



# Informe Trimestral d'Entorn Econòmic

**Dr. Vicente J. Pallardó**

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

## ENTORN ECONÒMIC GLOBAL- Segon trimestre 2020

### Introducció

Les conseqüències del COVID-19 continuen determinant la situació econòmica internacional. Després de generar un primer semestre de 2020 que quedarà en els registres com el més negatiu mai sofert en termes de creixement econòmic (en temps de pau), particularment com a resultat de l'impacte als països desenvolupats, ara són tres els aspectes que conciten l'atenció: el ritme d'una recuperació econòmica que comença a percebre's; la possible extensió de la gravetat de la crisi a regions menys afectades en aquest primer semestre de l'any; i les repercussions de caràcter més estructural que constituïran, en realitat, el principal llegat econòmic de la pandèmia. Tot això, certament, sota la incertesa de desconèixer en quina mesura, si n'hi ha cap, el virus SARS-CoV-2 tornarà a causar, en una potencial onada futura, la devastació personal i econòmica que ha provocat en els últims mesos.

En la primera secció d'aquest Informe Trimestral, *Clima Econòmic i Tendències*, sintetitzarem la situació a la conclusió del primer semestre de 2020, provocada per l'impacte del coronavirus i la resposta d'actors privats i, especialment, públics, a aquest virus. En el *Decàleg de situació* revisarem els elements més importants que defineixen l'estat de l'economia mundial en aquests moments, amb especial atenció a les mesures monetàries i fiscals expansives acumulades en els últims mesos, així com a la reversió que, a partir de maig, comença a percebre's en les tendències negatives en diversos àmbits (no tots) de l'economia global. Finalment, en la nostra secció *Al microscopi* ens endinsarem en un d'aquests llegats estructurals de la pandèmia que condicionaran els pròxims (potser nombrosos) anys: com abordar el endeutament públic desmesurat que, ja des d'un nivell excessiu abans de l'esclat de la crisi, s'ha elevat en una magnitud sense precedents com a resposta a aquesta pandèmia. Oferirem les dades, analitzarem de què depèn la sostenibilitat d'aquestes posicions fiscals, apuntarem com s'han corregit històricament excessos similars, i intentarem respondre a les raons per les quals, enfront d'un volum de deute públic acumulat extremadament alt, la major part dels economistes, polítics i operadors en els mercats financers semblen estar bastant menys preocupats que en períodes anteriors, quan aquest deute ni s'acostava al nivell en el qual se situarà al començament de la tercera dècada del segle XXI.

## Clima econòmic i tendències

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

### **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 aquests.

#### 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 aquests. 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

I.- La pandèmia lligada al COVID-19, com ja anticipàvem en el nostre Informe Trimestral anterior, ha provocat una crisi econòmica tan excepcional per la magnitud com per la velocitat del desenvolupament. Encara que l'esforç de la resposta en tots els nivells de les polítiques macroeconòmiques, aspecte al qual tornarem en breu, també ha revestit un caràcter inèdit, per extensió i per les fórmules innovadores aplicades en alguns casos, les estimacions de l'impacte sobre l'economia global, especialment però no només sobre els països desenvolupats, no han fet sinó revisar-se a l'alça des de les primeres, d'urgència, elaborades al principi del segon trimestre de l'any. Com pot comprovar-se en la Taula 1, la caiguda del PIB mundial en 2020 s'estima ara en el 5-6%, amb xifres substancialment majors en les economies avançades, amb especial esment a les europees, per a moltes de les quals, caigudes de dos dígits són anticipades pels principals organismes econòmics supranacionals. Fins i tot les economies emergents més dinàmiques, a Àsia, estan abocades a una pèrdua d'activitat, o un estancament, en el millor dels casos. En l'última columna de la Taula 1 se sintetitzen les estimacions dutes a terme per l'OCDE en el cas de produir-se una segona onada, global i significativa, de la pandèmia. Fins i tot, comptant amb una resposta més ràpida i precisa, tant mèdica com econòmica, a aquesta potencial segona incursió massiva del virus, la intensificació de la caiguda del PIB seria molt notable (un 30% addicional, si ens centrem en les expectatives de l'OCDE), en aquest cas amb una deterioració molta major en el món emergent i en desenvolupament, amb menys instruments per a pal·liar els efectes de tal escenari.

Taula 1.- Previsions d'institucions internacionals sobre l'evolució del PIB real; selecció d'economies (%)

	FMI (abril 2020)	BM (juny 2020)	OCDE (juny 2020)	FMI (juny 2020)	OCDE (juny 2020- escenari "double hit")
ECONOMIA MUNDIAL	-3,0	-5,2	-6,0	-4,9	-7,6
Comerç mundial	-11,0	-13,4	-9,5	-11,9	-11,4
Països desenvolupats	-6,1	-7,0	-7,5	-8,0	-9,3
Estats Units	-5,9	-6,1	-7,3	-8,0	-8,5
Eurozona	-7,5	-9,1	-9,1	-10,2	-11,5
Països emergents i en desenvolupament	-1,0	-2,5	-4,6	-3,0	-6,1
La Xina	1,2	1,0	-2,6	1,0	-3,7
L'Índia	1,9	-3,2	-3,7	-4,5	-7,2

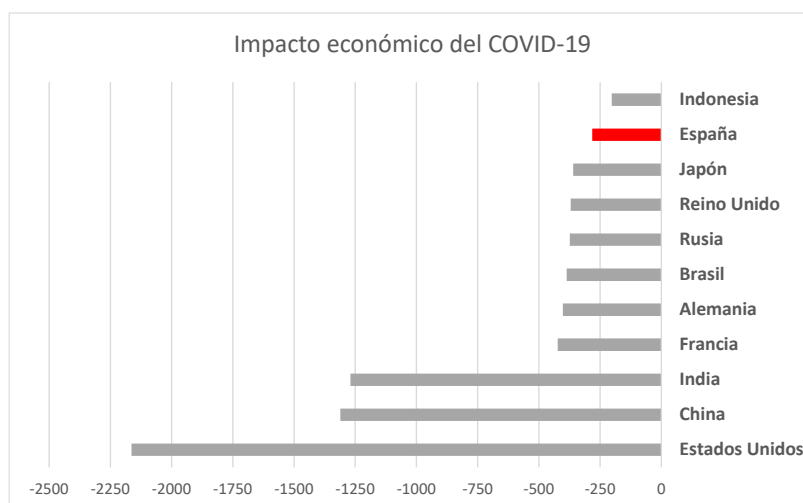
Font: elaboració pròpia. Dades: Fons Monetari Internacional; Banc Mundial; Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmic

Quan traslладem a valors absoluts les pèrdues d'activitat global en relació amb les previsions de la fi de l'any passat, podem xifrar la magnitud de les mateixes en prop de 12 bilions de dòlars<sup>1</sup>, una quantitat certament descomunal, que implicaria que el COVID-19 ha volatilitzat aproximadament un any del PIB conjunt de les quatre majors potències de l'Eurozona (Alemanya, França, Itàlia i Espanya).

El Gràfic 1 ofereix l'impacte específic per a les cinc majors economies desenvolupades i les cinc majors emergents, així com per a Espanya, de la crisi, sempre considerant la diferència del que s'esperava a la fi de 2019 fóra el PIB d'aquests països a la fi de 2020, i el que s'espera actualment. La reducció del PIB a conseqüència de la pandèmia superaria els dos bilions de dòlars per als Estats Units, el bilió i quart de dòlars per a l'Índia o la Xina, i se situaria al voltant dels 280 miliards de dòlars per a Espanya. La recuperació dels nivells d'activitat previs a la crisi s'estendrà en la major part dels països desenvolupats fins a ben entrat l'any 2022, mentre que bona part del món emergent aquesta volta al PIB existent a principis de 2020 pot produir-se aquest mateix any o l'any 2021. Respecte als països en desenvolupament de baixa renda, el període de recuperació dependrà de manera crucial de les ajudes que reben (fins al moment, gens menyspreables, especialment en termes de suspensió dels pagaments del deute extern a creditors públics, però insuficients) i de la recuperació de les exportacions de matèries primeres, dependents, al seu torn, del ritme de normalització de les principals economies.

<sup>1</sup> S'empren les estimacions a l'octubre de 2019 i al juny de 2020 del Fons Monetari Internacional, ja que és aquesta la institució internacional que més recentment ha actualitzat les seues previsions econòmiques.

Gràfic 1.- Estimació de les pèrdues en el PIB a conseqüència del COVID-19. Economies seleccionades. Miliards de US \$ (PIB en Paritat de Poder Adquisitiu)

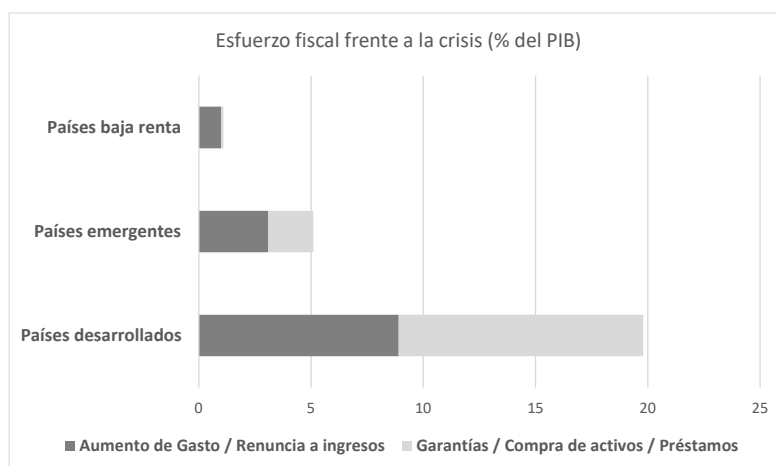


Font: elaboració pròpia. Dades: Previsions del Fons Monetari Internacional.

Nota: Els resultats provenen d'aplicar al nivell de PIB de finals del 2019 (dades provisionals) la diferència entre el creixement esperat per a cada economia pel FMI a l'octubre del 2019 i el previst al juny del 2020. Observeu que el PIB està definit en termes de Paritat de Poder Adquisitiu.

II.- Ja en el nostre anterior *Informe Trimestral* assenyalàvem que el debat arrossegat des de la Gran Recessió entre els partidaris d'un major activisme fiscal per a sostindre el creixement i afrontar canvis estructurals i aquells altres preocupats per l'acumulació de desequilibris cada vegada majors en els comptes públics, s'havia tancat immediatament en favor dels primers amb l'esclat de la pandèmia. No hi ha precedents del nivell de les ajudes públiques massives a persones i empreses que s'han implementat durant els últims mesos, així com del suport per part dels diferents governs a l'ocupació i la continuïtat del flux de crèdit bancari, és a dir, de la substitució, en definitiva, d'una despesa privada congelada per despesa pública. Sobre les implicacions futures de l'endeutament que això comporta aprofundirem més tard en la nostra secció *Al microscopi*, però seguidament oferirem una perspectiva de la magnitud i del tipus de totes aquestes ajudes, així com de les diferències, en absolut menors, entre països<sup>2</sup>.

Gràfic 2.- Expansió fiscal en resposta a la crisi (I). Magnitud i forma de l'expansió (% del PIB)



Font: elaboració pròpia. Dades: FMI.

En primer lloc, cal subratllar la colossal diferència existent (vegeu el Gràfic 2) entre la capacitat de resposta de les economies segons el grau de desenvolupament. I, és clar, davant l'emergència, aquesta dispar potencialitat s'ha traduït en un molt diferent grau de suport. Fins i tot acceptant que la crisi, almenys de moment, ha afectat en major mesura als

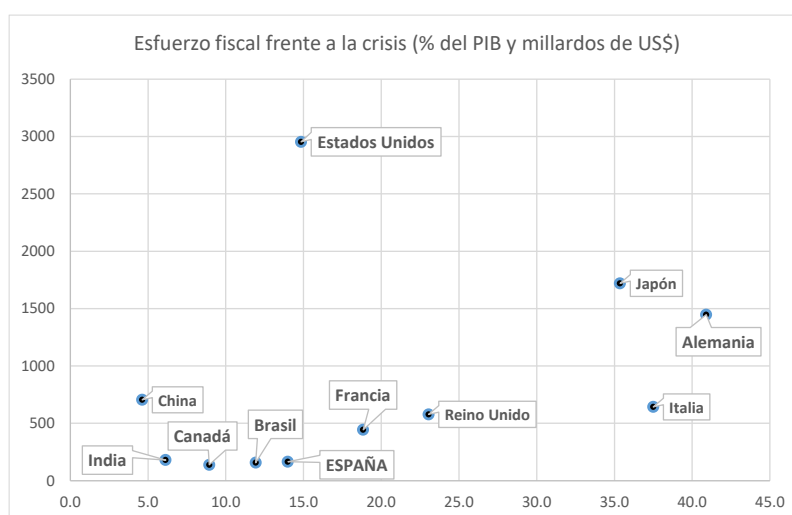
<sup>2</sup> Per al detall de les actuacions de cada país en resposta a la crisi, consulteu el minuciós recopilatori oferit pel Fons Monetari Internacional a <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19>

països desenvolupats, la diferència no ha sigut de 20:1, que és la divergència existent entre l'esforç fiscal de les economies més i menys avançades (com a percentatge dels respectius PIB; en termes absoluts la distància és molt major). Els països emergents han fet injeccions directes i indirectes en les seues economies que també disten de les efectuades pels països desenvolupats (aproximadament han sigut un 25% de les dels segons).

Respecte a la forma d'ajuda, mentre les economies més pobres han orientat els seus esforços limitats cap a l'augment de la despesa pública i la renúncia a ingressos fiscals (que no són precisament pròsperes), els països emergents, encara que també la categoria anterior és la predominant, han mobilitzat igualment recursos en forma de garanties creditícies, préstecs preferents i compres d'actius (deute i/o injeccions de capital en empreses en situació compromesa). Per contra, aquestes fórmules no directament lligades a despesa corrent i impostos han constituït més de la meitat de les ajudes als països desenvolupats. Observeu a aquest segon tipus de mesures agrupat pel Fons Monetari Internacional implica la recuperació total o parcial dels diners injectats, en tractar-se de préstecs, garanties no usades en cas de no precisar-se l'execució o l'adquisició d'actius d'empreses privades (deute o accions) que s'alienarien en un futur.

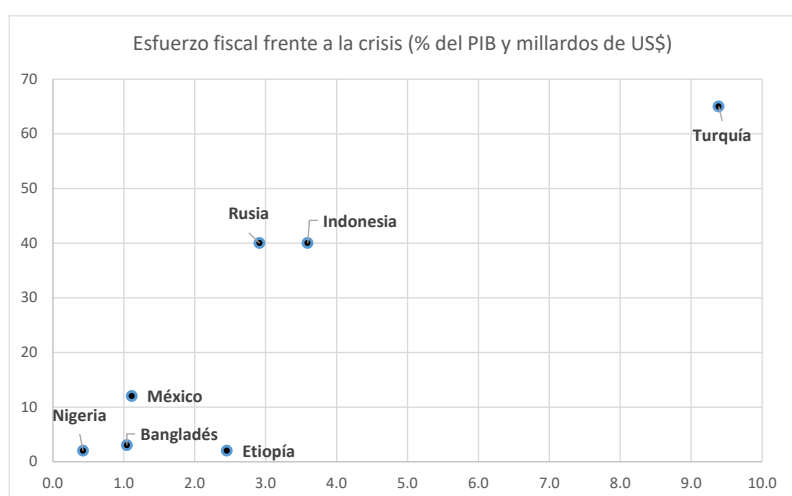
Els Gràfics 3 i 4 revelen que l'enorme disparitat en l'expansió fiscal s'està produint no sols entre diferents tipus d'economies, sinó dins de cada grup. El primer dels dos gràfics ofereix una imatge de la injecció fiscal total fins al moment, tant en volum com en percentatge dels PIB respectius per a una selecció de grans economies que han excedit els 100 miliards de dòlars en ajudes fiscals. El Gràfic 4 recull altres grans països, almenys en termes de població, que s'han quedat per davall d'aquesta xifra.

Gràfic 3.- Expansió fiscal en resposta a la crisi (II). Economies seleccionades.



Font: elaboració pròpia. Dades: FMI.

Gràfic 4.- Expansió fiscal en resposta a la crisi (III). Economies seleccionades.



Font: elaboració pròpia. Dades: FMI.

Fem algunes reflexions sobre aquesta informació. Per descomptat, l'estímul fiscal estatunidenc, per un import de 3 bilions de dòlars (quan continuen discutint-se a les Cambres legislatives proposades que suposarien xifres addicionals també bilionàries), desborda els fets per altres països, encara que en relació al PIB és Alemanya qui encapçala l'esforç fiscal (per un total equivalent a més del 41% de la seua producció anual). El Japó, on els programes d'estímul per part del Govern són recepta quotidiana (i no gaire efectiva, per cert) des de fa quasi tres dècades, no només ha actuat en resposta a la pandèmia, sinó per a compensar el brutal impacte sobre el consum privat de la pujada de l'IVA<sup>3</sup> a l'octubre de 2019, que va conduir al PIB a una severa contracció fins i tot abans de l'esclat de la crisi.

No obstant això, potser el més notable del Gràfic 3 és l'ostensible divergència en la intensitat de la compensació fiscal practicada pels països europeus, que pot donar lloc a eixides molt diferents de la crisi en les economies de l'Eurozona en particular. No obstant això, malgrat el que sol afirmar-se, no es tracta d'un Nord molt pròdig enfront d'un Sud més auster. Així, mentre Itàlia només queda a la saga d'Alemanya en el desplegament fiscal, superior al 35% del PIB, països com ara Dinamarca, Suècia o Finlàndia (no reflectits en el Gràfic) es mouen en la meitat o fins i tot la tercera part d'aquest percentatge.

Espanya, per contra, sí que està exhibint una contenció (fins a mitjan juny, 165.000 milions de dòlars, un 14% del PIB per tots els conceptes) que la situa com la segona economia entre les grans d'Occident (després del Canadà, un país menys afectat per la crisi) menys expansiva en la seua resposta fiscal al coronavirus. Atés que el lema del moment (*"Please, spend as much as you can, and then, a little bit more"*, en paraules de la Directora Gerent del FMI, Kristalina Georgieva) apunta en direcció contrària, si es considera la duresa de l'impacte sobre la nostra economia i amb la referència en l'altre extrem d'Itàlia, no sorprén que des de molts àmbits es considere insuficient aquest estímul fiscal. Encara que convé no oblidar que, probablement, és intel·ligent guardar unes certes bales en la recambra per a insuflar ajudes addicionals, més específiques en termes de col·lectius i de sectors particularment damnificats, en pròxims trimestres.

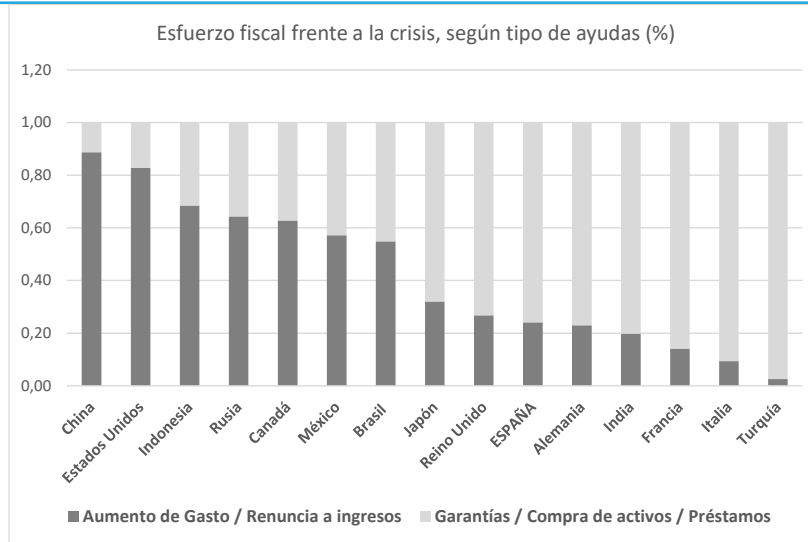
En el món emergent, cal constatar que, malgrat disposar dels recursos necessaris per a un major estímul, la Xina ha mostrat una considerable moderació implementant mesures per un import de 705 miliards de dòlars, menys del 5% del PIB. L'establiment de confinaments molt severos, però limitats geogràficament i amb èxit (o això sembla), que han reduït la dimensió del xoc de demanda per la contracció del consum privat (factor que s'ha patit particularment a Europa), amb la preocupació per l'excés d'endeutament dels nivells regionals i locals de l'administració pública xinesa, poden explicar aquesta contenció. La resta del món emergent, com ja s'ha apuntat, ha mostrat menys prodigalitat en la despesa, en bona part per les majors dificultats per a finançar-la, encara que, en algun cas, com el de Mèxic o el del Brasil (a nivell de Govern federal), la mateixa negació de la gravetat de la crisi per part de les autoritats pot estar darrere del limitat estímul fiscal. Rússia, l'Índia, Indonèsia i, sobretot, Turquia, se situen en l'altre extrem, entre els grans països emergents, però sempre amb compromisos totals d'expansió fiscal inferiors al 10%, quan no al 5%, del PIB.

Per al món en desenvolupament, els exemples incorporats al Gràfic 4 son testimoni de la magnitud irrisòria de l'esforç fiscal que han pogut permetre's la major part dels països que el componen.

Finalment, el Gràfic 5 revela la considerable diferència entre el tipus d'ajuda triada de manera preferent pels països europeus (amb l'Índia i Turquia) i el favorit de la resta del món. Així, des de la Xina i els Estats Units al Brasil o el Canadà, s'ha optat per un estímul fiscal més directe, amb increments de la despesa o reducció (o diferiment en el pagament) d'impostos com a estratègia àmpliament dominant. En tots els casos, els països europeus han definit els seus programes en menys d'un 30% del total en aquesta mena d'ajudes, i s'han inclinat (en el cas d'Espanya, en una proporció de 3:1, similar a la mitjana de la UE) per garantir crèdits, oferir préstecs, assumir deute o prendre posicions en l'accionariat de les empreses. Encara que aquest segon tipus d'ajudes en suposa una major capacitat de recuperació a mitjà termini (o, fins i tot, no desemborsar-les de manera efectiva), la qual cosa pot alleujar la deterioració dels comptes públics, és també molt probable que resulten en un menor estímul a una ràpida recuperació. El contrast amb els Estats Units, on el 83% de les ajudes en aquests primers mesos de la crisi han revestit la forma de major despesa o menors impostos, és molt marcada, i les implicacions, tant en el ritme d'eixida de la recessió com en la càrrega fiscal futura, hauran de tindre's en consideració en futures anàlisis.

Gràfic 5.- Expansió fiscal en resposta a la crisi (IV). Economies seleccionades.

<sup>3</sup> Encara que el tipus actual de l'IVA al Japó és d'un 10%, molt reduït, per exemple, per als estàndards europeus, les dues pujades de dos punts en els últims tres anys aplicades pel Govern Abe en un intent de reparar el forat fiscal estructural del país, han sigut singularment mal assumides pels consumidors japonesos.



Font: elaboració pròpia. Dades: FMI.

En aquesta reflexió sobre les actuacions fiscals enfront de la pandèmia, no pot obviar-se que, més enllà de totes les mesures de resposta conjuntural, s'ha començat a pensar seriosament en el mitjà i el llarg termini, i l'oportunitat que suposa la crisi per a modificar el model de creixement, generalment en termes de major sostenibilitat, adaptació a les noves realitats tecnològiques i del mercat laboral, i menor desigualtat. Almenys pel que fa al debat (veurem en quina mesura a la posada en marxa real), la Unió Europea encapçala aquesta preocupació per mirar més enllà del 2020.

Per això, no podem tancar aquest punt sense fer esment al Pla de Recuperació per a Europa ("Next Generation UE"), dissenyat per la Comissió Europea. Per un import previst de 750.000 milions d'euros, a desplegar en el quadrienni 2021-2024, tenen per objectiu consolidar la recuperació econòmica i transformar a llarg termini les economies europees. El finançament serà conjunt, amb fons europeus emesos per la pròpia Comissió, i a retornar amb recursos propis (impostos europeus), comptant amb la garantia dels 27 membres de la UE. La distribució de la quantitat global s'estableix en 440.000 milions d'inversió directa i 310.000 milions de préstecs a tipus reduïts, repartits en funció del grau d'afectació dels diferents socis a conseqüència del coronavirus.

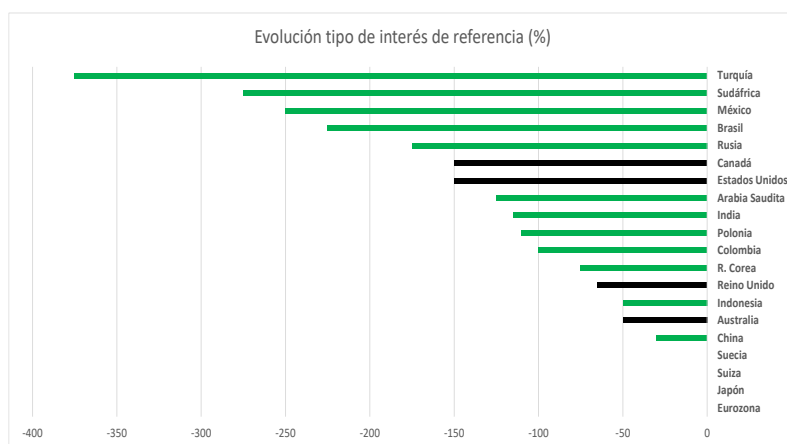
Encara que el Pla resulta no sols oportú sinó necessari, i reforçaria molt notablement el nou pressupost comunitari de més d'un bilió d'euros corresponent al Marc Financer Pluriennal 2021-2027 (també pendent d'aprovació), han d'assenyalar-se tres problemes en diferents fases del desenvolupament del Pla. Fins i tot, abans de la seua aprovació, haurà de precisar-se quins criteris definiran aqueix grau d'afectació per la pandèmia sobre la base del qual es distribuiran els fons, perquè sembla haver-hi escàs consens sobre aquest tema. Superat aquest escull, abans de la implementació efectiva ha d'haver-hi projectes sòlids i ben orientats que finançar, i no necessàriament els espais econòmics més necessitats de transformar la seua forma de creixement seran els més diligents en la presentació de tals projectes, si fem cas a l'experiència històrica. I, tercer, compte amb el finançament impositiu. Algunes de les figures a les quals es fa referència (impostos verds, imposats a les grans corporacions) són exactament les mateixes de les quals parlen els Governos nacionals. Resulta poc convenient establir simultàniament dos nivells d'imposició addicional sobre els mateixos subjectes o les mateixes activitats. L'altra figura esmentada per membres de la Comissió Europea, un impost sobre les importacions intensives en carboni pot donar lloc a represàlies i nous enfrontaments comercials, poc propicis per a la major potència exportadora del món.

III.- En relació a la política monetària, comencen a esgotar-se els adjectius per a definir el grau d'expansió que s'ha aconseguit i que es continua intensificant.

En el vessant que tradicionalment s'ha conegut com a política monetària convencional, com calia esperar les reduccions de tipus d'interés, quan això era factible, han sigut molt intenses aquests últims mesos. Com revela el Gràfic 6, amb el marge disponible per als països desenvolupats total o quasi totalment esgotat, han sigut els Bancs Centrals dels països emergents (en verd en el Gràfic) els que han accentuat aqueixos descensos, fins i tot en països en els quals la preocupació per l'estabilitat de preus continua vigent, com Turquia o Sud-àfrica. Però l'excepcionalitat de la situació ho justifica. Respecte als quatre Bancs Centrals que no han reduït els seus tipus d'interés de referència en els últims sis mesos, cal observar que aquests tipus es troben ja en el 0% (Eurozona i Suècia) o en territori negatiu (el Japó i Suïssa).



Gràfic 6.- Tipus d'interés de referència dels principals Bancs Centrals. Variació en el primer semestre de 2020 (tipus d'interés a final de mes; %).



Font: elaboració pròpia. Dades: Banc de Pagaments de Basilea (BIS). Bancs Centrals nacionals.

En qualsevol cas, fa molt temps que el que després de la Gran Recessió es va denominar “política monetària no convencional” (i que, per a ser honestos, ha d'entendre's ja com plenament convencional) constitueix l'arsenal principal de les autoritats monetàries a Occident. Així, els principals Bancs Centrals dels països desenvolupats han adquirit al voltant de 6 bilions de dòlars en nous actius, públics i privats, en el que va d'any, de manera que han duplicat el volum total de les compres en els dos anys posteriors a l'esclat de la Gran Recessió.

Mereix un esment especial, donades les diverses visions sobre les actuacions monetàries del Banc Central Europeu que hi ha als països integrants de l'Eurozona, la contundència del Pandemic Emergency Purchase Program, estés fins a mitjan 2021 i ampliat fins a 1.35 bilions d'euros (al que han de sumar-se els 40 miliards mensuals del Programa d'adquisició d'actius en vigor des d'abans de la pandèmia). Aquestes quantitats suposen que, en essència, el BCE està en condicions d'absorbir la totalitat del deute públic addicional creada pels Governos de l'Eurozona en resposta a la crisi. A més, les injeccions de liquiditat extraordinàries a les entitats bancàries de l'Eurosistema han arribat als 1.3 bilions d'euros a tipus mínims, incloent-hi una part a tipus per davall de zero. Finalment, les grans xifres pel que fa a l'Eurozona han d'incloure l'alliberament de capital que la política macroprudencial n'ha concedit als bancs, estimada en uns 120.000 milions d'euros. El manteniment del crèdit a famílies i, sobretot, empreses, és una prioritat, i consegüentment estan considerant-la les autoritats europees, tant les de la Unió com les dels països membres.

No molt diferent és la situació als Estats Units, on la Reserva Federal ha ampliat en 3 bilions de dòlars el seu balanç per a dotar el conjunt de programes posats en marxa (amb la reducció de 150 punts bàsics en el Federal Funds Rate). Dins d'aquesta multiplicat d'actuacions, com a senyal del continu procés d'addició de nous mecanismes a aquest arsenal de polítiques no convencionals, la Fed, dins del seu Municipal Liquidity Facility (dotada amb mig bilió de dòlars de recursos), ha començat a prestar a curt termini a governs locals i estatals<sup>4</sup>.

Mentrestant, el debat sobre quins instruments poden mantindre l'efectivitat de la política monetària, en la mesura en què s'esgoten les vies convencionals i les no convencionals ja explotades, de manera que es redueix la seua efectivitat, s'ha traslladat al control de la corba temporal de tipus d'interés de manera explícita. Certament, la corba està clarament condicionada per les adquisicions d'actius per part dels Bancs Centrals. La qüestió consisteix a seguir o no el camí ja marcat pel Banc Central del Japó<sup>5</sup>, és a dir, el control explícit dels tipus des dels terminis més immediats (l'habitual mitjançant la política monetària) fins als de llarg termini. Probablement, suposa una fórmula que, en efecte, podria incrementar l'impacte de la política monetària, de manera que aporte solidesa a la “forward guidance”, és a dir, a la seua capacitat per a influir en les expectatives dels agents. I, en sentit oposat, suposaria un element més de distorsió dels mercats financers, a sumar a la que ja vénen generant les polítiques monetàries aplicades des de la Gran Recessió<sup>6</sup>.

Un últim comentari en relació a la política monetària en els últims mesos. Comencen a ser nombrosos els Bancs Centrals

<sup>4</sup> Com a exemple dels tipus aplicats, el primer préstec, per import de 1.200 milions de dòlars a un 3,82% d'interés, va ser concedit a l'Estat d'Illinois.

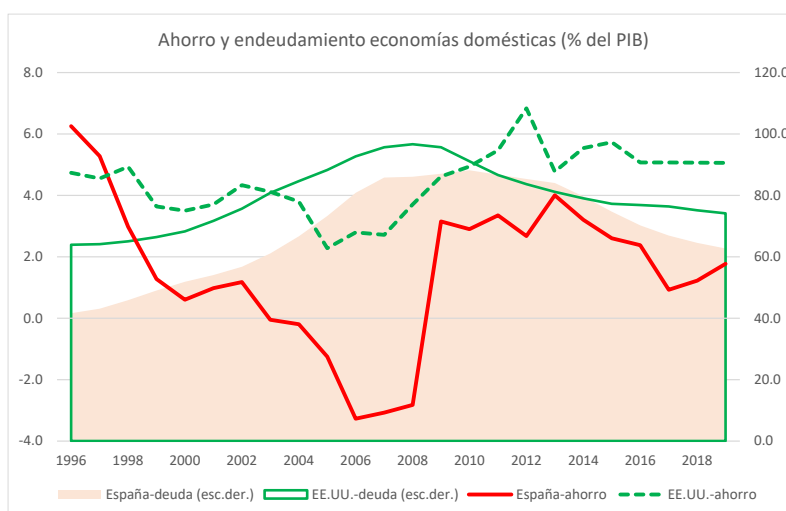
<sup>5</sup> És difícil trobar alguna fórmula d'expansió monetària que no estiga sent o haja sigut emprada per l'autoritat monetària nipona, especialment sota el manament actual de Haruhiko Kuroda.

<sup>6</sup> Els seguidors fidels d'aquests *Informes Trimestrals* són conscients que en la nostra secció *Al microscopi* s'abordaran les implicacions de la ultraexpansió monetària dels últims dotze anys en un futur *Informe*, encara que l'actualitat del coronavirus ens ha obligat a posposar aquest debat summament rellevant durant un temps en favor d'uns altres de major actualitat.

de països emergents i en desenvolupament que s'han mogut cap a la implementació d'actuacions no convencionals, en particular, a l'adquisició de deute públic. Polònia, Filipines i Turquia lideren els volums en relació a la grandària de les respectives economies, encara que sempre en nivells molt més moderats que als països desenvolupats. No cal oblidar que, per als països no desenvolupats, per qüestions de credibilitat (que poden limitar el seu accés als mercats) i dels costos d'un potencial afebliment de les seues monedes (amb el consegüent encariment del servei del deute extern emés en dòlars o euros), la prudència en la injecció massiva de diners en l'economia ha de ser major que en les economies desenvolupades.

IV.- No només les autoritats han respost a la crisi amb contundència; també ho han fet les famílies... en sentit oposat. En efecte, mentre l'expansió de l'activitat de Govern i Bancs Centrals arriba a la dimensió sense precedents analitzada en els punts anteriors d'aquest *Decàleg*, l'estalvi de les economies domèstiques a Occident ha experimentat un ascens espectacular: així, per exemple, als Estats Units, la taxa d'estalvi personal en relació a la renda disponible s'ha pràcticament triplicat entre gener i maig de 2020 (del 8 al 23%); en el mateix sentit, la mateixa variable ha arribat al màxim històric en l'Eurozona (16.9%), de manera que ha augmenta en un terç durant el trimestre passat. Lògicament, el que resta per determinar és la fracció d'aqueix increment de l'estalvi que té caràcter involuntari (és a dir, forçat pels confinaments i tancaments d'activitats, especialment d'oci, decretats per les autoritats), i quina part té caràcter voluntari, a conseqüència de la incertesa en matèria de rendes futures, que s'ha elevat exponencialment per a una fracció considerable de la població. Si la part dominant és la primera, els efectes restrictius sobre el consum desapareixeran en el curt termini, i la despesa privada se sumará al públic per a accelerar la recuperació econòmica. Per contra, si és el component d'estalvi per precaució el dominant, el consum privat continuarà ranquejant, i probablement assistirem a una recuperació menys dinàmica, encara que també a una reducció de l'endeutament de les economies domèstiques.

Gràfic 7.- Estalvi financer i endeutament de les economies domèstiques a Espanya i als Estats Units (% del PIB)



Font: elaboració pròpia. Dades: Banc d'Espanya; Reserva Federal de Sant Louis (FRED II).

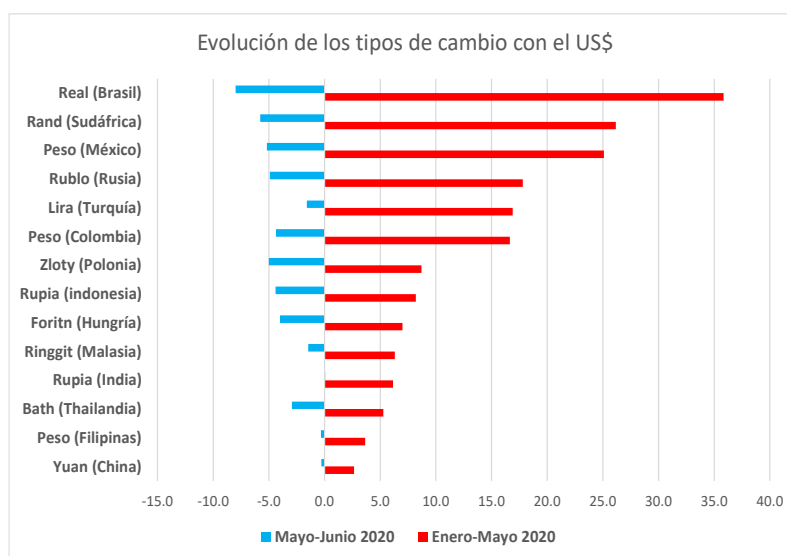
Donen suport a la primera possibilitat, d'una banda, la massiva transferència de fons públics als col·lectius més afectats per la crisi i més vulnerables en general, un esforç que va ser molt inferior després de l'última recessió. Aquests grups de persones són els que tenen major propensió al consum. En el mateix sentit, i aquests són ja dades reals, cal subratllar que, al maig o al juny, segons els països, els increments de les vendes minoristes arriben sistemàticament als dos dígits, i apunten a una enèrgica recuperació del temps perdut en termes de compres ajornades.

En sentit oposat, la més recent experiència després d'una crisi de gran magnitud (la Gran Recessió) apunta al fet que, enfrontades a un escenari tan negatiu, les famílies incrementen ostensiblement les seues taxes d'estalvi i procedeixen al despallanquejament. El Gràfic 7 il·lustra aquesta situació per a Espanya i als Estats Units. Observeu el salt exponencial (i abrupte) dels nivells d'estalvi sobre el PIB a partir de 2007-2008, amb l'esclat de la crisi (per descomptat, a partir de taxes singularment reduïdes; abans de la crisi actual, no ho eren tant), així com la reducció de l'endeutament familiar en els anys posteriors.

Sens dubte, com s'ha indicat, quin dels dos tipus d'estalvi siga dominant marcarà el ritme de la recuperació.

V.- La progressiva, encara que encara clarament parcial, normalització de l'activitat econòmica internacional, es percep en el comportament de les divises de les economies emergents i en desenvolupament respecte al dòlar estatunidenc, que se sintetitza en el Gràfic 8. Després d'uns mesos devastadors, en els quals l'eixida de capitals del món no desenvolupat buscant els actius clàssics de refugi davant crisis greus (dòlar, ien, franc suís, or), va arribar a un màxim històric (100 miliards de dòlars en el primer trimestre de l'any), i va causar la severa depreciació de moltes d'aquestes divises, les passades setmanes han sigut testimoni d'una certa correcció de la situació, amb el dòlar perdent posicions enfront de les monedes més damnificades per aquestes eixides de capital i, almenys, frenant-ne la apreciació enfront d'unes altres. Recordem que per a aquests països emergents i en desenvolupament, així com per a les seues empreses, l'endeutament en dòlars<sup>7</sup> (en molta menor mesura, en euros), és encara una pràctica comuna, i la pèrdua de valor de les seues monedes nacionals implica una càrrega major de la devolució del deute (el conegut “pecat original” provocat per l'endeutament en moneda aliena).

Gràfic 8.- Evolució dels tipus de canvi bilaterals enfront del US\$. Divises seleccionades (% de depreciació/apreciació)



Font: elaboració pròpia. Dades: BIS; FRED II.

Nota: Definits com a unitats de moneda nacionals per 1 dòlar nord-americà, els increments en el tipus de canvi suposen una apreciació del US dòlar enfront de la divisa en qüestió, mentre les disminucions impliquen la depreciació del US\$.

Aquest rebot en els tipus de canvi, el (moderat) retorn dels capitals fugits lligat a aquest, així com la suspensió del pagament dels interessos del deute als creditors públics per a desenes de països de baixa renda són gratificants notícies per al món emergent i en desenvolupament. Però són insuficients. Els creditors privats no s'han sumat a les mesures d'alleujament, i només consideren fer-ho en negociacions país per país. Els fons de les institucions internacionals, encara que útils, no s'han ampliat a la mesura requerida. Els problemes econòmics a Occident continuen mantenint molt per davall del normal les exportacions, sobretot de matèries primeres, de molts d'aquests països. Aquestes mateixes dificultats en les nacions desenvolupades impliquen una reducció molt considerable (estimada en almenys 100.000 milions de dòlars per a aquest any) de les remeses que els emigrants envien als seus països d'origen, i és aquesta la primera font externa d'ingressos per al món no-OCDE, després d'haver superat la Inversió Directa Estrangera<sup>8</sup>. I la pandèmia està accelerant-se en no pocs d'aquests països.

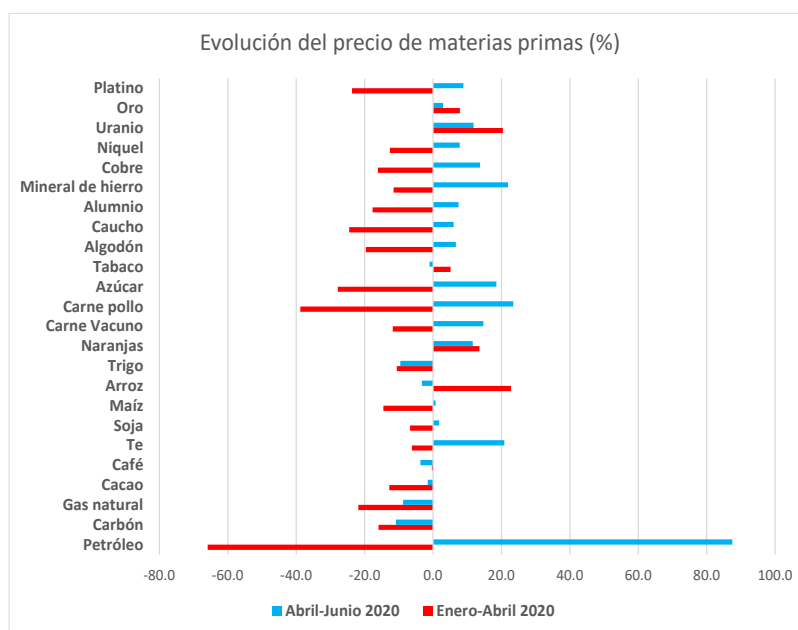
Llevat que s'incrementen les ajudes en el curt termini i es dissenyen programes estructurals que potencien la recuperació, reestructuracions de deute extern com les que ja forçades per a l'Argentina, l'Equador, Líban o Zàmbia, estaran a l'ordre del dia durant els pròxims anys. I aquest no serà el major dels problemes de les economies afectades, la veritat.

<sup>7</sup> Cal tenir en compte que l'endeutament en moneda forta és moltes vegades, per als països en desenvolupament, l'única possibilitat d'accedir als mercats internacionals de capital. Fins i tot quan tenen l'alternativa d'amprar en la pròpia moneda, situació habitual als països emergents, fer-ho en dòlars sol comportar pagar menors tipus d'interès i accedir a un major volum d'inversors. Tot quadra... mentre no s'aprecie el dòlar (o l'euro) enfront de la pròpia moneda, que és en la qual el país en qüestió obté els seus ingressos.

<sup>8</sup> L'any 2019 va ser particularment fructífer en termes de remeses d'emigrants, amb un màxim històric de 554.000 milions de dòlars.

VI.- En paral·lel a l'anterior, una progressiva normalització està tenint lloc també en els mercats de matèries primeres i, de la mateixa manera que assenyalàvem per a les divises, aquest procés constitueix una ajuda significativa per a nombrosos països fora de l'OCDE, exportadors d'aquestes matèries primeres. De fet, en el nostre semàfor de situació, hem millorat considerablement (des de l'estadi més negatiu a l'intermedi, en la nostra escala de cinc) la valoració que ens mereix la situació en els mercats de *commodities*. La raó consisteix precisament en el fet que la recuperació dels preus (vegeu el Gràfic 9) alleuja les estretors econòmiques del món en desenvolupament i emergent, sense que l'increment d'aquests haja sigut prou important com per a obstaculitzar la recuperació a Occident. El món desenvolupat, de fet, podrà permetre's afrontar preus més elevats quan la superació de la crisi s'haja consolidat, i contribuir a la recuperació dels exportadors de matèries primeres en la resta del món.

Gràfic 9.- Evolució del preu de matèries primeres (%)



Font: elaboració pròpia. Dades: Banc Mundial.

La normalització de la situació en el mercat del petroli, que va arribar a contemplar fins i tot contractes a futurs negociats a preus negatius (els compradors rebien diners per responsabilitzar-se dels estocs), és el tret més cridaner de l'últim trimestre. Després de les turbulències, generades no sols per la crisi econòmica global sinó per moviments geopolítics particularment inoportuns en aquest moment, àmpliament descrits en el nostre anterior *Informe Trimestral*, els preus han recuperat en els passats dos mesos la meitat del seu descens entre gener i abril<sup>9</sup> (des dels aproximadament els 60 dòlars de mitjana mensual per a la mitjana dels tres tipus de cru de referència – WT1, Brent i Dubai -, va caure fins als 20 dòlars a l'abril, i va tancar juny sobre els 40 dòlars). L'acord sostingut entre els productors de l'OPEP i Rússia va posar límit a l'enfonsament salvatge del preu, i la recuperació de la demanda va fent retornar el mateix a nivells més compatibles amb les necessitats dels productors... davant el que no és descartable que puguin tornar a deslligar-se les tensions per rascar quotes de mercat, així com per limitar la rendibilitat, i amb això la producció, d'aquells operadors, sobretot els que extrauen el cru de fonts no convencionals, que suporten costos més alts.

El preu de la resta d'hidrocarburs ha continuat amb un descens molt més moderat, per a un comportament acumulat l'any que resulta, al final del primer semestre, similar al del petroli. L'energia més utilitzada, per tant, continua sent barata, i, per tant, un suport per al procés de recuperació global.

Observeu en el citat Gràfic 9 com la gran majoria de *commodities* que van patir caigudes de preus s'han recuperat, parcialment, en els últims dos mesos, a l'una que tornava a activar-se l'economia global, especialment la d'Occident. Aquest comportament és compartit, especialment, per totes les matèries primeres industrials, tant les minerals com les agrícoles, des del coure al platí, passant pel cotó o el cautxú.

<sup>9</sup> Cal tindre en compte que en el Gràfic 9 les variacions són percentuals, i per tant depenen del preu del mes base de comparació. Per això, l'increment de preus dels últims dos mesos supera la caiguda dels quatre anteriors, però és fruit d'aquest efecte base. A dòlars per barril, com s'indica en el text principal, la recuperació és d'aproximadament la meitat del descens previ.

Algunes matèries primeres estan tenint una “bona crisi”. Previsiblement, en el cas de l'or, actiu refugi (encara que la lògica de tal condició pugui ser summament discutible), el preu de la qual ha guanyat un 17% aquest semestre respecte al tancament de 2019, sempre referint-nos a mesures mensuals. O l'urani, mineral estratègic, amb un increment pròxim al terç. Menys previsible, també les taronges han experimentat una forta revaloració, de fins al 25% en el semestre, potser com a font de vitamina C (considerada per alguns un factor enfortidor davant el virus), potser per algunes dificultats en el funcionament normal de l'oferta<sup>10</sup>.

VII.- Encara que no són nombrosos els països o els líders que han capejat amb una certa soltesa el temporal (amb Alemanya i Àngela Merkel com l'excepció més conspícua), volem ressaltar ací que les dues principals economies del món estan tenint una crisi particularment negativa, situació a la qual no és aliena el comportament dels seus respectius presidents, Donald Trump i Xi Jinping. I no ens referim solament al seu enfrontament directe, on fan molt soroll les declaracions altisonants. Són molt més preocupants les mesures proteccionistes, i que ha vist com s'hi obria recentment un nou front (aquesta vegada financer) quan el principal fons de pensions del govern nord-americà, el Federal Retirement Thrift Investment Board, ha decidit paralitzar una inversió en un fons que inclou companyies xineses.

Així, pel que respecta a la Xina, el país va decebre a la resta del món pel seu obscurantisme en la gestió inicial de la crisi, i està perdent credibilitat diàriament amb les contínues amenaces (Taiwan), sancions sense fonament econòmic (Austràlia), o falta de voluntat d'arribar a acords que equilibren les condicions en les quals actuen les respectives empreses (Unió Europea) que jalonen l'actuació del seu Govern. La nova Llei de Seguretat Ciutadana a Hong Kong constitueix un pas més en aquesta direcció de trencar amb qualsevol indici de moderació, mentre el recent conflicte fronterer amb l'Índia afig un altre focus de tensió als nombrosos que manté amb veïns del sud-est asiàtic (més Japó), arran del nacionalisme agressiu que caracteritza al país des de la consolidació en el poder de Xi Jinping. Si se sumen els coneguts problemes estructurals pendents de resolució (demogràfics, mediambientals, d'endeutament i de grans desigualtats internes) i el cost econòmic per a la Xina de la inevitable redefinició de les Cadenes Globals de Valor (vegeu el nostre anterior *Informe d'Entorn Econòmic*), no està sent, no n'hi ha dubte, un semestre positiu per a la Xina. La supressió, en l'últim Congrés del Partit Comunista Xinès, d'un objectiu numèric per al creixement econòmic davant la impossibilitat d'aconseguir l'objectiu crucial de duplicar el PIB entre 2010 i 2020 és només una anècdota. La consecució d'aquesta societat moderadament pròspera (*Xiaokang Shui*), d'àmplia classe mitjana i amb la pobresa erradicada, tan estimada pels mandataris del PCC sembla més difícil sota aquestes circumstàncies.

Pel que fa als Estats Units, el desconcert, la inconsistència, quan no directament el disbarat, amb el qual s'ha conduït la resposta a la pandèmia, a més dels costos humans i econòmics que impliquen, han arrasat la credibilitat de bona part de les autoritats del país, començant per la Presidència (és opinable quin percentatge de ciutadans, dins i fora del país, li conferien alguna credibilitat fins i tot abans de la crisi actual, és clar) i fins i tot incloent a l'anteriorment prestigiós Centre per al Control i Prevenció de Malalties d'Atlanta. La gestió, potser encara més desafortunada, del problema racial, que, només parcialment visible amb anterioritat, ha esclatat recentment amb el moviment “Black Lives Matter”, revela un país extremadament dividit, situació que no millorarà en els pròxims mesos, en la perspectiva de les eleccions presidencials i legislatives el pròxim 3 de novembre. No és descartable que en aquest període un cada vegada més inestable Donald Trump adopte mesures que compliquen addicionalment la situació, nacional i internacional, incloent-hi nous arravataments proteccionistes.

En definitiva, els problemes, interns i externs de les dues grans potències globals comporten una inestabilitat geopolítica que suposarà un indesitjat obstacle addicional a la recuperació. I, per descomptat, les complicacions no es limiten a aquests dos països, per la qual cosa el nostre *Semàfor de Situació* mostra un estadi negatiu per a la situació geopolítica global, i amb tendència a empitjorar.

VIII.- Els que sí que semblen estar tenint una crisi sorprenentment bona són els mercats financers, especialment els nord-americans. La seua desconexió d'una economia real que mesura les seues pèrdues per bilions de dòlars resulta flagrant. Les Borses han recuperat bona part de les majúscules pèrdues del mes de març; les empreses estan aprofitant els baixíssims tipus d'interès a llarg termini per a substituir paper comercial a curt per emissions a llarg, que bàsicament s'han duplicat respecte a un any normal per a les empreses amb fiabilitat creditícia i han augmentat en un 25% per a les quals situen en el tram especulatiu de l'escala creditícia. És més, algunes d'aquestes empreses de baix ràting (fins i tot diverses en fallida, com ara Hertz o JC Penny) han viscut grans volums de compra d'accions en setmanes recents.

<sup>10</sup> El Banc Mundial empra el preu de la navelina dels exportadors mediterranis com a referència per a aquesta matèria primera.

Certament, es pot recuperar el vell dilema de si els mercats estan anticipant una recuperació molt més enèrgica del que semblen esperar economistes i autoritats, i llavors el creixement (i els beneficis) es posarà a l'altura dels valors en els mercats, o si seran aquests els que tornaran a desplomar-se quan la realitat d'una recuperació progressiva i complicada s'impose.

Però, realment, la resposta radica en el fet que, probablement, des de fa temps (perquè els repetits màxims en no pocs mercats abans de la crisi del coronavirus semblaven tindre poc a veure amb una expansió econòmica lànguida i sobrepanquejada), els mercats financers responen menys al que ocorre o es preveu que ocorregui en l'economia no financera i molt més a la il·limitada injecció de diners duta a terme pels Bancs Centrals.

L'evidència negativa sobre el comportament de les autoritats monetàries que formaven part o depenien dels governs dècades arrere, va justificar la concessió de la independència als Bancs Centrals. Els resultats posteriors (molta major estabilitat de preus sense costos en termes de creixement, més bé el contrari) van avalar l'encert d'aquesta decisió. Hui dia torna a qüestionar-se si els Bancs Centrals són realment independents del poder polític, més després de la pandèmia: les contínues declaracions de Donald Trump que, almenys de vegades, sí que semblen trobar una certa resposta favorable en la Fed; la declaració del venerable Banc d'Anglaterra indicant que passava a finançar obertament el dèficit públic britànic; la cridanera interferència del Tribunal Constitucional alemany exigint explicacions al Banc Central Europeu sobre la seua política de compra d'actius; el control de tota la corba de tipus del deute públic per part del Banc Central del Japó, que finança gratis a llarg termini al govern nipó... Hi ha pistes per a sospitar sobre una certa pèrdua d'independència, i aquest serà un aspecte al qual tornarem en el nostre *Al microscopi* en tancar aquest *Decàleg de Situació*.

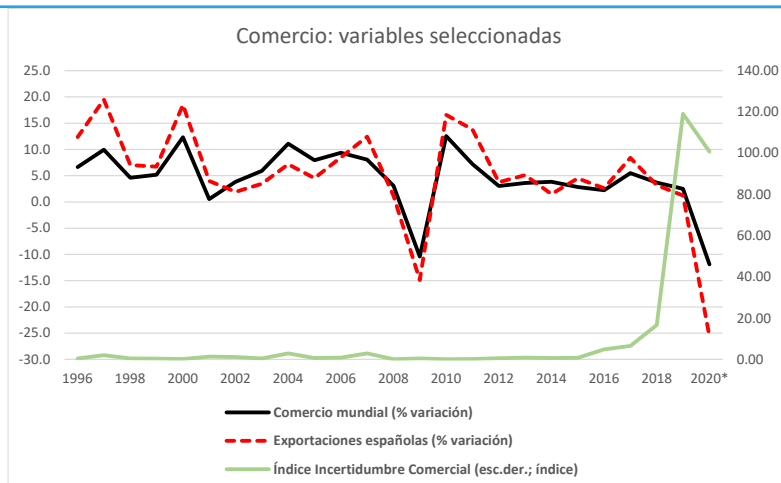
Però els teòrics de la banca central sempre han destacat que, a més d'aquesta independència del poder polític, els Bancs Centrals han de ser també independents dels mercats financers. I, la veritat, des del famós "Greenspan's put" de fa dues dècades (bàsicament, un exercici de política monetària asimètrica, pel qual els mercats pujaven lliurement però eren auxiliats ràpidament per la Reserva Federal en cas de problemes), alguns observadors, entre els quals es troba qui signa aquest *Informe*, constatem amb preocupació el que sembla una excessiva tirada d'uns certs Bancs Centrals, de nou amb la Reserva Federal al capdavant, per evitar descensos significatius en els mercats financers fins i tot quan la situació econòmica el justificaria. Fins que la bombolla és de tal dimensió (la Gran Recessió) que ja res en pot frenar l'explosió.

Així que potser no ha de sorprendre tant que els mercats estiguen desconnectats de l'economia real, perquè la connexió que determina el seu comportament és la que mantenen amb una expansió monetària permanent. Però no hauria de sorprendre tampoc que aquesta situació torne a acabar realment malament.

IX.- Al contrari que als mercats financers, la crisi sí que està afectant d'una manera especialment roïna al comerç internacional, circumstància previsible, donada el major dinamisme dels intercanvis respecte a la producció, tant en les fases altes com en les baixes del cicle. El Gràfic 10 mostra que, perjudicat per la successió de xocs d'oferta i demanda negatius del passat trimestre, i en un escenari de tensions proteccionistes sense precedents en les últimes dècades, el comerç mundial es contraurà en 2020 en una xifra rècord (vegeu també la Taula 1 al començament d'aquest *Decàleg*) en el passat quart de segle (en realitat, serà el major descens de l'activitat comercial des de la Segona Guerra Mundial).

Aquest descens serà singularment intens per als països desenvolupats, especialment els europeus, amb una bona part de grans potències exportadores i que tenen, entre els seus socis preferents, altres membres de la Unió Europea, l'espai econòmic que patirà la major caiguda de l'activitat en aquest 2020. Per a il·lustrar aquest efecte, el mateix Gràfic 10 mostra un exercici simple d'estimació del comportament de les exportacions espanyoles efectuat per l'autor, i que n'anticiparia una caiguda del 25.6% respecte a les xifres de 2019.

Gràfic 10.- Comportament d'algunes variables comercials seleccionades



Font: elaboració pròpia. Dades: World Uncertainty Index; FMI.

Nota: l'estimació per al comportament de les exportacions espanyoles l'any 2020 ha sigut elaborada per l'autor a partir de les últimes previsions de creixement del FMI per a les 20 majors destinacions d'aquestes explotacions, el pes de les quals en el total de les vendes espanyoles a l'exterior i l'elasticitat de les nostres exportacions a aquestos mercats respecte als respectius ritmes de creixement econòmic.

No obstant això, el segon semestre de l'any, encara que de manera progressiva i paral·lela a la de l'activitat econòmica general, el comerç ha de repuntar progressivament, trajectòria particularment important per a una economia com l'espanyola, que va demostrar en l'última crisi que compta amb el sector exportador com un pilar crític de la recuperació. Per això, per a Espanya i per a la resta de països, resulta de la màxima importància que el finançament creditici, bàsic en el comerç internacional, no falle a causa d'una major percepció del risc per part dels bancs que els conduïssa a endurir o directament retallar aquest finançament. Com ja es va apuntar en el nostre *Informe* precedent, les garanties públiques a aquesta mena de crèdit hagueren de ser particularment generoses.

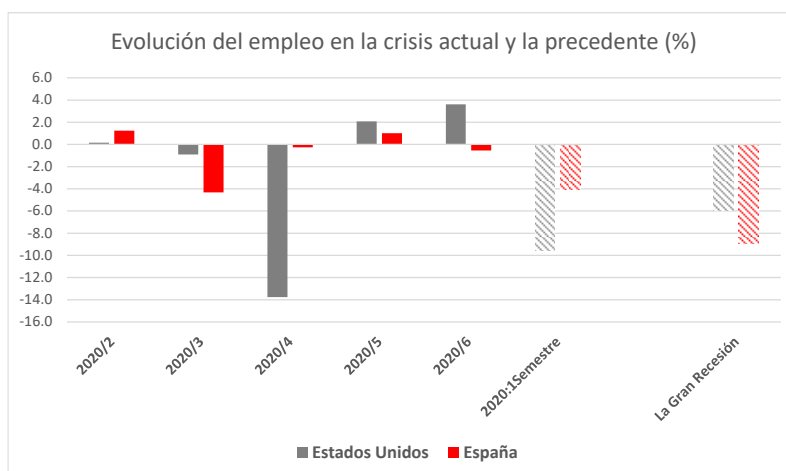
X.- Emprarem aquest últim punt del *Decàleg* per a deixar constància d'un cert nombre d'anècdotes, més significatives enteses com a tals que per la seua repercussió econòmica; encara que, per a la primera i en el cas d'Espanya, sí que mostra una transformació molt considerable en el nostre mercat laboral, la transcendència del qual podria ser més que notable si marca l'inici d'un canvi permanent.

El primer d'aquestos aspectes, que pot desconcertar l'observador ocasional, és el comportament radicalment diferent de les xifres d'ocupació i de desocupació als Estats Units i a la Unió Europea durant aquesta crisi. Així, mentre en el cas europeu la desocupació mesurada oficialment ha ascendit a penes tres dècimes, als Estats Units, l'atur es quadruplicava, de manera que va passar del 3.5% al febrer al 14.7% a l'abril. Com és això possible? Simplement per la manera de computar els esquemes de protecció temporal de l'ocupació (el "kurzarbeit", alemany, els "furlough schemes" anglosaxons, els ERTOS espanyols): mentre a Europa es manté aquests treballadors com a empleats en les estadístiques, als Estats Units els incorpora al còmput dels aturats. Addicionalment, i encara que per als estàndards nord-americans aquest tipus de cobertura és una novetat i ha sigut àmpliament emprada, no s'ha arribat en cap cas als 45 milions d'ocupacions que han gaudit d'aquesta protecció pública a la Unió Europea en el moment àlgid de la crisi. Si tots es computaren com a desocupats, la taxa d'atur a Europa s'haguera disparat fins al 30% de la població activa.

El més interessant per al cas espanyol és que els ERTOS suposen, almenys circumstancialment, una ruptura amb la llarga i nefasta tradició d'ajust extern en el mercat laboral. És a dir, en cas de crisi, no s'ajusten hores treballades i salaris, sinó que s'acomia de manera massiva a l'elevadíssim nombre de treballadors temporals (rècord a Occident) que conviuen en el mercat de treball espanyol amb treballadors indefinits moltíssim més protegits, en una segmentació laboral cancerígena per a la nostra economia. Amb els ERTOS, el volum d'acomiadaments ha sigut molt inferior, en un sacrifici compartit per empreses, treballadors temporals i indefinits i arques públiques (encara que aquestes hagueren patit més en cas d'haver-se acomiadat a bona part dels 4 milions de treballadors que van arribar a estar acollits a aquest esquema). La part esquerra del Gràfic 11 mostra la diferència, que, repetim, té més a veure amb el còmput que amb la realitat, en l'evolució de l'ocupació als Estats Units i a Espanya, amb un descens molt major en el pitjor mes de la crisi en el primer cas, encara que també el ritme de recuperació comença a ser molt més intens. Però el més significatiu s'observa en la part dreta del mateix Gràfic: mentre, durant els dos anys centrals de la Gran Recessió, el segmentat mercat de treball espanyol va reduir el seu nivell d'ocupació ni més ni menys que un 50% més que l'absolutament

flexible mercat nord-americà, en el primer semestre d'enguany ha destruït un 60% menys, en aplicar-se a Espanya aquests esquemes més habituals fins ara en països centreeuropeus, especialment Alemanya.

Gràfic 11.- Evolució de l'ocupació a Espanya i els Estats Units durant la crisi present i la Gran Recessió (%)

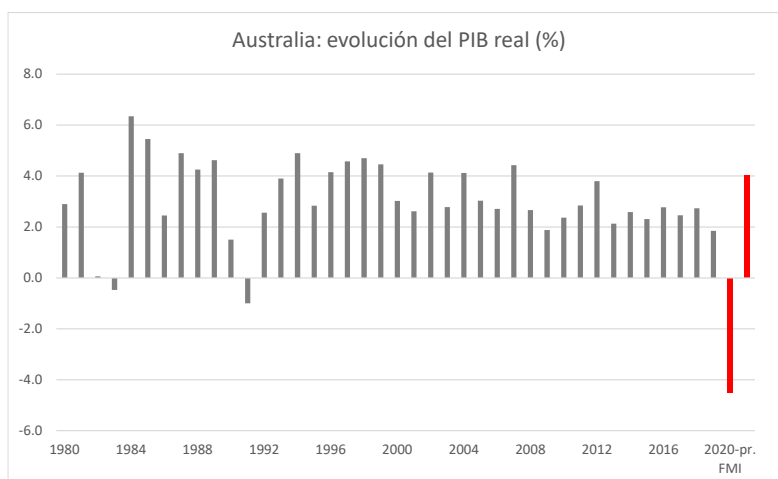


Font: elaboració pròpia. Dades: Banco de España; FRED II.

Un últim comentari sobre aquests esquemes temporals de protecció de l'ocupació. L'adjectiu "temporals" és molt important: encara que la decisió de prolongar aquests esquemes no sols durant 2020 sinó fins i tot en part de 2021, anticipada a Espanya i ja adoptada a França i Alemanya, entre altres països, és raonable, cal tindre en compte que no és possible ni remotament salvar totes les ocupacions afectades per la crisi. Els esquemes de protecció només han d'estendre's de manera selectiva, i a aquells ocupacions que es corresponguen amb activitats/sectors susceptibles d'una recuperació consistent. Destinar diners públics a subsidiar de manera continuada ocupacions sense futur seria un malbaratament sense sentit, i un obstacle per a la pròpia redimensió sectorial que implica una sana dinàmica econòmica.

Amb molta major brevetat, constatar que, després de 29 anys de creixement ininterromput, el COVID-19 ha aconseguit el que semblava impossible: Austràlia patirà la primera recessió des del 1991 (vegeu el Gràfic 12). Així i tot, serà molt menys acusada que en la major part de la resta d'Occident.

Gràfic 12.- Evolució del PIB real a Austràlia (variació anual; %)



Font: elaboració pròpia. Dades: FMI

L'última anotació del *Decàleg* serà per a deixar constància de la clàssica contundència en la resposta de les autoritats dels Estats Units davant les crisis econòmiques severes, més enllà de la filosofia general sobre com ha de gestionar-se



una economia<sup>11</sup>: el conjunt d'ajudes proporcionades pels governs locals, estatals i, sobretot, el Govern Federal, ha fet que més de la meitat (alguns estudis apunten fins a un 70%) dels ciutadans nord-americans hagen rebut més diners procedents de les mateixes en els últims mesos de què hagueren obtingut treballant. Bé, per a fer front a la crisi, no tant en termes d'incentius...

---

<sup>11</sup> Al marge d'aquesta contundent presència del públic quan la situació ho requereix, malgrat l'oposició a aquesta en la major part dels moments per part de molts ciutadans, polítics i grups d'interés, altres mites clàssics sobre l'economia nord-americana, com la seua tendència cap al liberalisme comercial o la intensitat de la competència en els mercats, fa ja cert temps que també es van trencant, i amb raó.

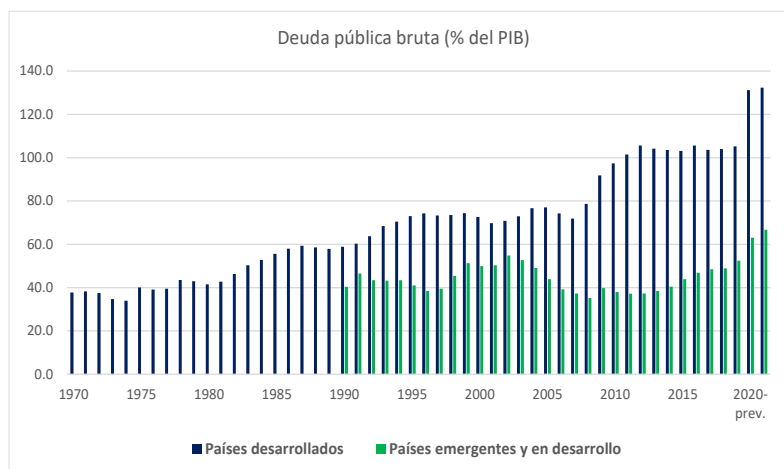
## Al microscopi.

### Què fema amb el deute públic?

#### La situació actual i en el futur immediat

L'evolució creixent del deute públic global (també s'ha incrementat ostensiblement el deute privat, aspecte que no abordarem en aquesta anàlisi) durant les passades dècades ha sigut motiu de preocupació, encara que un servidor suggeriria que ho ha sigut amb caràcter anticíclic. És a dir, quan les diverses crisis econòmiques han esdevingut, i tant pels estabilitzadors automàtics del cicle (segur de desocupació i impostos progressius, fonamentalment) com per les decisions *ad hoc* dels Governos per a combatre aquestes recessions, s'ha produït el salt en aquestos nivells de deute públic respecte al PIB, aquesta tendència s'ha convertit en motiu de debat i de dissensions entre experts i autoritats. Desafortunadament, durant les fases expansives (per cert, bastant més extenses que les de recessió), per contra, l'interés per la qüestió ha decaïgut, i l'esforç en la major part dels països per a tornar als nivells previs de deute ha sigut poc intens, de tal forma que la relació deute/PIB, com a màxim, s'estabilitzava. Aquesta és la història que el Gràfic I<sup>12</sup> ens compta per a les economies desenvolupades: forts increments de la ràtio en les èpoques de crisis, especialment després de la Gran Recessió del 2008, i estabilitat en els períodes d'expansió. Com pot percebre's, l'augment esperat vol relació a conseqüència del COVID19 i la resposta a aquest no té precedents, de manera que augmenta el deute públic dels països desenvolupats per damunt del 130% del PIB.

Gràfic I.- Evolució el deute públic brut global (% respecte al PIB)



Font: elaboració pròpia. Dades: FMI

Excepte la similitud en les previsions per al futur immediat (també nou rècord en la relació deute públic/PIB, que superarà el 65% el 2021), les dades disponibles (en un període més curt) per al món emergent i en desenvolupament, ens contenen, almenys en termes agregats, una història un poc diferent. En aquest cas, als increments de deute en èpoques difícils (menor que als països desenvolupats) sí ha seguit una marcada reducció en els períodes de bonança. Això no exclou que s'hagen produït en les passades dècades nombrosos episodis individuals de problemes en el pagament del deute en aquest món no-OCDE, especialment deute extern nominat en divises foranes fortes (US\$, bàsicament). I tampoc implica que la gestió macroeconòmica en aquests països haja sigut millor que a Occident. En

<sup>12</sup> En tota aquesta anàlisi emprarem les dades per al conjunt del deute públic dels països en termes bruts. Encara que el deute net ofereix valors menors, per a alguns més tranquil·litzadors, la tendència a l'alça de la ràtio deute/PIB és la mateixa. A més, els actius que se sostrauen del deute brut per a oferir la dada neta no necessàriament són liquidables quan es requereix elevar la despesa o l'alienació pot permetre un ajust favorable en el curt termini, però pot igualment complicar el finançament de part dels compromisos del país més endavant.

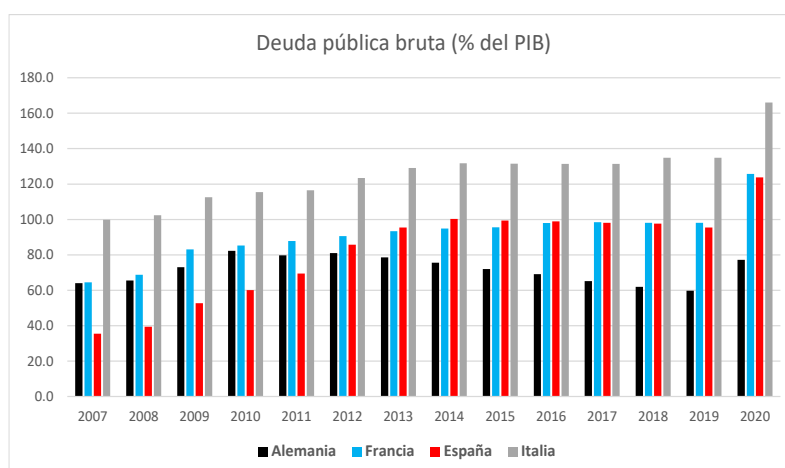
realitat, en molts casos no s'han endeutat més perquè no han trobat on finançar-se. Quan els mercats financers internacionals li ho han permès, són massa els Governos de països no-OCDE que s'han endeutat en major mesura i amb major rapidesa del que es recomana.

Per tant, amb un punt de partida lluny de l'ideal (recordem que, abans de la pandèmia i després d'una dècada d'expansió econòmica, la ràtio deute públic/PIB a Occident estava per damunt del 100%) i l'esforç fiscal actual (veure el punt 2 del nostre *Decàleg de Situació* en aquest mateix Informe), el grau d'endeutament dels Estats haguera de concitar ara mateix un alt grau de preocupació, certament amb una perspectiva d'abordar el problema no de manera immediata però sí quan la crisi actual quede arrere. No obstant això, no són massa les veus que apunten en aquesta direcció. La majoria sembla sentir-se relativament confortable davant aquestes xifres sense precedents en temps de pau.

En les línies següents, revisarem quins són els criteris que fan el deute sostenible, com s'han corregit històricament els excessos de deute i per què sembla existir aquesta certa relaxació respecte a nivells de deute públic que, tan sols fa una dècada, s'hagueren considerat poc menys que suïcides per a les economies afectades.

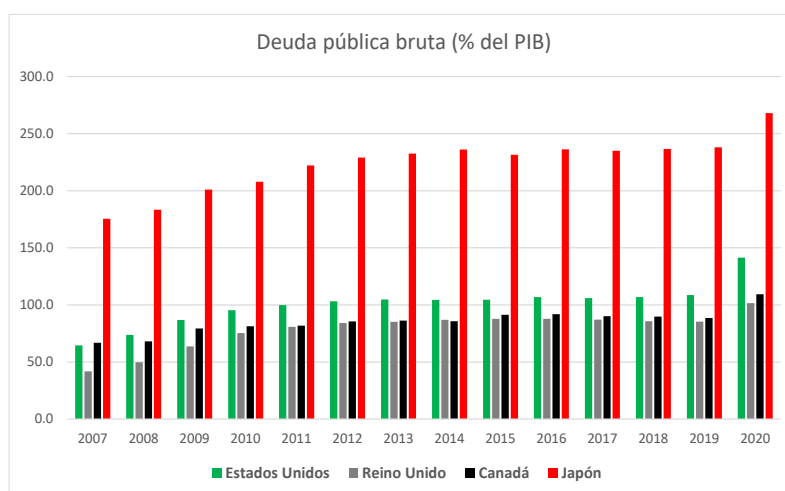
Abans, els Gràfics II-V reflecteixen l'evolució de la ràtio deute/PIB per a un conjunt d'economies en relació a les quals farem posteriorment algunes reflexions sobre les diferències entre aquestes i les potencials implicacions en termes de sostenibilitat. Hem seleccionat per a aquesta anàlisi les quatre majors economies de l'Eurozona (Alemanya, França, Itàlia i Espanya), els altres quatre països del G-7 (els Estats Units, el Japó, Regne Unit i el Canadà), i set economies emergents, buscant diversitat geogràfica, en rendes per càpita, en ritmes de creixement i en el grau d'accés als mercats (la Xina, l'Índia, Corea del Sud, Rússia, Polònia, Sud-àfrica i el Brasil).

Gràfic II.- Evolució el deute públic brut, Economies seleccionades (I) (% respecte al PIB)



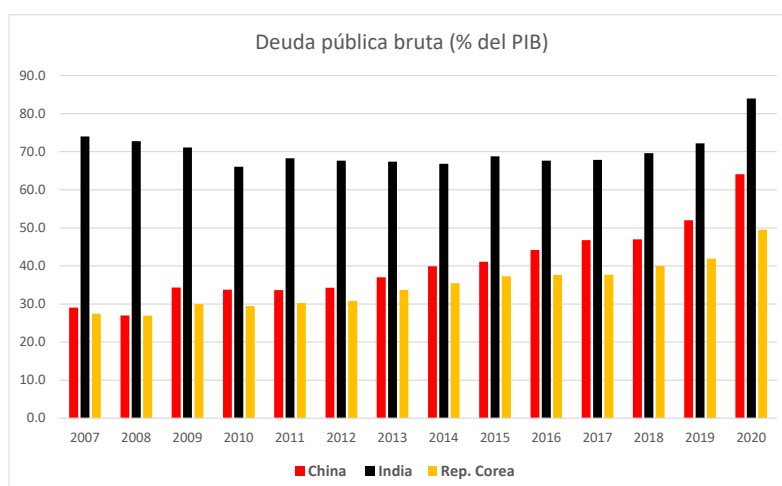
Font: elaboració pròpia. Dades: FMI

Gràfic III.- Evolució el deute públic brut, Economies seleccionades (II) (% respecte al PIB)



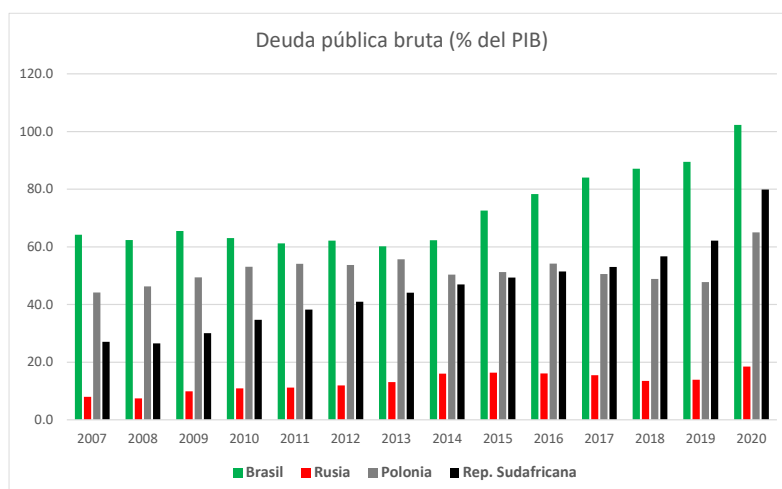
Font: elaboració pròpia. Dades: FMI

Gràfic IV.- Evolució el deute públic brut, Economies seleccionades (III) (% respecte al PIB)



Font: elaboració pròpia. Dades: FMI

Gràfic V.- Evolució el deute públic brut, Economies seleccionades (IV) (% respecte al PIB)



Font: elaboració pròpia. Dades: FMI

### La sostenibilitat del deute

Què podem dir sobre la capacitat dels Estats de continuar complint amb les seues obligacions amb els creditors? És a dir, és el deute sostenible, es pot satisfer el pagament d'interessos i retornar el principal quan siga procedent dins del termini i en la forma escaient? En l'Annex a aquesta secció hi ha una breu ressenya tècnica sobre quines relacions econòmiques garanteixen el procés de reducció del deute i, amb això, la sostenibilitat. N'hi ha prou amb assenyalar que la confluència de dos factors redunda en aquest escenari favorable; primer, l'existència de superàvit pressupostari primari, és a dir, que, exclòs el pagament d'interessos (per dir-ho així, ignorant la càrrega del passat), l'Estat ingresse més del que gasta en el període considerat. Segon, que el creixement nominal de l'economia excedisca el tipus d'interés nominal mitjà pagat pel deute. Això implica que la generació de riquesa del país en el període, sumada a la inflació (que redueix el valor de l'herència del passat, en aquest cas en forma de càrrega – el deute) supere el cost al qual aquesta economia està endeutada, incloent-hi la compensació que els creditors reben per la inflació esperada (un dels factors que determina el tipus d'interés pagats als qui tenen deute), en compensació per la pèrdua de valor dels diners invertits.

Si cap de les dues condicions es compleix, la trajectòria explosiva del deute acabarà per fer-la insostenible, encara que no necessàriament en el curt termini. Això dependrà de factors diversos, des del nivell de deute de partida a la credibilitat del país en els mercats de capital. Si es complira una de les condicions assenyalades però no l'altra,

caldria fer un càlcul senzill (veure Annex) per a determinar la trajectòria, a l'alça o a la baixa, del deute.

Recurrent primer a una panoràmica global, en relació al saldo primari, i malgrat la llarga expansió prèvia al coronavirus, el 60% dels països, amb la mitjana 2017-2019, estaven en una situació de dèficit primari, és a dir, no cobrien les despeses anuals amb els ingressos ni tan sols descomptant el pagament d'interessos del deute. És cert que les dades resultaven més favorables per als països desenvolupats, amb 25 dels 37 per als quals l'FMI presenta dades de saldo primari en superàvit.

Pel que fa a la segona condició, és conegut pels lectors d'aquests *Informes Trimestrals* que el creixement econòmic posterior a la Gran Recessió ha sigut poc dinàmic en gran part del món, i va llanguir addicionalment el 2019. Mentrestant, a Occident no només s'ha mantingut la inflació sota control, sinó que els Bancs Centrals han tingut severes dificultats (i no poques vegades ho han aconseguit en l'última dècada) que se situara a l'entorn del 2% que, aproximadament, es fixa com a objectiu<sup>13</sup>. Dit d'una altra forma, el creixement nominal ha sigut, per descomptat, amb enormes diferències nacionals, no molt robust, de manera que es dificultava el compliment d'aquesta segona condició.

Sumant els dos elements (posicions fiscals primàries poc folgades que es deterioraran clarament com a conseqüència del COVID-19 i creixement limitat), el biaix sembla clarament negatiu per a la sostenibilitat. Però resta un tercer element, que explica la ja referida visió relativament relaxada que predomina últimament sobre els nivells de deute públic acumulat: els tipus d'interés pagats per aquesta s'han mogut progressivament de manera estructural a la baixa des dels anys 90 del passat segle, en una tendència accentuada després de la Gran Recessió.

En efecte, mai com ara, almenys des de la Segona Guerra Mundial, ha sigut tan barat endeutar-se per als Estats (i això arrossega en no poca mesura l'endeutament privat), especialment a llarg i molt llarg termini i sobretot per als països occidentals. En alguns casos, el cost ha sigut fins i tot negatiu en emissions de deu i fins a trenta anys. Com no endeutar-se, llavors, i seguir fent-ho? O potser cal esperar una reversió d'aquesta trajectòria a la baixa? En breu tornarem sobre això, però cal subratllar que, encara que les condicions de finançament no han sigut ni molt menys tan privilegiades per al món no-OCDE, el cost mitjà del deute també s'ha reduït en aquest segle; fins i tot dotzenes de països abans quasi o totalment exclosos dels mercats hi tenen ara accés regular. Això sí, els episodis turbulents, que inverteixen aquesta tendència a la reducció dels tipus, són també més abundants que a Occident, on només cal comptar com altament rellevant el cas de la perifèria de l'Eurozona entre 2010 i 2012.

### ***Alguns exemples nacionals***

En la Taula I recuperem les quinze economies per a les quals hem presentat anteriorment la trajectòria recent i prevista a curt termini del deute públic, i oferim algunes dades per a valorar la posició en la qual afronten l'esforç fiscal excepcional al qual obliga la rèplica a la pandèmia.

Cal tenir en compte que NO es tracta d'un exercici formal de sostenibilitat, que exigiria emprar expectatives sobre les variables d'activitat i de preus per als anys esdevenidors (en lloc de la mitjana dels últims anys, que és el que ací es presenta) i considerar el cost mitjà ponderat per la dimensió de les diferents emissions de l'estoc total de deute viu (en lloc del tipus dels bons a deu anys, emprats ací per ser tradicionalment el *benchmark*, la referència, per al deute públic). L'objectiu és que es constata fins a quin punt la sostenibilitat del deute està condicionada al manteniment de tipus d'interés que, almenys fins recentment, es considerarien excepcionalment baixos.

En la primera columna de la taula es presenta el creixement nominal mitjà dels tres últims anys de cada economia (al costat, la descomposició, primer la xifra de creixement real, després la d'inflació), a confrontar amb el tipus d'interés pagat pel deute (mateix període), que hi ha en la segona columna. Seguidament es presenta el saldo primari, igualment com a mitjana del període 2017-2019. La situació òptima requeriria que el valor de la primera columna fóra superior al de la segona i el de la tercera fóra positiu. Seguidament hi ha el nivell de deute previst pel FMI per a l'any en curs<sup>14</sup> i, després, el pagament d'interessos. Com és lògic, aquestes tres últimes columnes es presenten en relació al PIB de la respectiva economia.

<sup>13</sup> El fet que la inflació haja sigut tan baixa en gran part d'Occident ha encarat la devolució del deute (si una inflació elevada erosiona el valor del deute, perjudicant els creditors, la deflació o el mínim avanç dels preus juga en sentit oposat). Aquest és un dels arguments més reiterats per aquells economistes que defensen la necessitat de forçar un període de taxes d'inflació per damunt de l'objectiu dels Bancs Centrals, a fi d'equilibrar aquests últims anys de no assolir-lo.

<sup>14</sup> Estimat per l'autor en el cas de Polònia, al no haver-hi actualització publicada del FMI.

Taula I.- Variables lligades a la sostenibilitat del deute; selecció d'economies desenvolupades i emergents

PAÍS	Creixement del PIB nominal (real + inflació) (mitjana 2017-2019)	Tipus d'interès dels bons a 10 anys (mitjana 2017-2019)	Saldo pressupostari primari (% del PIB) (mitjana 2017-2019)	Deute públic brut prevista el 2020 (% del PIB)	Pagament d'interessos del deute (% del PIB) (mitjana 2017-2019)
<b>Espanya</b>	<b>3,6 (2,9+0,7)</b>	<b>1,4</b>	<b>-1,1</b>	<b>123,8</b>	<b>2,4</b>
Alemanya	2,9 (1,7+1,2)	0,2	2,1	77,2	0,8
França	2,5 (1,5+1,0)	0,6	-1,5	125,7	1,7
Itàlia	1,6 (0,9+0,7)	2,0	1,3	166,1	3,7
Regne Unit	3,3 (1,7+1,6)	1,3	-0,8	101,6	1,5
Estats Units	4,0 (2,4+1,6)	2,3	-2,7	141,4	2,0
El Canadà	3,3 (1,1+0,6)	1,7	0,1	109,3	0,4
El Japó	1,7 (1,1+0,6)	0,1	-2,9	268,0	0,4
La Xina	8,5 (6,6+1,9)	3,3	-3,4	64,1	0,9
L'Índia	11,2 (7,3+3,9)	7,4	-2,3	84,0	4,7
Corea	3,8 (2,7+1,1)	2,1	0,6	49,5	0,9
Polònia	5,1 (4,2+0,9)	2,9	-0,1	65,0	1,7
Rússia	7,4 (0,6+6,8)	9,1	-0,5	18,5	0,4
El Brasil	5,0 (-0,8+5,7)	11,1	-1,9	102,3	6,4
Sud-àfrica	5,9 (0,9+5,0)	8,6	-1,2	79,9	3,5

Font: elaboració pròpia. Dades: Fons Monetari Internacional; BIS; Bancs Centrals Nacionals

Començant amb el saldo primari, fins i tot en la fase final de l'expansió, 11 de les 15 economies presentaven dèficit. La deterioració prevista el 2020 batrà rècords històrics, i conduirà diversos dels països seleccionats a saldos primaris negatius de dos dígitos. La recuperació de l'equilibri fiscal, molt més encara que el de les economies, serà lent. Excepte en el cas d'Alemanya, pot descomptar-se que la primera condició de sostenibilitat (superàvit primari) no apareixerà, si ho fa, fins a la segona meitat de la dècada.

Respecte al creixement nominal, entre els països desenvolupats, únicament els Estats Units arriba a un 4%, amb un poc més de dinamisme real que de preus, combinació que pot entendre's relativament satisfactòria. Encara que 2020 oferirà resultats incomparablement pitjors, mentre el rebot previsible de 2021 mourà la xifra en sentit oposat, si el mitjà termini implica el retorn a valors similars als mostrats en la Taula, el creixement nominal no serà un amortidor sòlid per al deute amb el qual Occident eixirà de la crisi. Malgrat això, cal observar que, excepte per a Itàlia, el valor de la primera columna és superior al de la segona, en molts casos, inclòs el d'Espanya, amb amplitud. Això implica que la segona condició es compleix, i ho fa perquè els tipus d'interès del deute, com ja s'ha ressenyat, són excepcionalment baixos, fet que condueix (vegeu l'última columna de la Taula) a un cost anual en termes de PIB certament modest. En particular, el cas del Japó és destacable: amb un creixement nominal molt escàs, i malgrat un nivell de deute que més que duplica amb molt el PIB, només dedica quatre dècimes de la seua producció anual al pagament d'interessos.

Per tant, encara que els nivells de deute a l'eixida de l'actual crisi a Occident seran alarmants, també sembla que la sostenibilitat serà possible (amb la probable excepció d'Itàlia si no transforma notablement la seua dinàmica econòmica) gràcies als tipus d'interès als quals es finança aquest deute.

La situació és molt més diversa entre els exemples seleccionats de països emergents. Mentre Polònia pot assimilar-se a la visió oferida per a la major part de les economies desenvolupades, amb l'avantatge d'un creixement real més intens, la situació en les majors economies emergents asiàtiques és bastant favorable. Malgrat uns nivells de deute alts per a tractar-se d'economies no desenvolupades, i saldos primaris bastant negatius, el fort creixement nominal a la Xina i l'Índia ha de permetre mantindre el deute sota control. Millor encara és la situació per a Corea, amb les dades fiscals més sanejades entre les 15 economies seleccionades, encara que les seues taxes de creixement corresponen més a una economia desenvolupada (pot considerar-se com a tal sense gran esforç) que a una emergent<sup>15</sup>.

Per contra, les expectatives són poc falagueres per al Brasil o Sud-àfrica en absència d'ostensibles canvis estructurals que modifiquen dràsticament l'escenari. Presentaven dèficit primari fins i tot abans de la pandèmia; els seus nivells

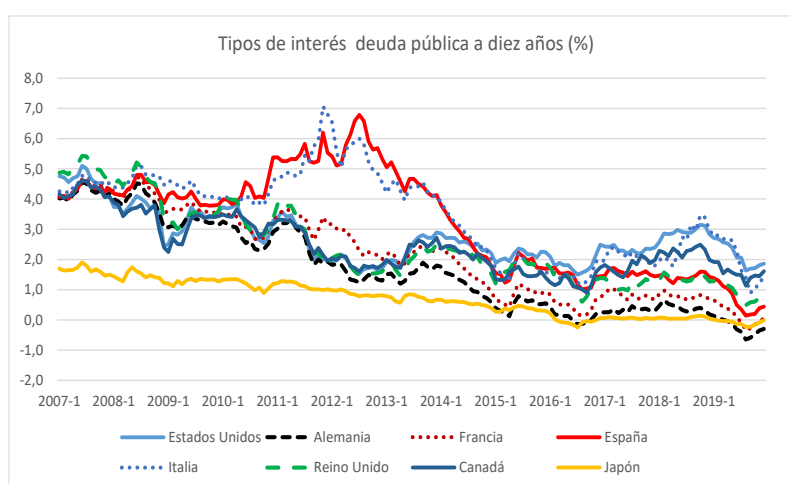
<sup>15</sup> Cal recordar que Corea i Polònia són membres de l'OCDE, però també ho són, per exemple, Mèxic i Turquia, economies que en cap cas poden considerar-se desenvolupades. De fet, l'OCDE és un club que incorpora ja un elevat nombre d'economies emergents.

de deute són clarament excessius per al grau de desenvolupament i credibilitat en els mercats de tots dos països (malgrat els esforços dels dos Bancs Centrals per mantindre-la); i encara que el creixement nominal és elevat, es deu solament a una inflació excessiva, que es trasllada a tipus d'interés onerosos. Tot això suposa que cap de les dues condicions de sostenibilitat es compleix, la qual cosa conduiria a un escenari molt preocupant a mitjà termini. Encara que el cas de Rússia és similar en matèria de creixement, inflació i tipus, l'Administració Putin ha tingut com una de les seues prioritats macroeconòmiques mantindre un reduït nivell de deute públic (molt reduït, podria afirmar-se, com s'observa en la Taula), la qual cosa, sumat al Fons Sobirà, amb centenars de milers de milions de dòlars procedents de les exportacions de petroli, elimina els dubtes sobre la sostenibilitat del deute públic.

### Per què aquests tipus d'interés tan reduïts?

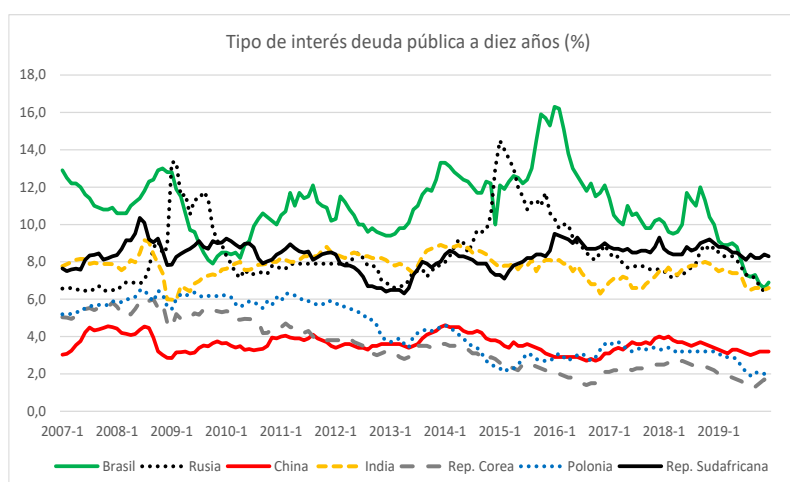
El Gràfic VI abunda en la trajectòria a la baixa, fins a nivells pròxims, en o fins per davall de zero (cal observar Alemanya o el Japó al final del període), dels tipus d'interés dels principals bons de deute públic (a deu anys) per a les economies desenvolupades.

Gràfic VI.- Tipus d'interés dels títols de deute públic a 10 anys. Selecció d'economies desenvolupades (%)



Font: elaboració pròpia. Dades: Bancs Centrals Nacionals; Instituts d'Estadística Nacionals

Gràfic VII.- Tipus d'interés dels títols de deute públic a 10 anys. Selecció d'economies emergents (%)



Font: elaboració pròpia. Dades: Bancs Centrals Nacionals; Instituts d'Estadística Nacionals

El Gràfic VII ens revela que una trajectòria similar, encara que menys acusada i lluny dels tipus pràcticament nuls vistos a Europa o al Japó, per als països emergents amb una adequada gestió macroeconòmica, especialment en termes de control de la inflació. Els qui no compleixen aquesta condició, afronten tipus ostensiblement superiors. Però, per què aquests tipus d'interés reduïts, sobretot a Occident, fins i tot en terminis llargs? La resposta que

sorgeix automàticament, és clar, és: Bancs Centrals-política monetària no convencional-compra massiva de deute públic en els mercats secundaris-preus del deute a l'alça-tipus d'interés a la baixa.

Sí... però no només això. Primer, la tendència a la reducció dels tipus d'interés, com ja s'ha apuntat, no naix arran de la Gran Recessió, ve des dels anys noranta del segle XX. Per a no fer-ho més llarg<sup>16</sup>, han influït en això: la reducció i l'estabilització de les taxes d'inflació, les tendències de les taxes d'estalvi i d'inversió mundials, que han seguit tendències divergents per múltiples factors (a l'alça i a la baixa, respectivament) i el desenvolupament dels mercats financers, amb creixents possibilitats de cobertura.

Ja centrant-nos en els últims anys i en l'accentuació de les reduccions de tipus en terminis cada vegada més llargs, és evident que l'expansió dels balanços dels Bancs Centrals, amb l'adquisició de deute públic per valor de bilions de dòlars (euros, iens...) tenen molt a veure amb això. És més, la intensificació d'aquestes mesures en resposta a l'actual crisi, i no diguem si s'estenguera la política (que manté el Banc Central del Japó) de dur a terme un control explícit de la corba de tipus d'interés, suposaria el manteniment dels tipus a nivells similars als actuals. Però no convé oblidar que també els inversors privats han reforçat els tipus a terminis mitjans, llargs i molt llargs a la baixa, amb una demanda creixent de bons públics, sobretot de països considerats segurs, pels motius següents:

- L'augment de la demanda per part d'inversors institucionals (fons de pensions, companyies d'assegurances), que reflecteixen un augment del desig d'aquestos actius segurs per part d'una població cada vegada més envellida.
- L'increment de la demanda d'actius segurs per part del sistema bancari, per a complir amb els nous i majors requisits de capital i liquiditat després de la Gran Recessió.
- L'augment de la incertesa global mou a l'alça la demanda general de la població d'actius segurs en el llarg termini.

Per tant, sembla que els tipus d'interés molt reduïts han arribat per a quedar-se, almenys per un temps i mentre no es reactive el creixement econòmic de manera estructural... i mentre els riscos d'aquestos nivells de tipus d'interés es continuen considerant inferiors als seus beneficis per part dels Bancs Centrals.

### ***Però, com s'han reduït els excessos de deute públic al llarg de la història?<sup>17</sup>***

Almenys sis mecanismes s'han emprat històricament, en major o menor mesura, amb superior o inferior èxit, per part dels Governos per a reduir nivells excessius d'endeutament. Breument, els referim seguidament, valorant-ne l'ocupabilitat en la situació actual.

- **Acceleració del creixement econòmic:** un major creixement millora directament la relació entre creació de riquesa nominal i tipus d'interés pagat pel deute, i indirectament, augmentant ingressos i reduint despeses, el saldo pressupostari primari.
  - Molt utilitzat? Clau en els processos de reducció de deute amb més èxit. El procés no és ràpid i sol requerir reformes estructurals.
  - Valoració: Òptim, no n'hi ha cap dubte.
  - Mecanisme utilitzable hui dia?: tot el món aposta per això, però si el creixement no era sòlid abans de la pandèmia era per raons que continuen estant-hi. Improbable sense reformes significatives. Els partidaris més estrictes de la idea del “estancament secular” ho veurien especialment difícil. Lògicament, amb reformes i polítiques macroeconòmica adequades, el marge és major en països emergents i en desenvolupament.
- **Consolidació fiscal:** mitjançant reduccions de despesa i/o increments d'impostos es millora de manera directa el saldo primari, i de manera indirecta, el tipus d'interés que ha de pagar-se per unitat de deute, si amb això augmenta la confiança entre els inversors.

<sup>16</sup> Requeriria un altre *Al microscopi*, que potser presentarem en un futur.

<sup>17</sup> El lector interessat pot trobar una resposta detallada i interessant en Simon, J. (team leader); Pescatori, A. and Sandri, D. (2012); “The good, the bad and the ugly: 100 years of dealing with public debt overhangs”, *IMF World Economic Outlook*, October. Chapter 3. O, més recentment, en Eichengreen, B.; El-Ganainy, A.; Pedro.Esteves. R. and Mitchener, K-J. (2019); “Public debt through the Ages”, *IMF WP/19/6*.



- Molt utilitzat? Quasi tots els processos de reducció de deute, llevat que esdevingueren mitjançant processos d'hiperinflació, han comportat, en major o menor mesura, una consolidació fiscal. Generalment, amb més èxit quan s'han recolzat en retallades en la despesa que en increments en els impostos.
- Valoració: Difícil seria trobar un país que no tinga marge de millora en l'eficiència en la despesa i en la recaptació fiscal. No obstant això, errors en el focus o la intensitat de les mesures poden provocar una deterioració en el creixement que acabe per revertir l'avanç en el sanejament dels comptes públics (no cal oblidar que l'important és la ràtio deute/PIB; és possible que disminuïska el deute i, no obstant això, empitjore la ràtio).
- Mecanisme utilitzable hui dia? A Occident, particularment a Europa, des de la Gran Recessió, consolidació fiscal = austeritat (quan no “austericidi”). Retallades significatives en la despesa pública resultaran políticament molt difícils d'implementar. Pot haver-hi més marge polític per la via dels increments impositius, però ha d'afinar-se en els objectius, perquè el cost econòmic de determinades propostes pot ser molt significatiu. En la resta del món, hi ha molt de marge per a la millora de l'orientació de la despesa. L'augment dels ingressos resulta molt complicat mentre la classe mitjana no siga l'estrat dominant<sup>18</sup>.
- Augment de la inflació: com s'ha explicat amb anterioritat, elevar la inflació efectiva respecte a l'esperada redueix el valor real del deute i suposa un transvasament de renda dels inversors al Govern, en la mesura en què la compensació per la inflació (l'esperada) que s'incorpora al tipus d'interés pagat pel deute és inferior a la inflació real. A més, amb els sistemes fiscals no totalment indicados, els augments nominals en renda (en compensació a la major inflació) suposen un augment de la recaptació fiscal fins i tot quan individus i empreses no milloren les rendes reals.
  - Molt utilitzat? Alta freqüència al llarg del temps, tant en el passat més remot com recentment, donat l'atractiu per als Estats.
  - Valoració: Per descomptat, es retalla el deute existent, de manera més efectiva com més gran és la taxa d'inflació aconseguida. Però amb costos majúsculs en termes d'accés posterior als mercats, més els propis de la inflació. I no cal oblidar que, en quasi tots els països, majoritàriament els propietaris de deute són persones (sobretot, d'una certa edat) i institucions (banca) nacionals. Una inflació superior a l'esperada no és sinó un impost sobre aquestos col·lectius, que en deteriora les rendes.
  - Mecanisme utilitzable hui dia? Poc probable, i amb menys possibilitats d'èxit que en el passat. D'una banda, la majoria dels Bancs Centrals tenen un mandat explícit de mantindre l'estabilitat de preus. Segon, hi ha seccions rellevants de l'endeutament públic (deute indicada a la inflació, deute a curt termini, deute nominat en divises fortes) per a les quals permetre una inflació excessiva té escàs efecte, quan no els té contraproductius, fins i tot en el curt termini. Tercer, en un món globalitzat, la penalització dels inversors pel que no deixa de ser un engany pot ser més costosa que mai.
- Repressió financera: ús de mecanismes (des de forçar l'adquisició de deute públic per part d'institucions nacionals a tipus limitats, a impedir la compra d'or, actiu segur alternatiu al deute públic, passant per la prohibició de vendre el deute) per a facilitar i abaratir la col·locació de volums de deute superiors i a menys cost del desitjat pels inversors.
  - Molt utilitzat? Amb bastant freqüència en èpoques passades, molt menys en el període recent.
  - Valoració: Emmascara el problema i el trasllada al sector privat, i el resol.
  - Mecanisme utilitzable hui dia? Impensable als països desenvolupats, que gaudeixen de finançament privilegiat entre altres coses perquè aquestes pràctiques es descarten. Enorme risc en altres països, que es garantirien una severa penalització en l'accés als mercats financers a canvi de rèdits efímers.
- *Venda d'actius públics*: l'aplicació dels fons rebuts per l'alienació d'actius suposa un mecanisme directe de reducció del deute, encara que sol implicar un minvament dels ingressos futurs que proporcionarien aquestos actius.

<sup>18</sup> Ja se sap que “els de dalt no paguen perquè no volen, els de baix perquè no poden i els del mig perquè no existeixen”.

- Molt utilitzat? De manera usual, encara que no sistemàtica i, generalment, amb caràcter secundari.
- Valoració: Útil quan es busquen altres objectius amb la privatització (millora de l'eficiència, augment de la competència, reducció de la corrupció i l'amiguisme...). Molt menys com a mecanisme de correcció fiscal, en la mesura en què avança ingressos, però no els augmenta.
- Mecanisme utilitzable hui dia? Marge mínim en països desenvolupats. A penes hi ha actius públics atractius per als inversors (com es va descobrir en el cas grec durant l'última crisi), i una part es consideren estratègics. Major marge en la resta del món, encara que amb massa freqüència, la privatització ha reportat menys al país del vertader valor de l'actiu. És el problema de les vendes d'emergència.
- **Default:** l'impagament/la reestructuració, total o parcial, voluntària o forçada, dels compromisos adquirits amb els propietaris del deute resulta, és clar, la forma més contundent per a reduir aquesta... i la de majors costos.
  - Molt utilitzat? Encara que se suposa que es tracta de l'última opció, quan les altres no són factibles, els processos de reestructuració han estat a l'ordre del dia al llarg del temps. Més freqüent que es tracte de reestructuracions parcials. Sobre la voluntarietat o no d'aquests, depèn molt què entenga l'observador per “voluntari”.
  - Valoració: Ha de ser efectivament un últim recurs, encara que en no pocs casos l'esgotament d'altres opcions té no tant caràcter econòmic com polític i social (hi ha un límit al que un país pot acceptar en termes d'estabilitat sociopolítica per continuar pagant, encara que tècnicament puga generar els recursos per a això). Quan l'impagament és a creditors externs suposa, amb alta probabilitat, l'exclusió durant un temps dels mercats internacionals de capital (i el no accés a un estalvi que pot ser vital), així com l'encariment del finançament futur. Si l'impagament és als propis ciutadans i institucions, podem reiterar l'indicat per a l'excés d'inflació: es tracta d'un impost encobert i esbiaixat.
  - Mecanisme utilitzable hui dia? Continuarà sent inevitable, en particular en el món emergent, on hi ha diversos processos de reestructuració en marxa. Això no ho fa més desitjable.

### **Conclusions. Una breu proposta per al futur**

Els nivells de deute públic, en el món en general i a Occident en particular, excessius abans de la pandèmia del COVID-19, es dispararan ostensiblement com a resposta a aquesta. La sostenibilitat d'aquest deute públic, segons hem revisat, depèn crucialment del manteniment de tipus d'interés en mínims històrics, amb les adquisicions massives d'aquest deute per part dels Bancs Centrals. Aquestes actuacions de les autoritats monetàries tenen costos, no xicotets, que abordarem en un futur *Al microscopi*, encara que és difícil negar que, hui dia, la reversió de l'activisme dels Bancs Centrals provocaria el col·lapse de l'economia global. Hem reflexionat també sobre les alternatives que, revisant la història, han permès reduir el deute públic en el temps. Quines haurien de ser les línies d'actuació en aquests moments?

1.- Els baixíssims tipus d'interés vigents en els mercats internacionals de capital per a deute mitjanament segur, fins i tot a terminis molt llargs, han d'aprofitar-se per a dissenyar programes que financen la transformació del model de creixement actual, del “sistema”, si es vol apuntar a majors. Recuperar el dinamisme de l'activitat econòmica mentre es persegueixen altres fins desitjables, des de la sostenibilitat a la inclusió, ha de ser l'horitzó immediat de tots els països desenvolupats i emergents més avançats, i estar en una mirada a termini un poc major per a la resta, que tenen, en molts casos, prioritats més immediates. Aquest és un objectiu que requereix inversions per valor de bilions de dòlars. Però l'estalvi necessari està disponible. El *Next Generation UE* és un exemple, encara que tímid per la seua dimensió, de per on cal d'avançar. La col·laboració pública-privada serà essencial en aquest procés. De posar en marxa amb promptitud aquestes actuacions, seria possible, a més, traure els Bancs Centrals del parany en la qual s'han vist obligats a entrar, el de ser, en paraules de Mohammed A. El-Erian, “the only game in town”, els sostenidors de tot l'entramat econòmic. La progressiva, encara que es lenta, normalització de la política monetària permetria, al seu torn, contindre els riscos i problemes que deriven de l'ultra expansió que es prolonga ja més d'una dècada.

2.- Encara que siguen termes injuriats en fòrums determinats i per uns certs grups polítics i col·lectius, la racionalització de la despesa pública, alhora que s'eliminen duplicitats i ineficiències, i les reformes estructurals pendents, diferents en cada país, són elements que contribuiran a un major creixement i a la reducció dels nivells de

deute públic.

3.- El tancament dels forats que permeten l'elusió fiscal és imprescindible en aquesta agenda. I això implica:

a.- Gravar de manera efectiva (i coordinada) activitats amb externalitats negatives per a la societat (“impostos verds”).

b.- Evitar que les grans empreses, mitjançant mecanismes complexos (i legals) que involucren a diferents països, paguen taxes impositives ínfimes, la qual cosa no sols exposa els Governos, sinó que destrossa una competència relativament equilibrada (encara que mai ho serà plenament) amb les xicotetes i mitjanes empreses, de manera que es trenca un principi essencial del sistema capitalista.

c.- Reduir l'economia submergida. No es tracta d'un mecanisme de supervivència, es tracta d'una estafa a la part de la societat que compleix amb els seus compromisos fiscals. Si l'economia no declarada (10% als països més complidors, 20-30% al sud d'Europa, molt més en bona part del món no desenvolupat) aflorara, els impostos mitjans podrien reduir-se per a tots.

4.- Si realment considerem l'actual crisi una situació excepcional i sobrevinguda, en la qual no es pot atribuir culpabilitat als països, probablement hauria de considerar-se un mecanisme també excepcional de finançament. Com ja es va apuntar en el nostre anterior *Informe Trimestral*, l'opció de compartimentar l'increment de deute derivat de la lluita contra la pandèmia i emetre aquest deute amb caràcter perpetu hauria de contemplar-se. Almenys a Occident, amb tipus d'interès a l'entorn del 3%, es tractaria d'un producte atractiu, que comportaria rendibilitat real per als inversors<sup>19</sup>, perquè la inflació és molt improbable que s'elevi fins a aquest nivell en el futur més enllà de moments esporàdics, però al seu torn, amb la resta de programa apuntat, seria senzill aconseguir un creixement nominal que més que superara aquesta xifra. Sense devolució del principal, l'impacte de la pandèmia sobre les finances públiques acabaria sent nul.

<sup>19</sup> Més enllà dels jocs de compra-venda en els mercats secundaris, simplement amb mantindre-la en cartera.

## Annex. Establint la sostenibilitat del deute.

- El deute en un període és la suma del deute del període anterior i el dèficit públic l'any en qüestió:

$$B_t = D_t + B_{t-1},$$

on B denota el deute públic i D el dèficit de l'exercici fiscal corrent.

- Si diferenciem el pagament d'interessos del deute de la resta de despeses públiques, tenim:

$$B_t = DP_t + (1 + r_t) B_{t-1},$$

on DP és el dèficit primari (dèficit global exclòs el pagament d'interessos) i r és el tipus d'interés (nominal) mig pagat pel deute viu.

- Introduint el creixement econòmic i escrivint-lo tot en relació al PIB (emprem les minúscules per a denotar que deute i dèficit s'expressen ara en aquesta forma), després d'una simple transformació matemàtica tenim

$$b_t - b_{t-1} = dp_t + (r_t - g_t) b_{t-1},$$

on g és el creixement nominal del PIB<sup>20</sup>.

- Suposant que el deute està sent pagat de la forma esperada l'any t-1, per a mantindre la ràtio deute/PIB estable, de manera que se'n garanteix la sostenibilitat, ha de complir-se:

$$-dp_t = (r_t - g_t) b_{t-1}$$

- Conceptualment, per tant, la ràtio deute/PIB es mantindrà estable si la suma del dèficit primari i la diferència entre el cost del deute i el creixement (multiplicat pel nivell de deute anterior) és igual a zero, el deute es reduirà si aquesta suma és negativa i augmentarà si aquesta suma és positiva. Per tant, el deute és sostenible si es compleixen les dues condicions següents:

- Hi ha superàvit primari.
- La taxa de creixement nominal del PIB és superior al tipus d'interés nominal mitjà pagat pel deute.

En cas de complir-se només una de les condicions, hauria de resoldre's l'expressió precedent. Si no es compleix cap de les dues, el deute segueix una trajectòria creixent que pot portar a la no-sostenibilitat.

<sup>20</sup> Cal remarcar que és important que el tipus d'interés i el PIB en aquesta expressió s'incorporen en termes nominals, atés que la inflació a considerar no és la mateixa. La inflació a compensar quan s'estableix el tipus d'interés del deute és l'esperada, mentre la inflació en el PIB nominal és l'efectiva. Això explica que, històricament, s'haja emprat la inflació, deixant que s'accelerara, com a mecanisme de reducció del deute real (mentre la inflació real s'eleva, l'esperada roman igual fins que cal renovar el deute / emetre nou deute). Això suposa un guany per al deutor (els Estats, en el cas del deute sobirà) i una pèrdua per als inversors.



**VCFI**<sup>®</sup>  
Valencia Containerised  
Freight Index

Editat per:



Panelistes:

