialment, quan no totalment anul·lades, per la successió de cops adversos ja relatada. El consum privat, la inversió privada i les exportacions (ja que es tracta d'una crisi ja generalitzada) s'afonen abrupta i profundament. L'últim component de la demanda, la despesa pública, haurà de respondre al repte. I el finançament d'aquest, amb un sector privat en estat de paràlisi per l'impacte directe de la crisi o per les mesures governamentals per a afrontar-la, haurà de ser assumida pels Bancs Centrals. Tornarem al tema després. Però, en aquest punt, després d'aquests quatre xocs consecutius, una nova Gran Depressió ha arribat.

III.- La resposta inicial (i així es va mantindre durant diverses setmanes) dels responsables polítics a aquest escenari va ser altament decebedor. Les característiques inesperades i noves de la pandèmia, i inèdites en la dimensió i successió dels xocs, ofereixen certa justificació a tan vacil·lant resposta. Però només parcialment. No només no es fa un esforç de coordinació ni s'elimina, per exemple, part de les barreres proteccionistes que s'havien erigit progressivament en els dos anys anteriors, sinó que es multipliquen les acusacions de tot tipus, es recorre a un llenguatge grosser, i s'adopta un enfocament purament nacional, que inclou la prohibició d'exportar materials i subministraments mèdics determinats, severes restriccions a l'exportació d'aliments, l'augment innecessari de les reserves estratègiques d'aquests (en un moment en el qual, afortunadament i al contrari del que va succeir el 2008, no hi ha el menor dèficit d'oferta i el lliure comerç és la millor alternativa de llarg) o la confiscació d'enviaments dirigits a tercers països en el que arriba a ser qualificat per alts responsables polítics com a “pirateria moderna”.

Amb el transcurs dels dies, els comportaments més extrems entre els ressenyats es redueixen, encara que no han desaparegut (vegeu la decisió el 14 d'abril de l'Administració Trump de suspendre la contribució a l'Organització Mundial de la Salut), mentre les mesures de política monetària – com sempre, primer – i fiscal guanyen coherència progressivament. Però resta dotar-les de solidesa i precisió més enllà del curt termini (tornarem al tema).

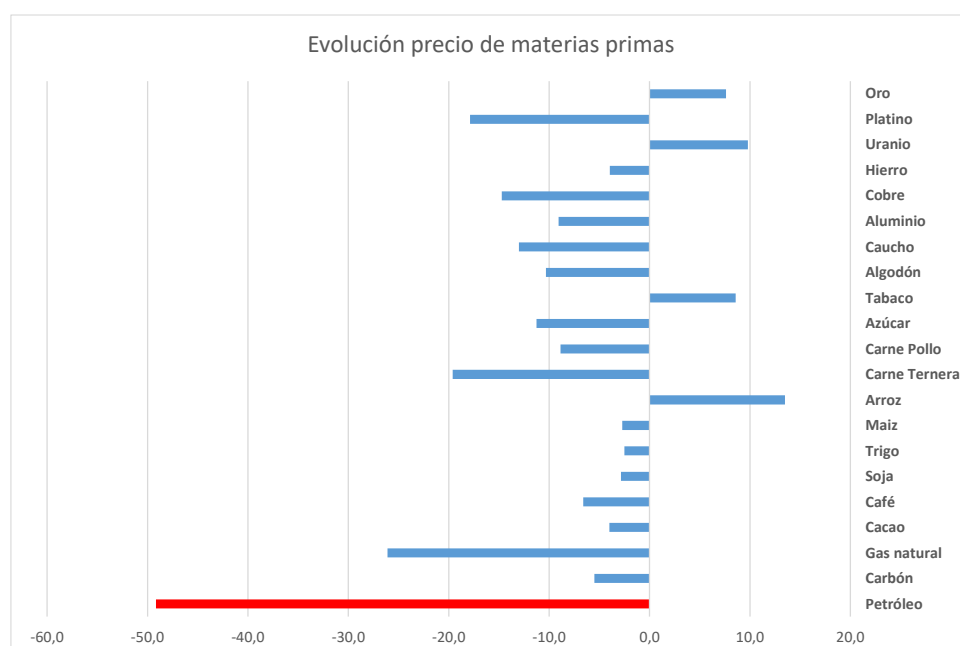
Els mercats financers, sempre propensos a la sobre-reacció, segueixen fidelment les mateixes etapes. Experimenten una catàstrofe de proporcions que no es recordaven durant el mes de març, mentre els xocs van molt per davant de la capacitat de resposta en la major part de països i les mesures de Bancs Centrals i governs resulten imprecises i/o timorates, vista la magnitud de la crisi. Reboten amb entusiasme desmesurat a principis d'abril, quan les ajudes monetàries i fiscals semblen poder abordar, almenys, part de la profunditat de la caiguda. En el moment de la redacció d'aquest Informe, aquests mercats tornen a dubtar, perquè han començat a pensar en alguna cosa més que el termini més immediat, i comencen a interioritzar quin serà l'impacte de la crisi en els pròxims trimestres sobre els resultats empresarials, sobre els nivells de deute públic i privat o sobre determinats segments, sobretot d'alt risc, d'aquests mateixos mercats financers. I sempre confiant que la crisi no arrossega el sistema bancari del qual s'espera que, a diferència de fa dotze anys, siga part essencial de la solució, no del problema.

IV.- Convé recordar que, en la valoració de les decisions adoptades (i les que hagen de prendre's), és necessari equilibrar tres prioritats, que clarament comporten un dilema. Fins a aquest moment, només s'han considerat les dues primeres, però no caldria obviar la tercera. D'una banda, per descomptat, la necessitat imperiosa de limitar l'impacte, en termes de contagiats, morts i col·lapse dels serveis sanitaris, de la pandèmia. Com més estrictes i prolongades siguen les restriccions i el confinament, semblen coincidir els experts, millors resultats en aquest àmbit. I exactament l'efecte contrari sobre la segona prioritat, la de no prolongar més enllà de l'estrictament necessari la devastació econòmica (i social) que provoquen aquestes restriccions. Però, d'acord amb els coneixements que tenim de grans crisis econòmiques anteriors, i particularment per l'esdevingut després de la recent Gran Recessió, aquestes situacions de destrucció massiva d'activitat econòmica i d'ocupació també causen morts. El concepte de *deaths by despair*, encunyat als últims anys als Estats Units, fa referència a aquells processos (augment de depressions, del consum de drogues, particularment opiàcids, de la violència i els suïcidis, entre altres problemes mèdics) que arriben aparellats a les crisis econòmiques per a importants grups de població afectats per aquestes.

V.- Fent menció a decisions rellevants, un dels episodis més estranys que han ocorregut en els últims

mesos, ja en plena crisi del coronavirus, és la guerra oberta en el mercat del petroli, en un exercici d'afirmació (emprarem aquest terme per no recórrer a substantius que vénen abans a la ment però no són apropiats en aquest tipus d'Informes), entre Aràbia Saudita i Rússia, amb la mirada indirectament posada als Estats Units. Encara que finalment s'han pres decisions, coordinades fins a cert punt, per a desfer el greuge (i ens referirem a això més endavant en aquest Decàleg), descriurem l'episodi com a exemple de fins a quin punt van desatendre actors rellevants la crisi que ens assola, quan ja se n'era conscient de la gravetat, i també per a explicar el comportament diferencial del preu del petroli enfront del de la resta de matèries primeres en el trimestre passat, que podem contemplar en el *Gràfic 2*.

Gràfic 2.- Evolució del preu de matèries primeres seleccionades
(Variació del preu mitjà de març de 2020 respecte al preu mitjà de desembre de 2019)



Font: elaboració pròpia. Dades: Banc Mundial

Cal remarcar que, quasi sense excepció, per a tots els tipus de matèries primeres, han tingut lloc reduccions de preus considerables en els passats tres mesos (certament, les dades són encara més marcades en dies concrets, però ací s'ofereixen mitjanes mensuals, més significatives). Les matèries primeres metàl·liques/industrials s'han ressentit per la paràlisi de l'oferta; les primàries, de la caiguda de la demanda de consum; les energètiques, dels dos tipus de xocs. Hi ha algunes excepcions, unes de previsible, com ara la de l'or, durant molt de temps considerat – amb raó o sense – com a actiu refugi davant les crisis (cal remarcar que, no obstant això, el platí, l'ús industrial del qual és molt més intens, ha vist el seu preu contraure's clarament); o la de l'urani, fruit del temor cap a problemes de subministrament vista la concentració elevada de l'oferta en productors escassos. Altres increments no es poden preveure tant. Així, està el del preu de l'arroz, un aliment bàsic sobre el que alguns països asiàtics han establert restriccions a l'exportació, mentre uns altres corrien a incrementar les reserves amb compres massives. O el del tabac, que reflexa que confinar els ciutadans pot tindre efectes perniciosos sobre la salut...

No obstant això, per descomptat, el factor que trenca la norma és la caiguda desmesurada del preu del petroli. Clar que una reducció de la demanda global que s'estima en prop de 30 milions de barrils diaris (en els dies més intensos del descens de l'activitat econòmica), més del 25% del consum normal, explica part d'aquest moviment. Però no menys rellevant és el comportament de dos dels tres majors productors mundials en les setmanes prèvies al mes d'abril. Aquest és el relat de l'enfrontament.

L'any 2016, un acord de l'OPEP (cartell que reuneix bona part dels principals exportadors de petroli) amb productors aliens a l'organització, especialment Rússia, permetia retallar la producció de petroli per a adequar-la a un modest creixement de la demanda, fruit d'una economia que avançava a passos dubitatius, així com a un progressiu augment del pes en el mix energètic de les renovables. Amb això, el petroli s'estabilitzava en la franja dels 60-70 dòlars per barril, aparentment favorable per a tots els actors principals del mercat.

En el trànsit entre 2019 i 2020, no obstant això, Rússia es negava a prolongar l'acord mencionat, sota l'argument que tercers països, no signataris d'aquest i que, per tant, no havien reduït la seua extracció de cru,

es beneficiaven d'aquest esforç. La mirada està clarament posada en la creixent producció (i fins i tot, exportació) dels Estats Units, a partir de la intensificació del *fracking* en l'última dècada. Aràbia Saudita, tradicional “compensador” del mercat, augmentant o reduint la producció per a mantindre els preus en el nivell desitjat, es nega a continuar exercint aquest paper, probablement per compartir la mateixa preocupació russa, però també en un exercici d'egos entre el príncep hereu saudita, Mohamed bin Salmán (dels expedients mètodes del qual ja han sigut testimonis tant el seu país com la resta del món) i el president rus, Vladimir Putin. Només així s'entén que hagen mantingut el pols quan es revisen els números que exposarem seguidament.

Mentrestant, no cal oblidar un parell de detalls. Rússia llig en aquest conflicte que pot deixar tocat el sector del *fracking* estatunidenc (l'enorme expansió del qual s'havia basat en un endeutament extraordinari), una oportunitat de respondre a les sancions establides per l'Administració Trump sobre Rosneft, la petrolera estatal russa, per continuar operant a Veneçuela, i sobre les empreses col·laboradores en la conclusió del projecte Nord Stream 2, que portarà directament el gas natural rus fins a la Unió Europea pontejant Ucraïna. Els saudites, mentrestant, veuen l'oportunitat de consolidar el seu lideratge en l'OPEP i, més encara, de penalitzar el seu rival regional, l'Iran, que, ja sotmés a les sancions estatunidenques, es pot permetre menys que ningú l'enfonsament del preu del cru.

Així, Aràbia Saudita eleva la seua injecció de petroli al mercat fins als 12,3 milions de barrils diaris, venuts, a més, amb notables descomptes. Per cert, això suposa que fins i tot posa en el mercat parteix del petroli emmagatzemat, perquè, a curt termini, no tenen capacitat per a elevar la producció en els més de dos milions de barrils al dia addicionals que està subministrant. Rússia respon amb més subministraments que habitualment fins aquelles dates, en una magnitud aproximada del mig milió de barrils al dia. És més que factible que altres productors, no disposats a cedir quota de mercat, eleven també la seua producció amb major discreció. Tot això, recordem, amb la demanda caient en picat. No ha de sorprendre que el preu del cru s'arribara a situar per davall dels 15 dòlars per barril. Comparem aquesta xifra amb les següents. Aràbia Saudita necessita que el preu del cru estiga al voltant dels 83 dòlars per barril per a equilibrar el seu pressupost. Multipliquen els quasi 70 dòlars de diferència pels més de dotze milions de barrils diaris i estimen la dimensió del problema¹. Encara que, clarament, l'Iran necessita un preu de 115 dòlars per a arribar a aquest mateix equilibri pressupostari, està sotmés a un règim de sancions, i no disposa dels 500.000 milions de dòlars de reserves que té Aràbia Saudita, sense comptar el seu Fons d'Inversió Sobirà.

De manera equivalent, Rússia precisa un preu de 40-45 dòlars per barril per a mantindre les costes públiques en equilibri, per la qual cosa, encara que amb menys diferència, els números tampoc quadren. Això sí, la major part de productors de petroli mitjançant el *fracking* requereixen un preu per barril superior als 50 dòlars i, com queda assenyalat, bastants d'aquests productors estan fortament endeutats, mentre Rússia acumula un marge superior als 700.000 milions de dòlars entre les seues reserves d'or i de divises i els actius del seu Fons d'Inversió Sobirà.

En definitiva, és un entretingut joc geopolític i estratègic, especialment pervers en plena recessió mundial. Per sort, com esmenarem més endavant en aquest *Decàleg*, un acord global ha frenat aquest enfrontament... de moment.

VI.- Una última anotació sobre aquesta evolució del preu de les matèries primeres. No en resulta positiu el descens per a l'economia mundial? Per què preocupa i per què fem el color roig, indicant un comportament altament negatiu, en el nostre semafor de situació? Al cap i a la fi, sempre s'ha afirmat que, encara que els guanys d'un (importadors) davant menors preus representen la pèrdua d'uns altres (exportadors), com els primers, generalment països desenvolupats (als quals cal sumar a la Xina i l'Índia) consumeixen i inverteixen més que els segons, aquestos menors preus dinamitzen l'economia mundial. Però hi ha diversos arguments que actuen, en aquest cas, en sentit contrari:

- Les fluctuacions extremes en els preus de matèries essencials generen encara més incertesa en un moment en què aquesta ja és un last per a l'economia mundial.
- En un moment de paràlisi de la demanda, l'aprofitament dels preus baixos és notablement menor, tant per a la indústria com per als ciutadans (un record a tots aquells conductors que han lamentat les últimes setmanes que, per a una vegada que el preu dels carburants cau de manera apreciable, no estan autoritzats a agafar el cotxe excepte en circumstàncies molt concretes).

¹ Les dades que s'ofereixen són mitjanes aproximades de diferents tipus i qualitats de cru. Els preus en el mercat varien sensiblement segons el tipus (Brent, WTI, Dubai) i qualitat (nivell de sulfur en particular). El petroli saudita, per exemple, és generalment d'alta qualitat.

- Els països exportadors, en general, depenen de manera crucial de la font d'ingressos que constituïska l'exportació de matèries primeres. Sense aquest factor, economies ja en crisi poden simplement descompondre's. I formen una part no insignificant de l'economia global.
- Els sectors extractiu i de distribució de matèries primeres, sobretot el petroli, tenen un considerable pes als països occidentals i emergents, a través de companyies multinacionals. Aquests sectors solen disposar de línies de finançament bancàries de rellevància. Problemes de sostenibilitat en aquells sectors podrien traslladar-se al sistema bancari internacional, una cosa gens convenient en les circumstàncies actuals.
- Si algun dels grans productors ha de recórrer a la venda d'actius de manera apreciable (de les reserves directes del país o dels Fons d'Inversió Sobirans) per a poder sostindre les seues economies, actius habitualment mantinguts en els mercats occidentals (tant públics com privats), podrien generar-se turbulències financeres addicionals.

En definitiva, preus moderats de les matèries primeres són un plus per a l'economia global; preus d'enderrocament, després d'una caiguda abrupta, són perniciosos.

VII.- La gravetat extrema de la situació està colpejant de manera descarnada a bona part de l'aparell productiu global, singularment a Occident. Convé assenyalar ací que, malauradament, un nombre considerable d'empreses i de sectors es troben en una situació financera innecessàriament fràgil al final del cicle expansiu. Aquesta feblesa prové d'un volum extrem d'endeutament (el 2019 es va emetre deute per part d'empreses no financeres per valor de 2,5 bilions de dòlars, un rècord històric) que no està lligat a un increment de la inversió productiva (més aviat feble, excepte a Àsia), sinó a un majúscul augment en el pagament de dividends i recompra d'accions, així com a processos de fusions i adquisicions habitualment no gaire ben calibrats, quan no directament una decepció per als accionistes.

Per descomptat, el nivell excepcionalment baix dels tipus d'interés, pràcticament a qualsevol termini, ha fomentat aquestes emissions de deute, amb especial esment a la corresponent a deute amb qualificació d'especulació, més comunament coneguda com a “bons porqueria”. Heus ací un d'aquestos costos de les polítiques monetàries llargament i creixentment expansives. Un altre, difícil de precisar, és el relatiu al manteniment d'empreses sense viabilitat en condicions normals, sostingudes artificialment amb diners barats renovats una vegada i una altra. És una situació coneguda com a *evergreening*. El problema, al marge que aquestes empreses acaben caient i arrossegant incobrables majors, és que suposen un obstacle per al sorgiment de nous projectes, més productius i competitius, en els seus respectius sectors.

És summament probable que, sense aquestos dos elements, haguérem arribat, a nivell global, amb una estructura empresarial més sòlida a l'actual situació.

VII.- La regla marcada des de l'inici de la passada Gran Recessió, i que ha continuat de manera ininterrompuda des de llavors, és que qualsevol dificultat econòmica s'intenta solucionar recorrent a la política monetària. La crisi del coronavirus no seria una excepció². No obstant això, però, aquesta vegada, els Bancs Centrals occidentals van tindre serioses dificultats per a convèncer que, recorrent a la ja gastada expressió encunyada per Mario Draghi, “farien el que fóra necessari” per a salvar les respectives economies. És més, els mercats financers van penalitzar amb extrema contundència el que van entendre com una resposta inicial insuficient.

De fet, en primera instància, es va optar per reafirmar el tenor de la política vigent a l'inici de l'any. D'una banda, tipus d'interés extremadament baixos, reforçats amb alguns descensos addicionals (dins del quasi nul marge existent), com es mostra en el *Gràfic 3*. Segon, manteniment o increment moderat de les adquisicions d'actius, públics i privats, dels tipus ja objecte de compres massives des de la Gran Recessió, i, en alguns casos (el Japó, Eurozona) encara en marxa. Tercer, reafirmar que aquesta política marcadament expansiva es prolongaria en el temps. Quart, sol·licitar als Governos que assumiren la seua responsabilitat via mesures fiscals. Tot resulta bastant lògic.

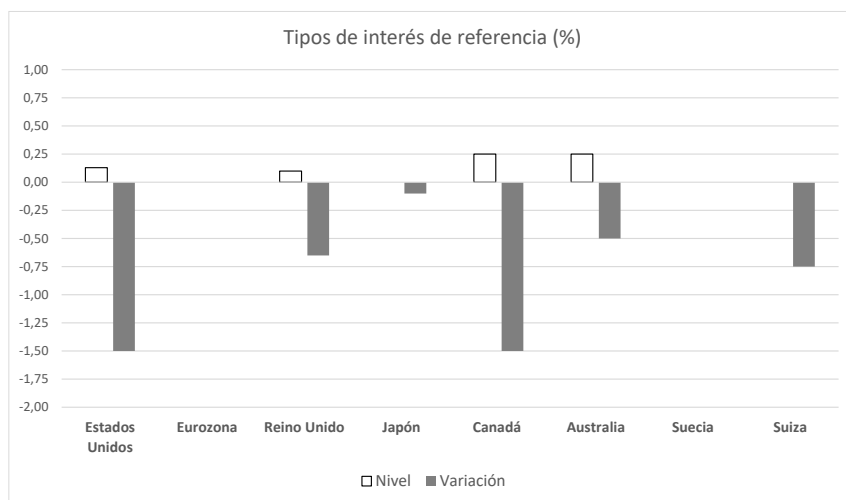
La resposta en els mercats financers? Apocalipsi en les Borses i venda massiva de deute públic, fins i tot dels països principals³. Què hi havia fallat? D'una banda, el problema no estava en el preu dels diners; les

² Per a un seguiment actualitzat de les mesures macroeconòmiques adoptades per 193 països, tant monetàries com fiscals, canviàries, de balança de pagaments o macroprudencials, es recomana consultar la recopilació oferida pel Fons Monetari Internacional en <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19>.

³ Cal tindre en compte, això sí, que part d'aquestes últimes van ser un intent de grans fons d'inversió per aconseguir liquiditat per a tancar les pèrdues patides en altres mercats davant les ordres dels inversors minoristes finals perquè es liquidaren les seues posicions (*fire sales*).

reduccions de tipus no tenien la menor utilitat. D'altra banda, els volums d'adquisició d'actius previstos pels Bancs Centrals no permetrien cobrir ni remotament l'increment del deute que havien d'emetre els Estats per a contrarestar la crisi. A més, els inversors esperaven que les adquisicions s'ampliaren a altres segments dels mercats, crítics per al finançament de moltes empreses i que, pel seu major risc, havien col·lapsat.

Gràfic 3.- Tipus d'interés. Selecció d'economies desenvolupades
(Nivell a 15 d'abril de 2020; variació des de desembre de 2019 fins al 15 d'abril de 2020)



Font: elaboració pròpia. Dades: Bancs Centrals

Però els banquers centrals del segle XXI, els “herois” de l'última recuperació, no són subjectes pacífics que acceptarien un nou paper de malvats. I la solució era senzilla: tot Banc Central com cal havia de convertir-se en el Banc Central del Japó, i tot president de Banc Central, en Haruhiko Kuroda, màxim responsable de l'autoritat monetària nipona. I així ha sigut. Es compra de tot, a qualsevol termini, en qualsevol mercat, amb poca consideració pels riscos a mitjà termini, i si la quantitat no és suficient, es controla també el preu, com el del deute públic fins i tot a llarg termini. Potser aquesta última asseveració és exagerada, però poc, la veritat. Així, només els quatre principals Bancs Centrals Occidentals (Reserva Federal dels Estats Units, Banc Central Europeu, Banc d'Anglaterra i Banc del Japó) han anunciat adquisicions d'actius, només el 2020, per valor d'uns 5 bilions de dòlars (més del doble que en el pitjor moment de la Gran Recessió). Això inclou el terme “compres il·limitades”, per part del Banc d'Anglaterra, les compres de paper comercial per part dels dos bancs anglosaxons, l'entrada en els mercats de bons municipals, de productes estructurats de risc no menys que moderat i, fins i tot, de bons porqueria per part de la Reserva Federal o l'inequívocament denominat *Pandemic Emergency Purchase Program* per part del BCE, amb compres per valor de 750.000 milions d'euros de deute públic i privat (addicionals a les quals es continuaven fent i la reinversió de la vençuda), i, tant o més important, no sense certa dificultat, eliminant els límits que, fins ara, impediéssin assossegat les compres cap a actius de països determinats.

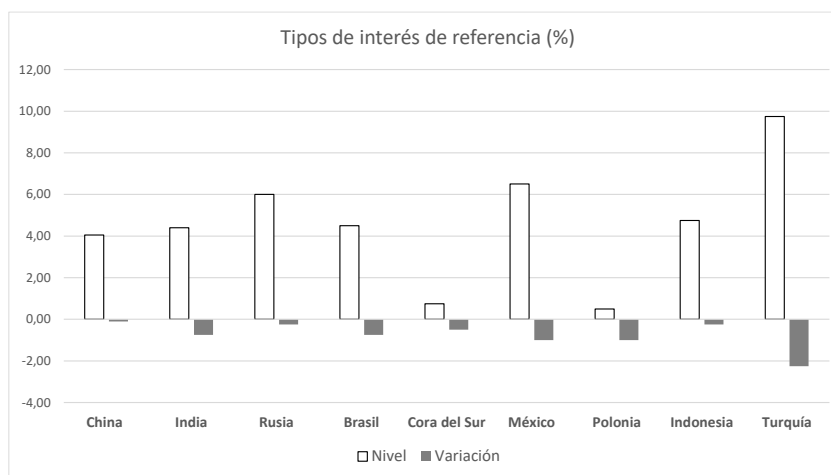
La veritat és que l'enumeració completa de les mesures adoptades en les últimes setmanes seria interminable, però avaluarem en el nostre *Al Microscopi* els elements adequats de les grans línies seguides. Per descomptat, la satisfacció dels mercats, plasmada en recuperacions amb pocs precedents pel que fa a magnitud i velocitat, expressa la conformitat d'aquests amb aquesta segona onada d'actuacions enfront de la crisi dels Bancs Centrals.

Mentrestant, no convé oblidar que els banquers centrals de la resta del món també tenien armes monetàries per jugar. La primera, certament, la reducció dels tipus d'interés de referència, amb un marge ostensiblement major que els seus col·legues occidentals. No obstant això, com mostra el *Gràfic 4* per a una selecció d'economies emergents que serveix d'exemple, han sigut relativament tímids en l'exercici d'aquesta possibilitat. I n'hi ha raons, en les quals abundarem més tard en aquest mateix Decàleg: l'hemorràgia en forma d'eixida de capitals que han patit en el primer trimestre de l'any i l'excés d'endeutament en dòlars de bona part del món emergent i en desenvolupament desaconsellen qualsevol moviment que allunye el capital estranger i devalue la moneda nacional. El “pecat original” torna a crucificar els països no desenvolupats. Recordem que aquest concepte fa referència al problema de l'endeutament en una moneda aliena, generalment el dòlar, per a

beneficiar-se de tipus d'interés més baixos que els possibles emetent en moneda nacional i l'accés a un major *pool* d'inversors. El problema és que, si el dòlar s'aprecia de manera considerable respecte a la moneda nacional, retornar el deute, per a països o empreses que tenen els seus ingressos en aquesta moneda nacional, es complica molt seriosament.

En el cas de la Xina, al marge que la influència del Banc Central sobre el crèdit es produeix més mitjançant directrius específiques i via requeriments de reserves que via tipus d'interés, els seriosos problemes del sistema financer xinès amb els préstecs incobrables han forçat la prudència en l'expansió monetària.

Gràfic 4.- Tipus d'interés. Selecció d'economies emergents
(Nivell a 15 d'abril de 2020; variació des de desembre de 2019 fins al 15 d'abril de 2020)



Font: elaboració pròpia. Dades: Bancs Centrals

En tot cas, a aquestes reduccions de tipus d'interés, si es volen moderades, s'hi ha sumat, i això sí que és nou en molts casos, l'inici de l'adquisició massiva de deute públic, encara que en quantitats de desenes de milers de milions en lloc de centenars, com ara als països desenvolupats. Així ha passat des de Polònia a Colòmbia, des de Filipines a Sud-àfrica, i on aquesta actuació no era legal (el Brasil, República Txeca), els Bancs Centrals han demanat que se'ls habilite aquesta opció. Aquesta vegada, l'expansió quantitativa és global.

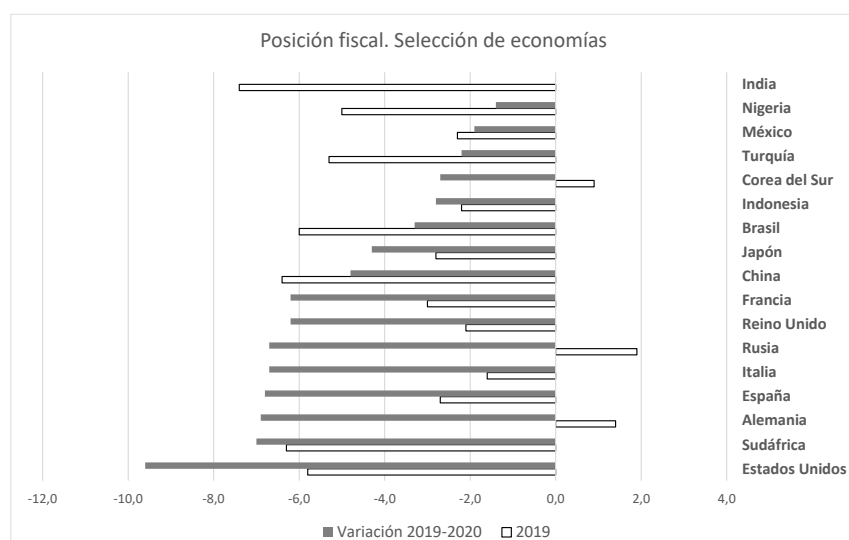
VIII.- En el nostre Informe de l'últim trimestre de 2019 apuntàvem una tendència positiva en relació al protagonisme que la política fiscal, sobretot a Occident, s'aprestava a adoptar per a estimular unes economies llavors ranquejants. El debat entre la prudència fiscal i la possibilitat d'aprofitar tipus d'interés molt baixos per a emprar la inversió pública (no la despesa corrent) com a accelerador del creixement, no sols a curt sinó a mitjà termini, semblava decantar-se a favor de la segona visió. I abans que el coronavirus ho arrasara tot, aquesta visió ofería ja alguns senyals de concreció en països molt diversos: des dels 51.000 milions de \$ d'inversió en infraestructures (habitatge inclòs) a Corea del Sud, als 1,4 bilions de \$ en cinc anys del programa indi de millora de les xarxes de connexió físiques al país, passant pels 86.000 milions d'€ d'inversió alemanya en la xarxa ferroviària i, encara que són incipients, els nous programes estructurals impulsats per la Comissió Europea, des del dirigit a la lluita contra el canvi climàtic (inversió anunciada en un bilió d'euros, encara que ací el palanquejament necessari per a aconseguir aquesta xifra engreixa molt el capital de veritat compromés) a l'orientat a la creació de nous "ecosistemes" industrials, en forma de clústers, estesos per tota la UE, en sectors d'avantguarda.

Però la successió de xocs negatius ja explicada en aquest Informe ha obligat a transformar completament el paper de la política fiscal. Primer, no hi ha debat: amb reticències majors o menors, amb acceptació o no sobre què és millor coordinar que marxar cadascú pel seu compte, els governs de gran part del món, i especialment els occidentals, s'han llançat a una expansió fiscal sense precedents en època de pau. De fet, el recurs continuat a la metàfora bèl·lica sembla confortar alguns dirigents davant la necessitat de fer fallida qualsevol norma de contenció fiscal. Recordem que, amb el consum, la inversió i les exportacions en un declivi seriós, quan no en caiguda lliure, només la despesa pública, amb el suport cada vegada més rotund ja mencionat dels Bancs Centrals, és l'últim reducte de sosteniment de la demanda. Segon, i això és més espinós, l'esforç es concentra quasi en exclusiva en la despesa corrent, sense que s'atenga, de moment, i malgrat que George

Marshall rares vegades ha sigut tan nomenat⁴, a la necessitat d'establir un programa d'inversions que permeta recuperar el creixement a mitjà i llarg termini.

El conjunt d'actuacions, l'oportunitat de les quals valorarem també en el nostre *Al Microscopi*, inclouen, en programes bastant diversos segons els països: subsidis directes i indirectes a individus i empreses; provisió gratuïta de serveis essencials durant la duració de la crisi; suspensió del pagament, o ajudes per a aquest, de lloguers i/o hipoteques; pròrrogues en el pagament d'impostos, així com concessió de préstecs i, en menor mesura, ajudes a fons perdut. Aquestos programes s'han orientat a treballadors per compte d'altri, autònoms, Pimes, i grans empreses. S'han establert, amb caràcter genèric o condicionat al sector productiu, l'impacte diferencial de la crisi o la dimensió de l'activitat. Els objectius bàsics han sigut protegir als grups de població més vulnerable, sostindre l'ocupació i permetre la supervivència de les empreses. Més indirectament, procurar que un al·luvió d'impagats no arrase el sistema bancari, la solidesa del qual serà necessària per a la recuperació. L'enumeració de les mesures seria, novament, interminable⁵. Calibrar-ne l'impacte seria molt complicat, tant en resultats com en el cost. Però, sobre això últim, avancem les previsions del Fons Monetari Internacional (veure *Gràfic 5*). Són les que emprarem en un parell de punts d'aquest *Decàleg* ja que estacten de les més recents en el moment de redacció del present Informe. Probablement, l'FMI s'ha quedat curt en avaluar l'increment final del dèficit, però ens pot servir de referència. Cal remarcar també la innecessàriament incòmoda posició fiscal, amb números rojos de rellevància, per a diversos països desenvolupats (entre ells, Espanya), tenint en compte que estàvem al final d'un cicle expansiu. La situació era fins i tot pitjor per a la majoria dels grans països emergents, encara que certament, en algun d'aquestos, la situació econòmica general no era favorable abans del coronavirus⁶.

Gràfic 5.- Saldo pressupostari (% del PIB). Selecció d'economies
(Nivell el 2019; variació entre 2019 i 2020)



Font: elaboració pròpia. Dades: Previsions Fons Monetari Internacional (WEO, abril 2020)

Cal remarcar que la intensitat de la resposta ve donada pel marge pressupostari existent, però també per l'existència o no d'un Banc Central amb la credibilitat suficient com per a comprar deute de manera massiva sense posar en risc el valor de la moneda ni provocar la fugida de capitals. Els Estats Units resulta el cas més obvi, però també les economies sota el paraigua del BCE se situen entre les que es permetra major deterioració en els comptes públics. La Xina, encara que veurà un insòlit nivell de dèficit de dos dígits el 2020 (i, possiblement, el 2021), ha articulat mesures fiscals menys intenses que les que va emprar durant la Gran Recessió, en bona

⁴ George Marshall, Secretari d'Estat dels Estats Units entre 1947 i 1949 va ser el gran impulsor d'un, per a l'època, colossal estímul de 17.000 milions de \$, finançat pels Estats Units i dirigit a la reconstrucció econòmica europea després de la Segona Guerra Mundial, diners que es va invertir entre 1948 i 1951. Marshall va rebre el Premi Nobel de la Pau el 1953 pel seu lideratge en aquest programa. Potser, promentent aquella recompensa, es trobaria un nou líder per a promoure una iniciativa semblant, aquesta vegada finançada de manera conjunta per múltiples països.

⁵ Vegeu la recopilació del Fons Monetari Internacional ja esmentada en la Nota 2.

⁶ Per al lector observador, subratllaré que l'atorç saldo pressupostari indi de 2019 no empitjorà en absolut, segons l'FMI, malgrat reduir en dos terços el creixement econòmic que espera per al país i malgrat els programes d'ajuda anunciats pel govern de Narendra Modi als seus ciutadans i a les seues empreses, encara que siguen molt més modestos que els d'altres països.

part per l'extrema feblesa de la posició fiscal dels governs regionals i locals. Hi ha casos, com el de Sud-àfrica, en el qual, amb independència que el país li ho puga permetre, la deterioració fiscal serà brutal, i les conseqüències socioeconòmiques no ho seran menys.

IX.- I aquesta última anotació ens condueix al següent aspecte a tractar en el nostre *Decàleg*. Oblidar en el conjunt d'actuacions de resposta a la crisi als països en desenvolupament i els emergents de menor nivell de renda seria un error de proporcions majúscules. Sembla que les nacions desenvolupades del G-20 s'han sumat a la ràpida resposta del Banc Mundial i el Fons Monetari Internacional per a començar a habilitar mesures, tant d'ajudes directes com de dilació en el pagament del deute, amb possibles condonacions, almenys parcials.

Són països de rendes mitjanes-baixes, baixes o simplement paupèrrimes, amb sistemes sanitaris als quals aplicar l'adjectiu "precaris" seria molt generós. Les seues economies, sovint dependents de l'exportació de matèries primeres, s'estan veient privades d'ingressos per l'enfonsament de la demanda global. No hi ha possibilitat de substitució mitjançant la demanda interna o la dels països veïns, que solen estar en una situació similar. El servei del deute extern absorbeix percentatges inadequadament alts de les exportacions encara abans de la reducció actual d'aquestes, i això considerant que desenes dels països més pobres del món han estat o estan acollits al Programa per a Països Pobres Altament Endeutats, que ha estat facilitant l'alleujament, en major o menor mesura, de la càrrega del deute. Ha d'afegir-se, a més, encara que per descomptat aquest factor afecta més les economies emergents que les subdesenvolupades, que fins a 120.000-130.000 milions de dòlars de capital privat han eixit del món no desenvolupat en els primers tres mesos de l'any, una fugida que no es va contemplar ni tan sols durant la Gran Recessió.

En aquestes circumstàncies, confiar que el virus tindrà un impacte baix gràcies al clima càlid i humit, o a la baixa edat mitjana de la població, és, mai millor emprat el terme, un brindis al sol. Fins i tot, encara que l'impacte sanitari no siga significatiu, l'impacte socioeconòmic de la recessió mundial ja es deixa sentir en aquestes economies. Benvinguda siga la disponibilitat de les quotes que els corresponen com a membres del FMI. També les ajudes concretes aprovades pel Banc Mundial i alguns països desenvolupats. Però no són suficients. Cal esperar que altres iniciatives es concreten prompte. Inclourem algunes reflexions sobre aquest tema en el nostre paquet complet de mesures per a la crisi posteriorment. El cost humanitari i socioeconòmic, així com, per a qui el vulga contemplar des d'una perspectiva més nacionalista, la dimensió dels fluxos migratoris que poden derivar-se d'un col·lapse total del món en desenvolupament, serien difícilment gestionables.

X.- Potser hem d'esperar a un nou 3 d'abril per a això. En aquella jornada es van dut a terme, no sense abans passar per múltiples debats, acusacions i desvergonyiments, dues actuacions coordinades sens dubte positives per a la resposta davant la recessió. D'una banda, l'acord entre Aràbia Saudita i Rússia, emmarcat en un compromís global del G-20, permetia l'estabilització del mercat del petroli, a preus que representaven la meitat dels vigents abans de l'esclat de la crisi, però el doble del mínim que havien aconseguit. Els dos països es comprometien a retirar fins a 10 milions de barrils per dia del mercat, i mantindre retallades menors i decreixents a mitjà termini. Sumat als tancaments d'explotacions ja causats pels preus ruïnosaos, alguns compromisos de contenció d'altres productors i la promesa de països consumidors a incrementar les seues reserves estratègiques, l'impacte global en el mercat és el d'una correcció de l'oferta de 15 milions de barrils al dia. Lluny de la caiguda de la demanda, sí, però la veritat és que aquesta només pot recuperar-se des del màxim de mesures de paralització de l'activitat, que, amb perspectiva temporal, probablement acabarem datant a l'abril de 2020.

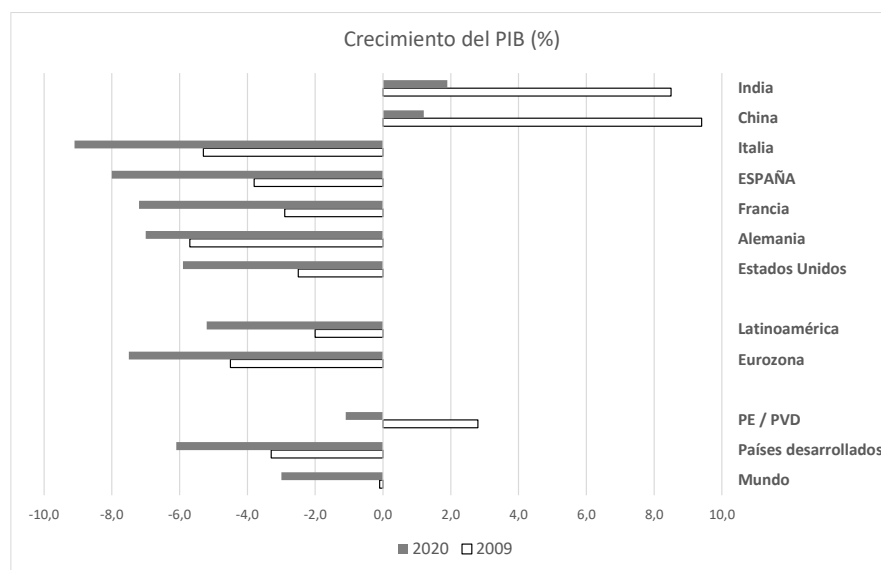
En la mateixa jornada, els 27 països de la Unió Europea acordaven articular un programa d'emergència de 540.000 milions d'€ per a pal·liar i revertir les conseqüències més immediates de la crisi, amb especial atenció a la desocupació. Un fons específic per a compensar els països més danyats per aquest (100.000 milions d'€) se suma al recurs a la possibilitat de recórrer al crèdit del Mecanisme Europeu d'Estabilització (240.000 milions d'€) i l'augment de les actuacions del Banc Europeu d'Inversions (200.000 milions d'€). És cert que no hi ha mutualització de deute, però la condicionalitat és escassa, no hi ha quotes nacionals, els diners estan ja disponibles... i el BCE està absorbint deute públic a plena màquina, sobretot italià, espanyol i francès. Compararem en l'última secció de l'Informe aquest paquet d'actuacions amb altres alternatives, especialment els "Coronabons" (despropòsit de nom, la veritat), però resulta d'allò més estrany que les majors traves a aquesta resposta a curt termini s'hagen produït entre agents polítics, mediàtics i econòmics dels països més beneficiats. Aquest conjunt de mesures són imprescindibles ja (i encara millor per a despús-ahir). I, ja aprovades, és quan procedeix discutir sobre el futur un poc més enllà.

Res és perfecte, però algun 3 d'abril més de cooperació internacional ens vindria molt bé. Eliminació de traves proteccionistes? Recomposició conjunta d'estructures i de materials sanitaris? Programa global d'ajuda

als països menys desenvolupats?

X.- On ens deixa tot el referit fins a aquest punt? En la major recessió mundial des de la Segona Guerra Mundial. Recorrerem de nou a les previsions del FMI com a referència, ja que són les últimes aparegudes en el moment de redactar aquestes línies. S'hi ofereix un escenari central que anticipa una caiguda del PIB mundial del 3% (una dècima en el pitjor any, 2009, de la Gran Recessió). La magnitud de l'enfonsament previst en els diversos espais econòmics es pot percebre en el *Gràfic 6*. Les expectatives per al 2021 apunten a un robust rebot fins al 5,8% de creixement, que duplicaria l'aconseguit en 2019 i superaria en 6 dècimes a l'experimentat en 2010. La recuperació així percebuda dibuixaria una "O", que es precisaria a nivell global fins a l'últim trimestre del 2021 per a recuperar el PIB del 2019.

Gràfic 6.- Evolució del PIB real (%). Selecció d'espais econòmics (2009, pitjor any de la Gran Recessió, i 2020, segons previsió del FMI)



Font: elaboració pròpia. Dades: Fons Monetari Internacional (WEO, abril 2020)

Segons la nostra opinió, no hi ha dubte que el perfil apuntat pel FMI serà, amb tota probabilitat, correcte, sobretot amb la progressiva millora de la resposta de les autoritats. Seria possible esperar un descens inicial del PIB en el primer trimestre del 2020, un daltabaix propi d'una conflagració global en el segon trimestre, l'estancament en el tercer, llevat que – poc probable – hi haja algun marge perquè no es perden totalment els mesos de turisme internacional (que són els mesos d'estiu de l'hemisferi nord per a quasi tots les grans destinacions turístiques), l'inici de la remuntada en el quart trimestre d'enguany, i l'acceleració de la mateixa des del primer, amb salts interanuals (per comparació) amb pocs precedents des d'aquest primer al tercer trimestre de l'any pròxim.

Dit això, l'escenari central del FMI, des de fa més d'una dècada, i de manera incomprensible per a aquest autor des del punt de vista tècnic (els criteris polítics són una altra cosa), ha vingut sobreestimant de manera ininterrompuda el creixement econòmic que finalment s'hi ha produït. Com a compensació, en els últims anys, l'FMI opta per dibuixar una majoria d'escenaris pessimistes al voltant del central, amb algun més favorable a títol d'inventari. Bé, perquè en el World Economic Outlook d'abril de 2020, del qual provenen les previsions ací assenyalades, tots els escenaris alternatius són més negatius que el triat com a base. Mal auguri.

Caldria esperar una caiguda més pronunciada del PIB global (respecte a l'esmentat 3%) enguany i, només si la cooperació internacional s'acreeix, el virus ni rebrota ni es reproduceix, no permetem que col·lapse el món en desenvolupament i el sistema bancari internacional aguanta les pèrdues que li arribaran dels crèdits no satisfets, la recuperació pot ser d'una fortalesa similar a l'anticipada pel FMI, la qual cosa potser ens porta fins al 2022 per a restablir el PIB previ a la crisi. Desafortunadament, l'ocupació requerirà més temps, com sempre. Certament, aquesta recuperació serà molt dispar segons les economies.

I per a Espanya? L'FMI augura una caiguda del PIB del 8% per a aquest any, amb recuperació del 4,3% el 2021. La desocupació superaria el 20% enguany, per a baixar un pco més de 3 punts el pròxim. Espanya seria dels escassos països de rellevància amb un descens del nivell mitjà de preu enguany (tres dècimes, enfront d'un increment de set l'any que ve). El dèficit públic arribaria al 9,5% del PIB el 2020, enfront d'un 6,7% el 2021.

I, molt interessant, encara que s'ha perdut un poc per a la majoria entre les xifres de (de)creixement i dèficit, l'FMI prediu que Espanya augmentarà el superàvit per compte corrent tant aquest exercici com el pròxim.

Anem per parts. Amb tot el què s'anuncia relatiu a un molt gradual retorn a la normalitat (relativa), la pèrdua total de la temporada turística, el colp diferencial de la crisi sobre activitats molt intensives en ocupació, en un mercat laboral de per si mateix disfuncional, la pèrdua de rendes de l'economia submergida, tan rellevant en el sud d'Europa i un parc empresarial, dominat per la microempresa, que viu al dia, considerem més bé optimista el conjunt de xifres oferides per l'FMI. La caiguda del PIB probablement arribarà als dos dígitos, i ha d'afegir-se la necessitat d'estendre moltes de les mesures ja en vigor per a amplis sectors la dependència dels quals, directa i indirecta del turisme, és extrema. Sumem l'aprovació d'una renda mínima de subsistència (imprescindible a curt termini però que l'experiència indica que s'estendrà, com qualsevol subsidi a Espanya, més del que s'anuncie a fixar-la⁷) i l'extensió d'alguns altres programes socials ja establerts, i la veritat és que la xifra del dèficit públic, en els dos exercicis i, en particular, el 2020, serà apreciablement superior a l'indicat per l'FMI.

La inflació, en efecte, serà virtualment nul·la, encara que una recuperació parcial del preu del petroli i alguns intents de recuperar el temps perdut (en termes d'ingressos) en sectors o espais geogràfics concrets en els quals la desaparició d'empreses puga reduir la competència, podrien suposar alguna dècima més de les assenyalades per l'FMI. Pel que fa a la desocupació, aquestes previsions, com a mitjanes anuals, del 20,8% (2020) i 17,5% (2021), poden ser sòls raonables (és a dir, que no se n'estarà per baix), però cal remarcar que això implica mesos de taxes bastant superiors.

I un últim comentari pel que fa al saldo exterior. Espanya ha signat, de manera insòlita en la història econòmica recent, set anys consecutius de superàvit per compte corrent⁸. Certament, el turisme és una part rellevant d'aquesta trajectòria. La seua transcendència en l'ocupació, i en l'obtenció d'ingressos des de l'exterior, es percebrà en plenitud quan s'hagen perdut, en bona part, enguany. I, si la por que s'ha estés a nivell global no s'aborda, la recuperació des de finals d'aquest exercici i per als posteriors pot ser incompleta. D'altra banda, l'experiència ens diu que, en una crisi greu, les importacions espanyoles cauen en picat. Això, i el baix preu dels hidrocarburs, poden compensar, almenys en bona part, la caiguda dels ingressos turístics. Suficient per a sostindre i, fins i tot, incrementar el superàvit extern el 2020 i 2021? Un servidor diria que no. Per tant, el que l'FMI està anticipant és que, fins i tot en un escenari internacional fart complicat, el sector exportador espanyol, relativament xicotet en nombre d'empreses (per a la grandària de la nostra economia), però que s'ha revelat excepcionalment competitiu en la dècada passada (sense recórrer a l'empobriment mètode de les devaluacions d'altres èpoques) serà de nou protagonista crític de la recuperació. Per descomptat, coincidim en aquest punt. Ara és necessari que, encara que òbviament les necessitats són múltiples, el suport de totes les Administracions públiques espanyoles a aquestes empreses exportadores siga tan intens com la seua competitivitat i rellevància per a la nostra economia requereixen.

Així que, en resum, per al 2020, 0% (inflació); 10% (caiguda del PIB); 15% (dèficit públic); 20% (taxa mitjana de desocupació); i, com a nota positiva, aquest superàvit per compte corrent a l'alça... i no basat només en el fet que se n'afonen les importacions.

XI.- Necessàriament, són molts els elements de la conjuntura que han sigut abordats. Però, encara que temps haurà de tornar-ne en futurs Informes, és necessari introduir tres notes breus sobre canvis estructurals que, presumiblement, s'associaran a la present crisi:

- Les empreses internacionalitzades repensaran l'estructura de les seues Cadenes Globals de Valor (CGV). Encara que finalment els successius xocs han limitat els costos de la interrupció dels subministraments de components, la fase inicial de la crisi ha demostrat que la dependència, no ja d'un país, sinó fins i tot d'una sola localització fabril, ha anat més enllà del convenient per a moltes empreses. La necessitat de duplicar els punts de producció ha d'estar en els plans estratègics. La preeminència del menor cost sobre la seguretat dels subministraments i evitar els talls de producció deixarà de ser indiscutible. La premsa mostrada per la Xina, incloent-jhi subvencions públiques i privades, a vegades de certa magnitud, per a accelerar el retorn dels treballadors als llocs de treball (província de Wuhan

⁷ No cal esmenar que el problema s'intensifica si realment pretén establir-se una renda mínima permanent, particularment si està tan escassament condicionada com certs autors i polítics defensen.

⁸ Vegeu el nostre *Al Microscopi* l'Informe d'Entorn Econòmic del 4t trimestre de 2019 per a una reflexió sobre el significat i les implicacions dels saldos per compte corrent. En el que segueix, obviem, perquè no cal esperar grans canvis sobre les posicions pròximes a l'equilibri prèvies a la crisi i les sub-balances de rendes primàries i secundàries.

al marge) per restablir l'activitat no és aliena a aquesta circumstància. Per als massa optimistes, aquest replantejament de les CGV no implica necessària ni generalment un *reshoring*, és a dir el retorn als països desenvolupats d'aquestes activitats que es relocalicen. Hi ha espais emergents en els quals relocalitzar... i que els costos siguin menys determinants en la presa de decisions no implica que deixen d'importar.

- En paral·lel a l'anterior, la tirania del *Just in time*, la producció sota demanda prèvia, la reducció al mínim dels estocs també requereixen una revisió. Es diria que més per a béns primaris i intermedis, per a components, que per als productes finals. Els costos de emmagatzematge continuaran considerant-se rellevants, però els d'interrupció de la producció i potencial pèrdua de clients possiblement pesen més.
- En un escenari molt diferent, ja que les crisis d'aquesta magnitud arrasaven amb els menys preparats en molts sectors. Es pot entendre com l'oportunitat que apareguen nous i millors empreses. És veritat. Però vist el que ha ocorregut els últims anys, un servidor té por que és més factible que la concentració de la producció en poques mans, en estructures quasi oligopolístiques (sense quasi, potser?) s'intensifiqui. Això mai han sigut bones notícies per als consumidors i per a les xicotetes empreses que conviuen (com a compradors, clients i, clarament, com a competidors) amb aquestes signatures dominants. No cal perdre de vista, per exemple, els sectors de les aerolínies i de l'automoció.

Una curiositat. Els canvis assenyalats, de produir-se, revisten caràcter inflacionista. Ho agrairan els Bancs Centrals, que continuen lluitant per elevar les taxes d'inflació, sobretot a Occident, o es preocuparan per la porta oberta al retorn a un passat oblidat en el qual la inflació era un problema?

XII.- I l'últim comentari, en aquest "Decàleg de dotze". El món canviarà dràsticament a conseqüència d'aquesta crisi. Alguns dels canvis estrictament econòmics s'han mencionat anteriorment en aquest text. Però ara voldria tancar preguntant-me si estem disposats a canviar aspectes fonamentals de la nostra civilització. No poques persones parlen de fins a quin punt serà possible continuar mostrant l'efusivitat clàssica dels llatins cada dia, per exemple. És una qüestió interessant. Però preferisc mencionar-ne d'altres:

- De veritat estem disposats a deixar arrere la democràcia liberal en favor d'un autoritarisme importat, sota la presumpció (probablement falsa, si la veritat es coneguera i/o es pren com a referència de comparació a Suècia i no a Itàlia) que són "més eficients" en la seua resposta a una crisi greu? Tan poc valorem el nostre sistema?
- De veritat creiem que un poc més de seguretat justifica la renúncia a certs drets fonamentals de manera continuada, una cosa que, almenys a Occident, sempre s'ha entès com una renúncia excessiva a la llibertat en favor de la –presumpta– major seguretat?
- De veritat acceptem el triomf del nacionalisme més groller, de tancar-se en un mateix, de la ignorància dels problemes quan no del menyspreu a l'estranger, al diferent? De veritat renunciarem a compartir idees, cultures, experiències, als moviments de béns, serveis, capitals i persones?
- De veritat substituïrem el capitalisme mixt, vigent sota models certament dispars en la realitat internacional actual, però que comparteixen principis essencials, l'únic sistema que al llarg de la història ha generat no sols creixement a llarg termini sinó vertader desenvolupament socioeconòmic? I, a més, el substituïrem per models estatistes, sustentats pels extrems de l'espectre polític, els resultats històrics del qual van ser abjectes en la vessant econòmica i pitjors encara en altres dimensions?

Sí, el coronavirus canviarà el món, però seria molt millor per a tots (o, almenys, per a la majoria) que no en segons quins aspectes.

Al microscopi.

Un programa d'actuació contra la crisi del

coronavirus

Idees per a combatre la crisi

En el nostre *Al Microscopi* d'aquest Informe revisarem una sèrie d'opcions, en múltiples àmbits d'actuació, que entenem necessàries o almenys potencialment útils per a afrontar la recessió d'excepcional magnitud que estem travessant. Certament, una part d'aquestes mesures ja s'han adoptat, mentre una altra part continuen debatent-se. Algunes podrien resultar més innovadores. En tot cas, es pretén pensar no sols en la resposta immediata a la crisi, sinó també en la recuperació a mitjà termini. Necessàriament, es posarà en qüestió part de les decisions que s'han pres aquestes últimes setmanes. Aquest programa, presentat de forma necessàriament succinta, abasta àmbits diversos. Comencem.

- **Política monetària**

Hi ha un nou acudit que pregunta quina seria la primera mesura que prendria els Estats Units en cas de produir-se una invasió alienígena. La resposta? “Reduir els tipus d'interès”. No deixa de ser una manera de representar la realitat dels últims tretze anys, aplicable no només a la Reserva Federal. En cas de problemes, siga quina siga la seua procedència, tipus al mínim i, com l'impacte d'aquest moviment, des dels nivells ja existents, és irrellevant, compra d'actius. Sense alternatives, potser no hi havia una altra solució que intentar-ho tot amb l'instrument monetari, primer amb allò ja emprat en l'anterior crisi, després amb innovacions. Una cosa així ha ocorregut, amb un rotund fracàs inicial i un èxit posterior (vegeu el punt VII del nostre *Decàleg*) en les passades setmanes.

No obstant això, un programa equilibrat de lluita contra la crisi i d'impuls a la recuperació requereix de cada pilar de les polítiques econòmiques complir un paper, i el de la política monetària ja és bastant rellevant com per a pretendre abastar-ho tot. Dit d'una altra manera, la conversió de tots els Bancs Centrals occidentals en el Banc Central del Japó comporta riscos considerables (que no deixarem de revisar amb detall en un pròxim *Al Microscopi*), a més de la constatació que és bastant dubtós que es pugui considerar un èxit la política monetària nipona dels últims lustres. Així, el nostre programa establiria les anotacions següents en la dimensió monetària:

1.- Els Bancs Centrals han de continuar garantint de manera inequívoca la disponibilitat de liquiditat en l'economia, i mantindre les línies d'actuació que estimulen el crèdit bancari. La coordinació amb la política macroprudencial és essencial.

2.- Les adquisicions d'actius privats no poden respondre al principi de comprar en tots els segments del mercat en els quals apareguen senyals de pànic. Passar del *Greenspan's put*⁹ al *Kuroda's put*¹⁰ suposa la introducció d'un “risc moral” inacceptable, que permetria als inversors operar amb una asimetria (molt més probables els guanys que les pèrdues) dirigit a prendre riscos creixents. En aquest sentit, els banquers centrals haurien de limitar-se a la presa de posicions, per termini limitat, en segments dels mercats de risc baix, la paràlisi del qual estiga penalitzant a sectors no financers de l'economia (per exemple, les estructures basades en hipoteques de qualitat, a l'estil de les cèdules hipotecàries espanyoles tradicionals). Fins i tot l'adquisició de deute a terminis mitjans i llargs d'empreses privades amb qualificació d'inversió (és a dir, amb alta probabilitat de complir els compromisos adquirits en l'emissió) és discutible, perquè suposa un avantatge en el finançament de tals empreses respecte a aquelles que no apel·len als mercats. A Europa, on els segons mercats acullen poques companyies i manquen de profunditat, és més rellevant aquesta discriminació.

⁹ Referència a les contínues intervencions del exgovernador de la Reserva Federal, Alan Greenspan, per a atallar símptomes d'alarma en els mercats amb expansions monetàries, de manera clarament asimètrica (no es produïen contraccions equivalents davant símptomes d'excessos en els mercats).

¹⁰ Aquest no és un terme de la literatura econòmica, com l'anterior, sinó una mera analogia de l'autor en relació a les intervencions massives en tots els mercats del Banc Central del Japó (BoJ), especialment sota l'actual governador. El balanç del BoJ excedeix el 100% del PIB japonès, continua creixent, i fa impensable que pugui retirar-se mai ni del mercat de deute públic ni, fins i tot, de la Borsa. Aquesta és la dependència dels mercats de les compres del BoJ.

3.- En relació a les compres de deute públic, certament, i arran de la Gran Recessió, els Bancs Centrals han arribat per a quedar-se. Juntament amb la *forward guidance* (o bestreta als agents de l'orientació futura de la política monetària), aquestes adquisicions són les mesures de política monetària no convencional que es esdevindran convencionals. No obstant això, això no implica que els Bancs Centrals hagen de convertir-se en l'instrument d'eliminació de restriccions a la política fiscal (el que, per cert, és fàcil sostindre que ocorre des de fa anys en el cas japonès). Ha d'haver-hi justificació, basada en l'excepcionalitat, perquè aquestes compres es facen.

I, per descomptat, estem a una d'aquestes situacions que ho exigeixen. En la quantitat que siga necessària per a remuntar la crisi. En el cas del Banc Central Europeu, el seu *Pandemic Emergency Purchase Program*, sumat a les compres ja previstes, permetria absorbir amb folgança tot deute emés pels governs de l'Eurozona en el combat fiscal contra el coronavirus. Això sí, el recurs a l'endeutament serà diferent segons el país, perquè l'impacte sanitari, social i econòmic ho serà. Per això, el BCE ha d'ignorar, almenys durant dos anys, els límits autoimposats sobre el màxim percentatge de deute públic de cada membre de l'Eurozona que pot acumular, així com la clau de capital en les seues adquisicions, és a dir, el fet que les compres que realitza havien de mimetitzar en la seua distribució el pes que cada soci té en l'Eurozona.

4.- Per descomptat, si es vol reconèixer l'excepcionalitat de l'actual situació, i aquesta seria una aproximació nova al problema del nou deute generat, es podrien fer emissions específiques, en les quantitats requerides per a combatre aquesta crisi, i estructurades com a deute perpetu, amb tipus d'interés lligat a la inflació. Amb això s'aconseguiria:

- * En la mesura en què el capital no hauria de retornar-se, no es penalitzaria cap govern per un esdeveniment sobre el qual manquen de responsabilitat o control.

- * És poc probable que la quantitat de diners addicionals injectats provocara un rebrot inflacionista, però, en tot cas, lligant el cost d'aquest deute a la taxa d'inflació, s'alinea els governs amb l'objectiu d'estabilitat de preus dels Bancs Centrals.

- * Amb un cost del deute igual només a la taxa d'inflació, seria senzill a partir del segon any, ja superada la crisi, generar recursos per a satisfer aquest cost.

- * Considerant els baixíssims tipus d'interés, fins i tot a terminis molt llargs, del deute públic de les principals economies, aquest deute perpetu podria ser atractiu per a no pocs inversors privats, sota el compromís dels Bancs Centrals de prioritzar l'adquisició d'aquest sobre qualsevol altra emés pels governs corresponents.

- * Amb aquestes condicions privilegiades d'emissió, lògicament hauria de ser un organisme independent dels governs el que avalara que l'objecte d'aquest endeutament correspon, en efecte, a la lluita directa contra el virus i les seues implicacions socioeconòmiques. A la UE, no n'hi ha dubte, la Comissió Europea seria l'òrgan, i aquest hauria de ser el requisit de condicionalitat establert als Governos. Un límit temporal al programa seria també aplicable.

5.- Pensant en el món emergent, seria desitjable una extensió, fins on fóra factible en termes de risc assumible, dels *swaps* de divises entre el Reserva Federal i altres Bancs Centrals. Encara que aquestes línies per a garantir-hi la disponibilitat de dòlars ja existeixen en bona part de l'OCDE i en alguns països emergents, i han sigut ampliades recentment, possiblement podrien estendre's a autoritats monetàries ara excloses.

6.- Finalment, i seguint amb aquests països emergents (i en desenvolupament, encara que les opcions d'aquests últims són molt limitades), els Bancs Centrals han de continuar gestionant amb prudència les reduccions de tipus d'interés i les adquisicions de deute públic. Aquest suport és també necessari per a aquestes economies, però no ha de perdre's de vista la urgència de mantindre i, fins i tot, de recuperar, el capital privat que n'ha eixit, i per a això ha d'evitar-se, com siga possible, la depreciació de les respectives monedes. D'altra banda, sempre és delicat tirar mà, on n'hi ha, de les reserves de divises, però com s'ha fet des de Rússia a Mèxic, des del Brasil a Egipte, el moment d'usar-les, precisament per a contindre depreciacions significatives, és en períodes de crisis. Sempre amb prudència, però, si és no ara, quan?

Tornarem després amb els països en desenvolupament.

- **Política canviària**

Cada país, desenvolupat o emergent, actuarà en la mesura de les seues possibilitats en l'àmbit

monetari. Els primers, amb pocs entrebancs, Els segons, amb la vista posada en l'evolució de les seues divises. I això ha de ser tot. L'últim que es precisa és una nova "Guerra de Divises", com la relatada en el nostre primer Informe Trimestral.

- **Política fiscal**

Ja hem avançat en el punt VIII del nostre *Decàleg de situació* el perfil general del comportament de la política fiscal des de l'inici de la crisi. Aquesta vegada, els dubtes es van evaporar prompte perquè, sense una expansió fiscal majúscula no hi ha eixida possible de la cova en la qual s'ha submergit l'economia mundial. Això mereix un comentari previ, que el lector pot ometre sense problemes si vol centrar-se en les propostes i l'avaluació.

A conseqüència de la Gran Recessió, es va estendre en certs àmbits la idea de que inacceptable era que els governs es veren forçats a actuar per al rescat d'un sector privat els excessos del qual havien conduït a una crisi monumental. No semblava importar molt que la major part d'agents privats de les economies no tingueren res a veure amb la crisi, excepte per patir-la. Tampoc que la totalitat dels reguladors del sistema, que van tolerar els excessos que sens dubte es van cometre en el sector financer, així com els Bancs Centrals que van alimentar tals excessos amb tipus d'interés massa baixos, foren institucions públiques. Per no parlar dels mateixos governs, les normes fiscals dels quals (des de les subvencions a l'habitatge fins al favorable tractament del deute respecte al capital) van contribuir a l'escalada de certes bombolles d'actius. Encara és més irònic que siga Espanya un dels països on més s'ha comprat aquest relat, precisament un dels llocs on el segment del sistema financer afonat, que tant de mal va generar a l'economia i a la credibilitat internacional d'aquesta, estava en mans de gestors públics (caixes d'estalvis), no privats.

Però en les últimes setmanes comença a rondar, amb certa discreció encara, un nou relat semblant per a la indignència intel·lectual del qual (com a poc) no és fàcil trobar precedents. Heus ací que el sector públic ha de rescatar novament un capitalisme el sector privat del qual col·lapsa. És a dir, que els Governos, sens dubte en l'exercici de les seues legítimes competències conferides pels ciutadans en les societats democràtiques (i les seues no tan legítimes competències acte assignades als països no democràtics), i en cerca de millories per als seus països, ordenen el tancament de gran part del sector privat. I s'aprofita aquesta paràlisi, ordenada des del sector públic, per a defensar que el capitalisme ha tornat a fallar i que millor que els Governos ho dirigisquen tot. Sense paraules.

Tornem amb el programa de propostes.

1.- És prioritari sostindre les rendes de tots aquells apartats del mercat laboral per la crisi, especialment els grups en situació més precària. Però, a més, cal estendre aquesta ajuda als qui no participaven en aquest mercat laboral, o el feien de manera irregular en l'economia submergida. Aquest és un tema estructural a resoldre, per exemple, al sud d'Europa, però no és el moment. Quan l'anterior pot aconseguir-se amb ajustos interns en l'ocupació, i pagant part substancial dels salaris amb diners públics, de manera sostinguda fins que es reinicie l'activitat, així ha de procedir-se. En els casos en els quals aquesta ocupació no existeix, una renda mínima vital ha d'introduir-se immediatament, encara que haja de ser limitada, probablement durant no més de quatre a sis mesos. En la nostra opinió, una renda mínima permanent incondicional o escassament condicionada constituiria un error monumental, devastador en termes d'incentius i del missatge transmés a la societat, per no esmentar-ne el cost. Ho podem discutir, si és el cas, en Informes futurs.

Preferiblement, aquesta renda mínima vital temporal hauria d'absorbir la resta d'ajudes provisionals que s'han implementat progressivament en diversos països, amb l'excepció del cost de l'habitatge, per a la qual el pagament, de lloguer o d'hipoteques pot posposar-se almenys un trimestre i repartir-se durant un període posterior no inferior a l'any. Un crèdit pont per als propietaris que lloguen els pisos evitaria que aquestos estigueren penalitzats fins que recuperen l'import posposat. El retard en uns pocs terminis en les hipoteques pot ser absorbit pels bancs, als quals després ens referirem. Recordem que tot l'anterior es limitaria a aquelles persones especialment vulnerables, en gran manera a conseqüència de la crisi.

2.- És no menys prioritari sostindre l'aparell productiu del país. Si aquest cau, no hi haurà recuperació. Empreses de tota dimensió i treballadors autònoms han de poder-se beneficiar, en funció del grau de la seua pèrdua d'ingressos, d'un diferiment fiscal, així com de crèdits avalats pel Govern, la devolució del qual comence a produir-se no abans dels sis mesos de la seua concessió, i a tipus d'interés que no haurien d'excedir els de finançament del deute públic més un diferencial modest, per la labor del sistema bancari, essencial en l'articulació d'aquestos crèdits. Cal assenyalar que l'accés a aquestos estaria restringit a empreses que foren

viabls abans de la crisi, i els bancs són actors privilegiats en aquesta determinació.

Com en el cas de la primera sèrie de mesures, la paperassa en aquest segon bloc hauria de reduir-se al mínim requerit per a evitar frauds (en qualsevol país es produiran, no hi ha cap dubte, però això no pot ser un factor dissuasiu insalvable per a articular les mesures de manera àgil).

3.- Les grans empreses també han de poder acollir-se a aquests programes de crèdits, i part s'arribaran a beneficiar de les compres d'actius dels Bancs Centrals (als països anglosaxons, fins i tot, empreses no tan grans). Discrepem de la idea que és el moment que l'Estat entre en empreses privades de manera indiscriminada com a accionista. Si es tracta d'un intent injust d'incrementar el control dels Governos sobre les economies, és una pèssima idea. Si, en l'extrem oposat, és un intent de salvar companyies privades sense futur, sovint mal gestionades, és una nefasta opció. Per a evitar adquisicions indesitjades per tercers, com després analitzarem, hi ha opcions menys distorsionadores.

4.- En el cas particular de la Unió Europea, no necessitem actuacions conjuntes que faciliten la labor dels governs nacionals, sobretot als països més afectats per la crisi? No és el moment dels "Coronabons"? La resposta a la primera qüestió és un rotund sí, políticament, des de la perspectiva del futur de la UE, i econòmicament. Una catàstrofe a Espanya i Itàlia no deixaria ningú incòmode. Però la resposta havia de ser ràpida, amb mecanismes ja existents o ràpidament articulables. I amb condicionalitat limitada a verificar que els diners sol·licitats s'empren realment en la lluita contra el coronavirus. I això és el que es va decidir el passat 3 d'abril (veure punt VIII del *Decàleg*), amb més retard del necessari. L'obstinació d'uns (Nord) per afegir condicions de canvi estructural, probablement necessàries però que no procedien en aquest debat, i el dels altres (Sud) per mesclar mecanismes de col·laboració europea, que també han de tindre caràcter estructural, però en un moment també inadequat, han donat lloc a un retard absurd en la disponibilitat dels fons i a un debat groller, que només serveix per a augmentar el nacionalisme i, fins i tot, l'odi cap a altres europeus. Però, almenys, el paquet de 540.000 milions d'€ ja està en marxa.

I què ocorre amb els "Coronabons"? No tenen sentit en aquest marc, i no pel nom desafortunat, que ho és, sinó per tres raons de pes. Primera, la qüestió de la mutualització del deute europeu ha estat des de fa més d'una dècada subjecta a intens debat, amb pocs avanços. Pretendre resoldre-ho de la nit al dia esgrimint sobre la taula desenes de milers de morts com a argument no sols és repugnant (fins i tot més que les llastimoses declaracions que, de tant en tant, en moments de crisis i en uns altres que no ho són, tenen a bé emetre certs polítics europeus, amb particular tirada entre els holandesos), sinó que ni tan sols és un argument, ni polític ni econòmic. Segona raó, els diners es precisen amb urgència. Un programa complet d'un nou tipus de bons requereix mesos de preparació: volums, estructura del programa, òrgan responsable, mecanisme de presa de decisions, vinculació amb els deutes nacionals, avals i distribució, obtenció de ràntings, fórmules de col·locació... Els partidaris dels "Coronabons" volen disposar dels diners avançats del 2021 per a combatre la crisi del primer semestre del 2020? Doncs ja hi arriben tard. I tercer argument: els Eurobons són massa importants per a emprar-los com a mecanisme conjuntural.

En efecte, els Eurobons, aquella emissió de deute europeu amb suport conjunt per part de tots els socis, haurien de ser el mecanisme mitjançant el qual els 27 financen actuacions coordinades que responguen els reptes del futur per a Europa: noves infraestructures físiques i tecnològiques, un nou creixement respectuós amb el medi ambient, els nous ecosistemes industrials en subsectors d'avantguarda anticipats per Thierry Breton, Comissari per al Mercat Únic, un programa de suport a països en desenvolupament i gestió integral i ordenada de la migració... aquestes i altres similars són les qüestions estructurals per a les quals els Eurobons haurien de nàixer i expandir-se. I obrir camí a altres mecanismes conjunts, com en Assegurança Europea de Desocupació, que atenga desviacions de les taxes naturals de desocupació de cada país (no del nivell vigent, com alguns semblen pretendre, perquè això significaria una transferència contínua de recursos del nord cap al sud d'Europa, molt comprensiblement rebutjada per diversos països de la UE), especialment important quan els xocs patits pels membres de la UE tinguen caràcter asimètric. O completar, per fi, la Unió Bancària Europea, per al que ha de resoldre's el problema del Fons de Garantia de Dipòsits Únic, netejant inequívocament l'herència del passat i procedint -ne després a la constitució.

Potser és un somni? No haguera de ser-ho si es vol que Europa siga un dels pols rector d'un món multipolar, cosa que cap Estat europeu en solitari pot aconseguir.

- **Política macroprudencial**

Els moviments dels responsables han sigut altament pertinents en aquestes setmanes: relaxació

d'alguns criteris de ponderació del risc com a còmput per al capital, ús de fons anticíclics (en sentit expansiu, la qual cosa implica reduir o eliminar els percentatges que s'estaven aplicant en diversos països) o diferiment de la data de compliment d'aspectes reguladors en procés d'implementació exerceixen d'esquer. El colp de realitat procedeix de les limitacions (o prohibicions directament) al pagament de dividendes i recompra d'accions per part dels bancs, i advertiments sobre el pagament dels bons a l'*staff*. Encara que això provoqu Shore la indignació d'alguns agents (el soroll que estan fent els accionistes minoristes de Hong Kong de l'HSBC per la suspensió dels dividendes ordenada pel Banc d'Anglaterra és quasi entenedridor), els bancs han de mantindre posicions de capital el més sòlides possibles per a absorbir aquest risc addicional, permés a fi de sostindre el crèdit a un sistema productiu que travessa una situació crítica, esperem que només a curt termini. El suport dels Bancs Centrals és, a més de la gestió, l'altre suport perquè totes les entitats puguen capejar la situació. Una crisi bancària és l'últim que pot permetre's l'economia global en aquestos moments.

El que queda pendent, però no estaria mal començar a intensificar ja, és una regulació més intensa i més efectiva del sector bancari no financer, la grandària del qual, aprofitant l'arbitratge regulador (enduriment de la regulació sobre els bancs, laxitud per a la resta del sistema, sota l'argument que no impliquen dipositants ni tenen accés directe al finançament privilegiat rebut dels Bancs Centrals), ha passat de 100 a 180 bilions de dòlars des del 2008 al 2019. I els riscos en diversos segments del mercat no fan sinó créixer quasi en la mateixa mesura que els diners que mouen.

- **Política del mercat laboral**

Certament, no són pocs els països, incloent-hi Espanya, que requereixen reformes estructurals del mercat de treball. Però aquest tipus de reformes no poden ser una resposta a la crisi vigent. En aquest sentit, al marge de les mesures de sosteniment de rendes abans assenyalades, els mecanismes que incentiven l'ajust intern i no l'extern (és a dir, els acomiadaments) davant la crisi, són els més apropiats, almenys des de la perspectiva europea. No cal esperar als Estats Units, per exemple, una altra política que la de flexibilitat absoluta de contractació i d'acomiadament, encara que fins i tot allí part de les ajudes de l'Administració Trump estan condicionades al manteniment de la major part de les ocupacions per part de les companyies beneficiàries.

En aquest sentit, l'articulació de fórmules en la línia del *kurzerbeit* alemany resulta pertinent. Es redueixen hores treballades (en part usades per a la formació), els salaris, i una part queden coberts per part de l'Estat, que s'estalvia els subsidis de desocupació. Vista la singularitat de la crisi, l'assumpció d'aquesta cobertura salarial amb fons públics ha aconseguit un percentatge molt superior al clàssic en l'esquema alemany (o ha sigut complet), i la reducció d'hores ha sigut total. És probable que, amb una activitat i una demanda que retornaran de manera molt progressiva, el disseny d'esquemes de transició, en els quals l'increment d'hores siga progressiu, com la recuperació del salari normal i el pagament per part les empreses, resultara millor que un canvi automàtic, siga quan siga, del "model de crisi" al "model normal". Però sense experiències prèvies, no és fàcil que s'articulen aquestos esquemes intermedis.

El problema de l'absència d'un mecanisme de transició, com en els Expedients de Regulació Temporal d'Ocupació espanyols, és que, després d'un període de garantia per a l'ocupació, pugui haver-hi una sèrie d'acomiadaments. Quan es tracte d'un comportament espuri de l'empresa, poca alternativa hi haurà. Però si, com és més que probable, la majoria d'aquestos acomiadaments vénen d'un nivell insuficient d'activitat, és probable que aquestos esquemes de transició a nous tipus d'ajust intern, des dels ERTOS a la normalitat, pogueren salvar no poques ocupacions. En tot cas, esperem que la demanda, domèstica i internacional, es dinamitze bastant en els pròxims mesos com per a no patir una bac addicional diferit en matèria d'ocupació.

- **Política de sosteniment del món en desenvolupament**

En el context europeu es repeteix molt la idea que, o eixim tots de la crisi, o la Unió Europea té un futur certament complicat per davant. Podem estendre aquest tipus d'argument indicant que, a nivell global, o ixen també els països en desenvolupament de la crisi, o el futur de l'economia i la societat mundials tindrà núvols lletjos al damunt.

Com ja hem comentat en el punt IX del *Decàleg de situació*, han aparegut en les últimes setmanes diverses propostes i ja algunes actuacions, per part d'organismes internacionals, començant, com és lògic, pel Banc Mundial, i passant pel FMI i el G-20, a les quals cal sumar les de països concrets i algunes fundacions privades. Revisem aquestes alternatives i en remarquem algunes d'addicionals:

1.- Ajudes directes a curt termini per a combatre la pandèmia i els seus efectes. Imprescindible, tant en termes de recursos sanitaris com de diners en efectiu. En la mesura que siga possible, aquestes ajudes haurien de ser a fons perdut o, com a poc, a tipus d'interés propis de països desenvolupats. En aquesta categoria s'inclouria la plena disponibilitat de les quotes a les quals els països tenen dret en el Fons Monetari Internacional, en forma de Drets Especials de Gir¹¹, i amb no més condicionalitat que la destinació apropiada d'aquests fons. Això és, sens dubte, però possiblement insuficient. Possiblement resulta més ràpid i adequat ampliar el volum de liquiditat disponible per a aquests països (els desenvolupats no empraran aquest recurs) que llançar una nova i massiva emissió de DEGs. L'FMI disposa de l'equivalent a un bilió de dòlars per a prestar, i no hauria de ser timorat per emprar-ho en països emergents i en desenvolupament que el precisen.

2.- Diferiment en el pagament d'interessos per un període de temps no inferior a l'any. Per descomptat, el deute oficial, tant multilateral com bilateral, hauria d'estar inclòs. Sumar els creditors privats no necessàriament serà senzill en tots els casos, i caldria analitzar la possibilitat legal de forçar-los, encara que la persuasió moral d'organismes internacionals i de governs dels grans països pot ser molt convincent. Condonacions parcials de deute en casos extrems no se n'haurien d'excloure.

3.- Una espècie de “certificat de probitat” per part del FMI davant els mercats financers, per a països emergents i en desenvolupament que el sol·liciten, de manera que reconega explícitament l'ús apropiat i prudent de moviments de tipus d'interés, compres d'actius i ús de reserves, podria resultar un exercici de senyalització rellevant davant els inversors internacionals, i evitaria la depreciació de les divises d'aquests països.

4.- La idea de crear, per part de les institucions de Bretton Woods, un Fons per a Adquisició de Deute de països pobres en els mercats secundaris aprofitant els descomptes massius als quals cotitza aquest deute en tals mercats (no és difícil trobar situacions en les quals amb un dòlar se'n poden absorbir tres o més de deute viu), circula amb certa regularitat des de fa temps. Conceptualment és interessant. No obstant això, s'hi perceben dos problemes. El primer, és clar, d'expectatives: una vegada anunciat el Fons, el preu del deute dels països susceptibles de veure's beneficiats es dispararia fins a valors pròxims al nominal, la qual cosa resta interès a la iniciativa. El segon, a nivell polític, cal imaginar un llarg debat sobre quins països i sota quines condicions veurien alleujar-se el deute amb aquest mecanisme.

5.- Potser és més bé el moment de recuperar, amb caràcter general, una altra de les idees que ronda diversos fòrums sobre millors maneres de finançar els països en desenvolupament, especialment quan no pocs han demostrat una millora ressenyable en la gestió macroeconòmica (no tots, per descomptat). Emetre deute nou i substituir una part del vigent mitjançant bons amb remuneració lligada al creixement econòmic permetria: primer, que els inversors internacionals, en una època de pobres remuneracions en el món desenvolupat, compartiren la bonança d'aquells països emergents i en desenvolupament quan aquests creixen de manera robusta, cosa que no és excepcional. Segon, aquests països quedarien lliures del pagament d'interessos en els períodes baixos del cicle (concepte que no hauria d'aplicar-se només quan estigueren sumits en la recessió).

- **Altres mesures**

Encara que les idees poden multiplicar-se, és ja moment de tancar aquest prolix programa d'actuacions davant la crisi del coronavirus. Fem-ho amb algunes anotacions addicionals:

I.- Òbvia dir que l'emergència sanitària que estem travessant reclama, a més de posar tots els mitjans per a combatre el virus i posteriorment controlar-lo (la vacuna tan desitjada), una reavaluació dels recursos disponibles, de manera nacional i global, per a afrontar possibles reedicions del problema, molt factibles en el món global. Aquests esforços, en mitjans de prevenció, de tractament, de professionals de qualificats i, per descomptat, d'investigació, haguera de tindre un caràcter global i sustentar-se sobre

¹¹ Els Drets Especials de Gir (un altre nom poc atractiu) és la “moneda” del FMI. Conformada com una cistella de les principals divises (US dòlar, euro, lliura, ien i renminbi), els països en paguen la seua quota anual al FMI i, en funció de la quota, tenen dret a rebre liquiditat en aquesta “moneda”. És clar que els països més pobres tenen quotes menors, concordes a la seua renda i, per tant, el que poden rebre està limitat.

una col·laboració públic-privada, dues característiques que s'observen en pocs àmbits (l'aeroespacial en seria un).

II.- Hi ha una comprensible preocupació per la possibilitat que determinats agents prenguen posicions significatives en empreses occidentals aprofitant l'enfonsament del valor de les seues accions. Generalment, amb un cert eufemisme, es fa referència, per exemple, a “empreses no europees amb suport estatal”, quan s'està pensant de manera inequívoca en companyies xineses. També s'ha deixat caure la idea que els governs occidentals prenguen posicions en les empreses en risc de patir aquestes entrades de capital hostil.

Com ja s'hi ha mencionat abans, no hi ha cap necessitat de tal presa generalitzada de posicions per part dels governs. Segur que aquestos fons poden utilitzar-se millor. La prohibició directa d'aquesta presa de posicions o la reedició de les “accions d'or”, que permetera els governs vetar de manera temporal les adquisicions d'un nombre rellevant d'accions en els casos que s'estime pertinent, són mecanismes igual o més contundents i menys complicats de revertir, i eviten temptacions de prolongar aquesta presència de l'Estat en empreses privades. Per descomptat, a més de per part de companyies recolzades pels seus governs, aquestes limitacions estrictes han d'aplicar-se a també als fons d'inversió en les seues diferents tipologies. Recordem: tals mesures han de tindre caràcter temporal, encara que, en relació, en particular, al comportament de les grans empreses de països emergents recolzades pels seus governs i amb finançament privilegiat, el control sobre les seues actuacions haurà d'establir-se de manera continuada.

III.- Quin gran moment per a revertir l'onada proteccionista i recuperar la via de la col·laboració per a resoldre els obstacles, que sens dubte n'hi ha, per a garantir un comerç global lliure, lleial i sense mecanismes perversos que generen avantatges injustos!

IV.- I, sens dubte, només citar, perquè no formen part d'un programa com aquest, que les reformes estructurals a cada economia (diferents entre elles) han sigut deixades de costat, en bona part pel senzill que resulta “anar fent” amb la monumental expansió monetària de l'última dècada. Cal abordar-les en un futur preferentment pròxim.

Algunes d'aquestes transformacions estructurals, incloent-hi com a mers exemples el tractament fiscal de les companyies multinacionals, la ciberseguretat i les estructures de protecció i emmagatzematge de dades, o la reorientació del sistema econòmic cap a un altre més compatible amb el canvi climàtic depenen, sens dubte, de la cooperació internacional.

No obstant això, tot formaria part d'un programa d'actuació diferent. Aquest ha cobert ja els àmbits que pretenia abordar.



VCFI[©]
Valencia Containerised
Freight Index

Editat per:



Panelistes:

