



Informe Trimestral d'Entorn Econòmic

Dr. Vicente J. Pallardó

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

ENTORN ECONÒMIC GLOBAL- Tercer trimestre 2020

Introducció

El tercer trimestre de 2020 s'anticipava com l'inici d'una recuperació vigorosa per a l'economia mundial, potser no exempta de clots, respecte al major enfonsament econòmic registrat en temps de pau, resultat de la pandèmia provocada per la COVID-19 i de les mesures de tota índole adoptades per a contindre-la. I, encara que durant el mes de juliol i d'agost el ritme de recuperació va superar, fins i tot, les expectatives, la segona onada del coronavirus, descontrolada en no pocs països, ha refredat considerablement les dades i, més encara, les expectatives dels agents econòmics, a més d'alimentar la polèmica, vigent ja des dels orígens de la pandèmia, sobre la millor estratègia per a minimitzar-ne els costos humans, socials i econòmics.

Aquest *Informe Trimestral* s'obri amb el nostre habitual quadre general de síntesi de situació, Clima Econòmic i Tendències, en el qual constatarem el tenor del moment i les perspectives de l'economia mundial. Seguidament, el nostre *Decàleg de situació* s'obri amb una presentació gràfica de la comparació, per a les economies mundials principals, dels costos econòmics i humans de la pandèmia, apuntant també a les restriccions establides a ciutadans i a activitats diverses en resposta a aquesta. Per desgràcia, Espanya no apareix en una posició precisament favorable en aquesta comparativa. Prosseguirem amb les reflexions sobre aspectes essencials de l'evolució econòmica dels últims mesos, des dels canvis en les polítiques macroeconòmiques (incloent-hi la nova estructura aprovada per la Reserva Federal dels Estats Units per a la política monetària) als moviments més rellevants en els mercats de matèries primeres o de divises, entre aquests, la (preocupant?) apreciació de l'euro. No oblidarem els debats sobre la continuació de les ajudes excepcionals a empreses i treballadors articulades en resposta al coronavirus, o la súplica del Fons Monetari Internacional als Governos en pro d'un increment substancial de la inversió pública. I dedicarem un breu pensament als “resultats econòmics de Trump”, en vespres d'unes eleccions presidencials que poden marcar el futur econòmic global.

Finalment, en la nostra secció *Al microscopi* aprofitarem la dimissió, per motius de salut, del primer ministre japonès, Shinzo Abe, per a valorar fins a quin punt ha resultat o no reeixida la seua famosa *Abenomics*, i les tres fletxes (monetària, fiscal, reformes estructurals) que havien de transformar l'estancada economia japonesa. A més, tancarem amb una anotació sobre si l'experiència nipona serveix d'avançament al futur de l'economia de l'Eurozona. El quadre final d'aquesta secció mostrarà que les similituds són, com a poc, inquietants.

Clima econòmic i tendències

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

Com entendre el Quadre de Clima Econòmic i Tendències:

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



b.- **Tendència:** s'hi indica la previsible evolució, des del moment de redacció de l'informe i en el curt termini (3-6 mesos següents), per a cadascun dels factors determinants, amb opcions d'evolució positiva/neutra/negativa (expansiva/neutra/contractiva en el cas de les polítiques macroeconòmiques) per a 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.- Durant diverses setmanes, les notícies sobre el ritme de recuperació econòmica van mostrar un manifest biaix positiu. Per a això es van combinar la pràctica eliminació de les restriccions a l'activitat productiva en la major part de les economies, un suport monetari i fiscal, en particular a Occident, que n'aconseguia la plenitud, i el retorn a la despesa dels consumidors, tant en béns de consum durador, la compra del qual si hi havia posposat durant els confinaments, com en activitats de serveis de proximitat, abans restringides o prohibides. Per desgràcia, el final de l'estiu i el principi de la tardor han sigut testimonis d'una segona onada de la pandèmia, molt més marcada a Occident i Amèrica Llatina (on pot debatre's, fins i tot, si la primera ni tan sols va cessar) que a Àsia o Àfrica, però que, en tot cas, torna a introduir tant restriccions a les activitats quotidianes i productives com una incertesa que amenaça amb congelar de nou la despesa. Com mostra el primer determinant del nostre *Clima Econòmic i Tendències*, l'Activitat Econòmica ha sigut inequívocament més dinàmica en el tercer trimestre que en el segon, però les expectatives immediates s'han enfosquit apreciablement.

L'evolució de les diferents economies, entre àrees geogràfiques, però també dins d'aquestes, està sent bastant dispar, fet que ocorre també amb els costos humans i socials de la pandèmia i de les mesures de resposta. Per això, en aquest primer punt del nostre *Decàleg*, presentem una sèrie de gràfics que plasmen aquesta divergència entre els resultats en les citades dimensions per a les economies del G-20, Espanya i Suècia¹. Per a dur-ho a terme, es faran servir els indicadors següents:

- Econòmic: diferència entre el creixement econòmic previst per l'OCDE per als països esmentats a la fi de 2019 i l'última previsió, efectuada al setembre de 2020².
- Sanitaris/humans: número de morts i nombre de casos (corregits per la població), d'acord amb la informació oferida fins al dia 5 d'octubre per la Universitat John Hopkins³.
- Limitació a l'activitat: nombre mitjà de restriccions diàries (a la mobilitat general, l'activitat econòmica, l'escolaritat...), entre l'inici de març i el final de setembre de 2020, segons la informació proporcionada per la Universitat d'Oxford⁴.

Noteu que els gràfics que es presenten seguidament constitueixen una síntesi de la informació disponible per a les principals economies mundials en les dimensions esmentades, i no s'hi incorpora, en aquest moment, una valoració sobre les explicacions alternatives que es poden trobar per a tan ostensibles diferències de resultats⁵. Entre aquestes, podrien apuntar-se les d'índole econòmic (estructura productiva de cada país, flexibilitat de l'economia per a respondre a xocs d'aquesta magnitud, velocitat i pertinència de les ajudes públiques oferides...); les de la qualitat del tipus de resposta a la pandèmia (rapidesa en l'adopció de les mesures, intensitat d'aquestes, continuïtat en el temps de les decisions, coordinació de les administracions encarregades d'implementar-la...); o les de caràcter social/psicològic (tipus de lideratge dels màxims responsables de cada país, acceptació dels ciutadans de les restriccions patides, costums socials, estructura demogràfica...). El debat serà interminable i, probablement, molt difícil de resoldre de manera inequívoca per molta literatura que s'escriu sobre aquest tema.

Però, en tot cas, el que no pot dubtar-se és que, en els Gràfics 1-3, situar-se cap al Nord-oest d'aquests denota la pitjor

¹Suècia s'incorpora a l'anàlisi per l'estratègia diferencial adoptada pel seu Govern en resposta a la pandèmia.

²En els casos d'Espanya i de Suècia, no incorporats en aquesta previsió més recent de l'OCDE, s'empren les expectatives més pròximes en el temps dels respectius Bancs Centrals.

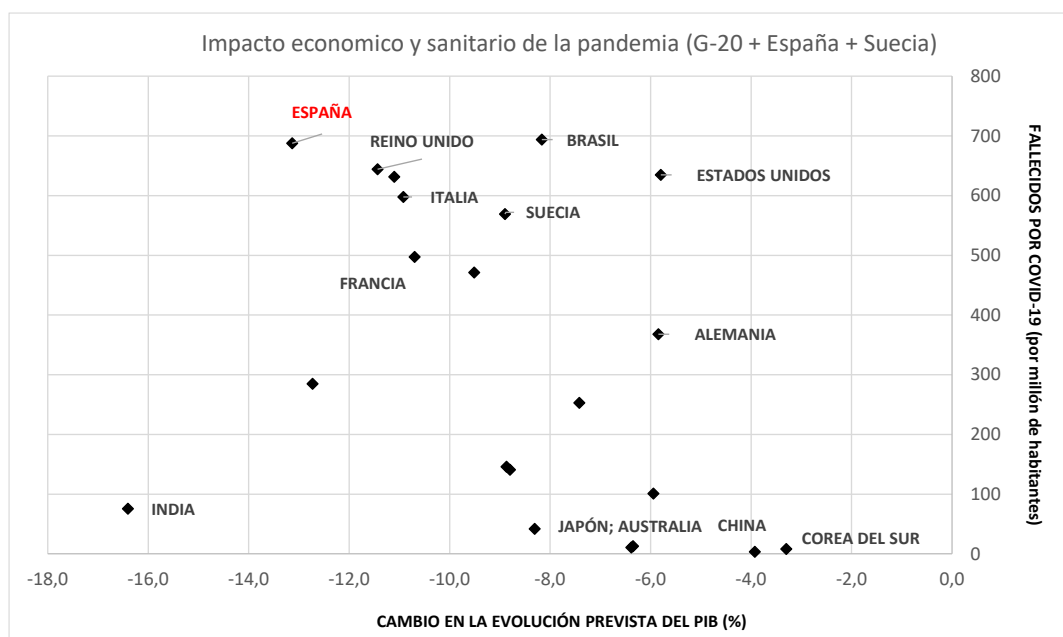
³Veure la completíssima informació oferida pel Projecte de seguiment de les conseqüències mèdiques del coronavirus (*Coronavirus Research Center*) d'aquesta Universitat estatunidenca en <https://coronavirus.jhu.edu/>

⁴Pot consultar-se l'excel·lent treball d'aquesta universitat britànica en el seguiment de l'activitat dels Governos (projecte *Oxford COVID-19 Government Response Tracker* en <https://www.bsg.ox.ac.uk/research/research-projects/coronavirus-government-response-tracker>).

⁵Veure en el capítol 2 del World Economic Outlook d'octubre (<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/09/30/world-economic-outlook-october-2020>) un intent d'avaluar els factors que poden influir en aquestes manifestes diferències. Noteu, en particular, l'abundantíssima bibliografia citada al final del capítol sobre articles acadèmics abordant ja aquestes qüestions, molts d'aquests, com es tem, una miqueta precipitats, donat el temps transcorregut de l'epidèmia i les limitacions i la provisionalitat de les dades.

combinació possible de resultats... i és on se situa Espanya.

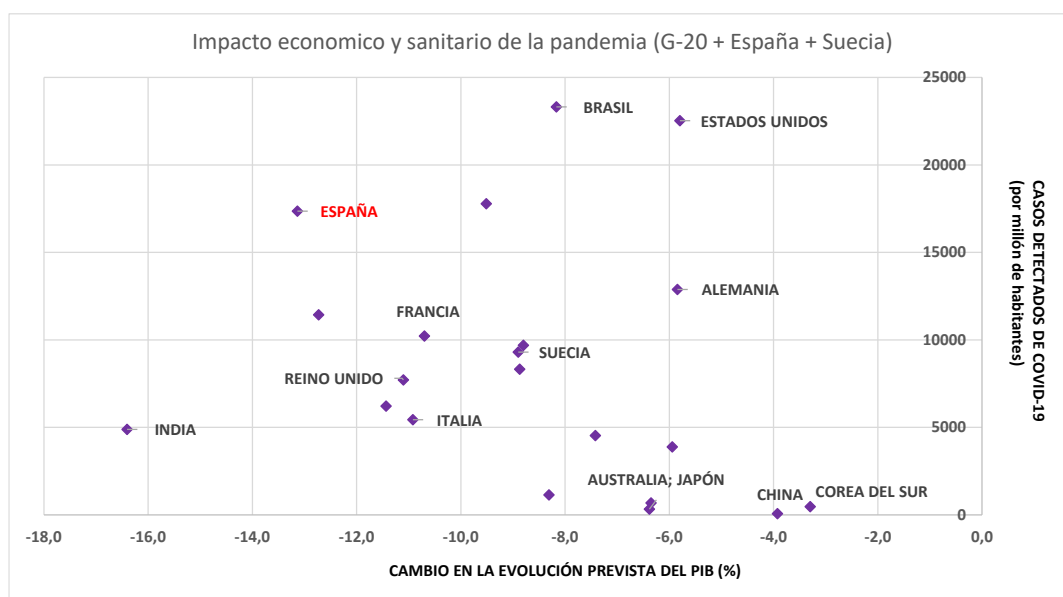
Gràfic 1.- Impacte econòmic i sanitari de la pandèmia. Països del G-20, més Espanya i Suècia.



Font: elaboració pròpia. Dades: OCDE; Universitat John Hopkins.

Nota: Veure text principal per a la descripció de les variables incorporades en el Gràfic.

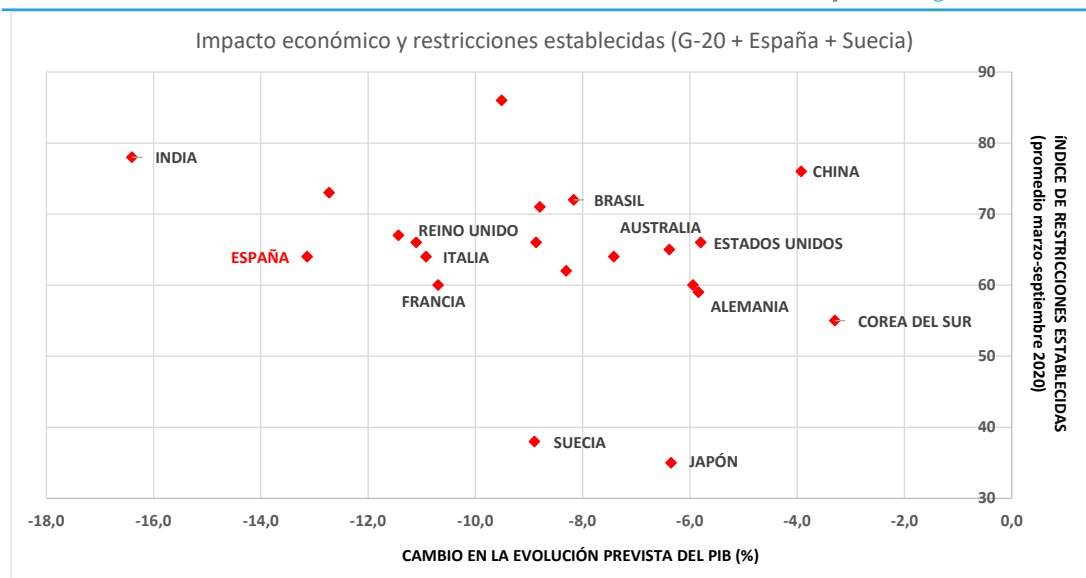
Gràfic 2.- Impacte econòmic i sanitari de la pandèmia. Països del G-20, més Espanya i Suècia.



Font: elaboració pròpia. Dades: OCDE; Universitat John Hopkins.

Nota: Veure text principal per a la descripció de les variables incorporades en el Gràfic.

Gràfic 3.- Impacte econòmic i restriccions establides. Països del G-20, més Espanya i Suècia.



Font: elaboració pròpia. Dades: OCDE; Universitat d'Oxford.

Nota: Veure text principal per a la descripció de les variables incorporades en el Gràfic.

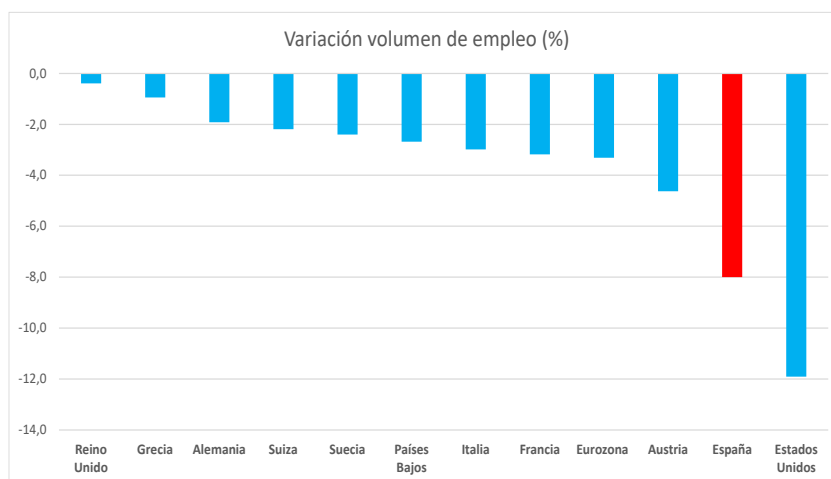
Sense ànim d'exhaustivitat, al marge dels resultats deficientment perceptibles en el cas espanyol, podem subratllar algunes conclusions que deriven d'aquests tres Gràfics. Primer, que la combinació de resultats econòmics i sanitaris dels països asiàtics (pot incorporar-se Austràlia i ha d'exceptuar-se l'Índia), és clarament superior a la de la resta. Potser això explica la conclusió més significativa de l'estudi de l'FMI (veure Nota al peu 5), que indica que restriccions intenses i primerenques condueixen a millors resultats macroeconòmics. Perquè, per contra, i seria la segona conclusió derivada dels Gràfics superiors (en particular, el 3), sí que sembla haver-hi un trade-off entre el volum mitjà de restriccions i l'impacte econòmic de la pandèmia; és a dir, a major nombre de restriccions, major l'enfonsament del PIB. Tercer, retornant als Gràfics 1 i 2, i encara que per als casos dels Estats Units i el Brasil pot suggerir-se un cert sacrifici en termes sanitaris en pro d'un menor impacte econòmic, el conjunt dels 22 països analitzats mostra una correlació positiva entre major enfonsament econòmic i superior nombre de morts (o de casos), sempre corregint per la grandària de la població. Quart, els resultats per a Alemanya són sensiblement millors, sempre considerant les tres dimensions (econòmica, sanitària, restriccions) que per als altres quatre grans països europeus; mentrestant, queda ja apuntat, els d'Espanya són apreciablement pitjors. Per tancar ja aquestes consideracions, és destacable que el nombre mitjà de restriccions a l'activitat de ciutadans i d'empreses ha confluït amb el transcurs del temps (amb les excepcions del Japó i, especialment, amb una estratègia de resposta radicalment diferent, de Suècia). Per tant, la majúscula diferència en les conseqüències de la pandèmia hauran de buscar-se o bé més en l'oportunitat, pertinència i estabilitat de les mesures (no en número), o bé en altres factors, ja apuntats més amunt, d'altres dimensions diferents.

II.- Amb el transcórrer del temps, s'acreu la necessitat d'ajustar amb precisió la dimensió i els objectius de les ajudes públiques davant la crisi, de tal manera que se sostinga l'activitat i l'ocupació amb futur, però no es prolongue en excés l'enterrament de recursos en sectors, empreses, ocupacions i projectes inviables. Certament, a molt curt termini, les dades són els prou alarmants com perquè la majoria dels analistes i de les institucions aposten per la continuïtat de les ajudes. Així, l'Organització Mundial del Treball ha estimat en l'equivalent a 495 milions d'ocupacions a temps complet (més de la sisena part del total mundial), la pèrdua d'activitat laboral entre l'últim trimestre de 2019 i el segon de 2020, en el punt culminant (en termes econòmics) de la crisi. Com mostra el Gràfic 4, per als principals països europeus i als Estats Units, aquestes reduccions d'ocupació (amb independència que, en la majoria, els afectats han rebut subsidis per a compensar la pèrdua de renda), també són molt dispersos... i la comparativa tampoc és favorable per a Espanya.

No obstant això, a mesura que la situació millora, serà crucial passar d'un "moment keynesià", en el qual preval la continuïtat de l'activitat com a forma no sols de reduir la dimensió de la crisi sinó d'evitar pèrdues de projectes empresarials (i, per tant, d'ocupacions) amb futur, com desgraciadament va ocórrer, per exemple, en el sud d'Europa, durant la recent Gran Recessió, fet que alguns experts denominen "moment schumpeteriano". És a dir, serà necessari deixar de subvencionar la continuïtat d'empreses sense viabilitat futura (les cada vegada més esmentades "empreses zombis").

Gràfic 4.- Evolució de l'ocupació entre 2019: 4t Tr. i 2020: 2n Tr. (% de variació sobre l'ocupació total).

Economies seleccionades



Font: elaboració pròpia. Dades: OCDE.

Els costos d'aquesta continuïtat artificial són significatius. Primer, limita l'entrada de noves empreses, generalment més productives i innovadores (d'una altra forma, difícilment podrien ocupar el mercat). Segon, condueixen a una pèrdua de confiança en l'economia; d'una banda, respecte a la qualitat del crèdit bancari, fet que danya el sistema financer. D'altra banda, a la resta d'empreses, que patiran pèrdues creixents quan les companyies “zombis” es vegin impossibilitades a complir amb els compromisos adquirits.

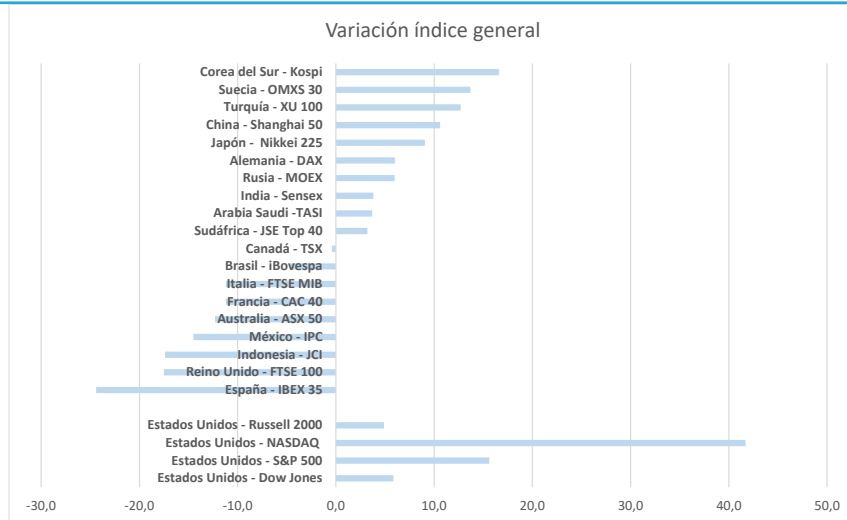
Per descomptat, deixar de sostindre aquestes empreses comporta pèrdues d'ocupacions que, en alguns països, poden ser considerables. Modificar la visió, des de protegir l'ocupació fins a protegir el treballador (amb programes de requalificació efectiva i incentius per a moure's a altres sectors amb major futur), que ha de transcórrer en línia amb aquesta major selecció en la concessió d'ajudes.

III.- Durant les últimes setmanes s'ha produït un creixent nombre de comentaris sobre l'aparent desacoblament dels Mercats de Valors, amb significatius moviments a l'alça, i la preocupant evolució de l'economia global. Particularment cridaner va ser l'avanç dels índexs generals en el mes d'agost passat, quan el global MSCI World Index per als països desenvolupats va tindre el millor comportament des del 1986 (+6.6%), i el All Country World Index, el major avanç des del 1988 (+6.3%). La coincidència temporal d'aquestes dades amb la confirmació dels majors enfonsaments en l'activitat econòmica registrats en temps de pau (els corresponents al segon semestre de l'any) van sembrar els dubtes sobre tal disparitat i les seues possibles implicacions. Per descomptat, la primera explicació es va dirigir a subratllar que, “una vegada més”, les intervencions massives dels Bancs Centrals feien més per *Wall Street* que per *Main Street*, és a dir, pel món financer que per l'economia real. Més enllà que ni l'un ni l'altra hagueren sobreviscut a la pandèmia sense severíssims enfonsaments en absència d'aquestes mesures monetàries, convé afegir algunes altres anotacions explicatives a la citada divergència entre les dades dels mercats i els de creixement econòmic.

Primer, com revela el *Gràfic 5*, el comportament dels principals índexs borsaris internacionals és molt dispar en el que portem de 2020. La correlació simple entre l'impacte de la pandèmia sobre el creixement econòmic i l'evolució d'aquests índexs és positiva i significativa (+0.39), especialment per als països desenvolupats (+0.79). Per tant, realitat i mercats no semblen tan desacoblats. No ha d'oblidar-se que els mercats han d'anticipar les perspectives de les empreses, no mirar al passat immediat, i sembla evident que els millors registres es mostren en les economies que, almenys en les previsions, es veuran menys castigades per la crisi.

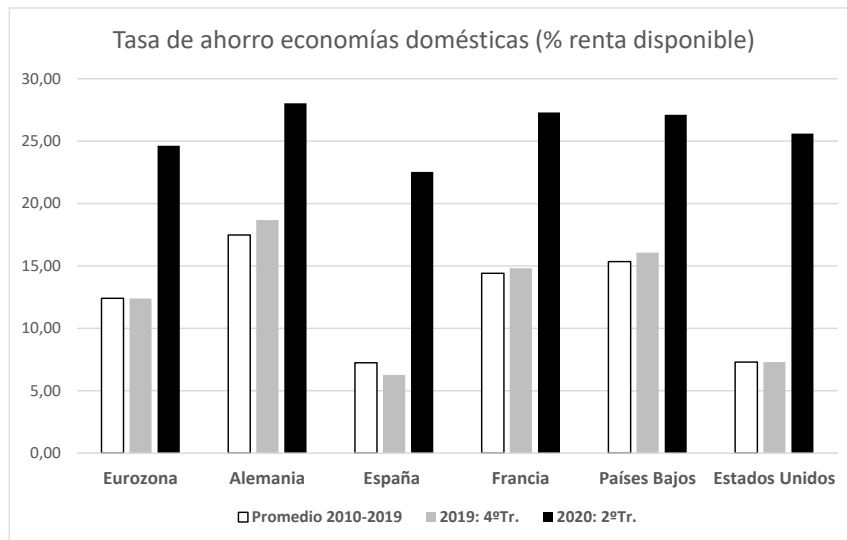
Adicionalment, resulta evident que la major part de sectors, especialment els de manufactures, han sigut capaços de restablir els cicles productius i de distribució a una velocitat notable, i queden a l'espera (començaven, de fet, a beneficiar-se, almenys abans de la segona onada del virus) de la “pent-up demand”, és a dir, de la demanda acumulada i pendent de satisfer-se per part dels consumidors. Si la taxa d'estalvi és un indicatiu de la magnitud potencial d'aquest consum posposat (vegeu *Gràfic 6*), hi ha motius per a l'optimisme... almenys si s'avança cap a la normalització de la situació sanitària.

Gràfic 5.- Evolució d'índexs borsaris internacionals. Gener 2020-principi octubre 2020 (% de variació)



Font: elaboració pròpia. Dades: Borses internacionals.

Gràfic 6.- Taxa d'estalvi de les economies domèstiques (% de la renda disponible)



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

D'altra banda, si se centra l'atenció en els mercats estatunidencs, l'espectacular avanç del NASDAQ (un 42% en els primers nou mesos de l'any) contrasta vivament (vegeu la part inferior del Gràfic 5) amb millores molt més modestes de la resta de principals indicadors, en els quals pesa menys el sector tecnològic o s'acull a un nombre molt major d'empreses, incloent-hi les de grandària mitjana (l'Índex Russell 2000, per exemple, només pujava un 4.9% en aquests tres primers trimestres). Per tant, el que semblen recollir les cotitzacions és el reconeixement dels avantatges que la nova economia, amb potenciació del digital i de la no presencialitat, suposen per a les grans empreses tecnològiques que, juntament amb Amazon, han acaparat bona part dels guanys en aquest any 2020. Que potser aquests avanços en les cotitzacions han exagerat o anticipat en excés tals beneficis és un debat obert.

IV.- Potser l'esdeveniment de major importància estructural dels succeïts en els passats mesos és la modificació al marc de la política monetària per part de la Reserva Federal⁶. Encara que una anàlisi detinguda d'aquesta (i de les implicacions d'un nou gir expansiu en la política monetària, que és el que suposa en realitat aquesta revisió) serà mereixedor d'un esforç més detallat en un futur *Al Microscopi*, no podem deixar d'oferir ací unes pinzellades sobre aquest tema⁷.

⁶ També es troba sota revisió el que presideix la política monetària del Banc Central Europeu.

⁷ Encara que són múltiples els textos dedicats a avaluar aquest canvi d'estratègia que poden consultar-se, el lector interessat no hauria de deixar de llegir la presentació d'aquest per part del Sots-Governador de la Fed, Richard Clarida, davant el Peterson Institute for International Economics (accessible en <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/clarida20200831a.htm>).

Conceptualment, la Reserva Federal ha modificat el seu objectiu d'inflació flexible (*Flexible Inflation Target*), en essència la consecució a mitjà termini d'una taxa d'inflació no superior al 2%, compatible amb la definició d'estabilitat de preus, pel de objectiu d'inflació mitjana flexible (*Flexible Average Inflation Target*). La subtilesa d'incorporar el terme *Average* té implicacions significatives, perquè suposa que, a períodes d'inflació inferiors al 2% anual (el més habitual des de la Gran Recessió), han de seguir no uns altres d'inflació al voltant del 2%, com anteriorment, sinó períodes d'inflació anual superior al 2%. En la pràctica, aquesta nova aproximació suposa acostar-se molt a un objectiu de nivell de preus (*Price Level Targeting*), en el qual les desviacions, respecte al 2% anual, a la baixa de la senda de creixement dels preus ha de corregir-se amb desviacions de sentit oposat. Possiblement, per a la Fed el concepte de *Flexible Average Inflation Target* té dos avantatges sobre el *Price Level Targeting*; primer, confereix més flexibilitat en la correcció de les desviacions; segon, evita canviar el nucli principal de la definició de l'objectiu (d'inflació a nivell de preus), la qual cosa, en l'època de la transparència i el valor d'una bona comunicació, pot no ser superflu.

Altres dos elements del nou marc han de subratllar-se. Primer, l'augment del pes conferit a la plena ocupació en l'estratègia de la Fed. Encara que ja formava part, juntament amb l'estabilitat de preus, dels objectius de la Reserva Federal⁸, crucialment es modifica la idea que la Fed respondria a desviacions de la taxa d'ocupació respecte a l'estimació de la taxa de plena ocupació pel concepte de resposta només davant dèficits (shortfalls) d'ocupació respecte a aquesta estimació de la taxa de plena ocupació. És a dir, la Fed ja no actuarà (en absència de pressions inflacionistes) quan la taxa d'ocupació siga superior a la (estimada) de plena ocupació. Reforçant aquest aspecte substancial, i encara que resulte anecdòtic, en la nova estratègia l'objectiu de plena ocupació apareix en la redacció efectuada *davant*, i no *darrere*, de l'objectiu d'estabilitat de preus.

L'altre aspecte que destaquem en aquesta aproximació general al canvi efectuat per la Reserva Federal és que es defineix la nova estratègia, com ara, la de *política monetària simètrica*. Dues anotacions al respecte. D'una banda, encara que el canvi relatiu a l'objectiu d'inflació, en efecte, constitueix un esforç per una aproximació més simètrica a aquest, el relatiu a la plena ocupació és exactament el contrari, elimina la simetria existent en l'estratègia anterior. D'altra banda, si alguna cosa ha caracteritzat, en opinió d'almenys un bon nombre d'experts i analistes de mercat, a la Reserva Federal en les passades dècades, és una asimetria de sentit oposat al qual aparentment es pretén corregir amb aquest canvi d'estratègia. És a dir, que la Fed s'ha mostrat molt ràpida i enèrgica a reduir tipus d'interés quan la situació ho demandava (o no tant), i bastant més pausada i timorata quan s'ha requerit un enduriment de la política monetària. El concepte de *Greenspan put*⁹, relatiu a aquesta prestesa de la Fed a l'hora de relaxar les condicions monetàries, no va sorgir del no-res.

Previsibles implicacions en la pràctica de la nova estratègia de la Reserva Federal? Una ostensiblement major exigència perquè la normalització de la política monetària s'iniciï, primer, i es desenvolupi, després. Amb la inflació excessiva (i ara haurà de ser sensiblement major que el 2% durant un període prolongat perquè es considere com a tal) com a únic element que pot propiciar l'enduriment monetari (ja no ho farà la taxa de desocupació, per reduïda que siga), i les forces de la globalització ofegant qualsevol índex de creixement de preus de béns i serveis, que no dels preus dels actius que, per cert, es continuen ignorant en la revisió dels objectius de la Fed, pot esperar-se un *lower for longer*. És a dir, cal comptar amb tipus en mínims més expansió quantitativa¹⁰ durant anys. La previsió dels mercats són tipus d'interés de referència essencialment en zero fins a 2023.

No són pocs els que dedueixen de la nova estratègia un *low forever*, és a dir, que no es veuran tipus ni moderadament superiors a zero en el futur.

I alguns, una minoria (de moment), pensen que aquestes modificacions ens acabaran conduint a un *too low for too long*... de nou¹¹.

V.- En la línia de les recomanacions dels últims mesos, el Fons Monetari Internacional ha emprat el capítol analític del recent Fiscal Monitor a insistir als Governos sobre la necessitat d'incrementar la inversió pública, no sols com a

⁸Encara que generalment es fa referència a un objectiu dual (estabilitat de preus i plena ocupació), els estatuts de la Reserva Federal dels Estats Units fan referència (i no s'ha modificat en aquesta revisió) també a la necessitat de “mantindre tipus d'interés moderats a llarg termini”. Usualment, aquesta tercera pota s'omet, bé perquè és molt més difusa que les dues primeres, bé perquè, almenys en aquests últims anys, requereix un esforç apreciable acceptar que els vigents tipus d'interés pròxims a zero, a dècades vista, puguin definir-se com a “moderats”.

⁹ Alguns, menys nombrosos, analistes van afegir-hi el de Bernanke put, en referència a Ben Bernanke, successor d'Alan Greenspan al capdavant de la Reserva Federal.

¹⁰ L'expansió quantitativa, és a dir, les adquisicions d'actius, s'entén com a part dels instruments convencionals d'actuació de la Reserva Federal arran d'aquesta revisió de l'estratègia. Un altre element més de gir expansiu en aquesta.

¹¹ Tipus d'interés massa baixos durant massa temps constitueixen, per a alguns analistes, entre els quals s'inclou l'autor d'aquests *Informes Trimestrals*, una de les raons que expliquen la Gran Recessió.

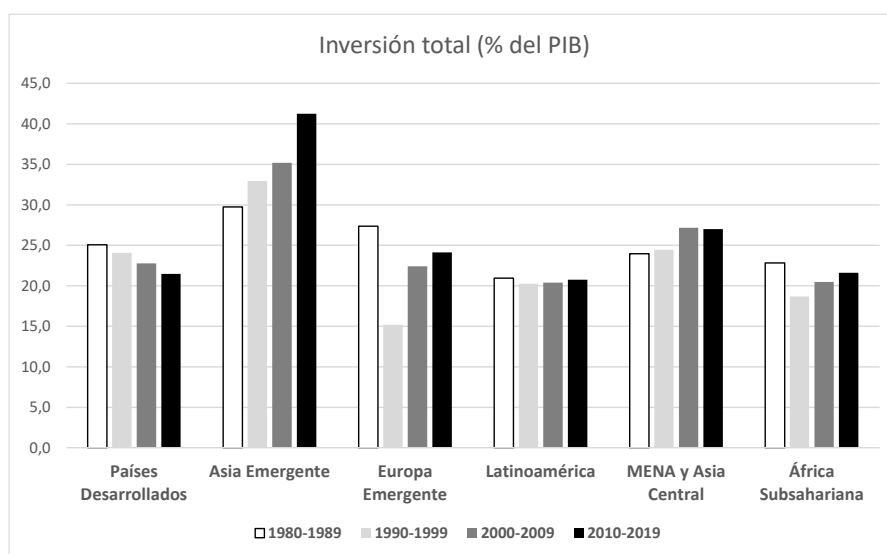
mecanisme de resposta a l'actual crisi provocada per la pandèmia, sinó com la millor manera de transformar les economies i potenciar el creixement econòmic futur¹². L'FMI apunta al fet que un augment de la inversió pública en un 1% com a percentatge del PIB incrementaria el nivell de producció en un 2% al cap de dos anys (moment del major efecte multiplicador) i permetria crear fins a 7 milions d'ocupacions directes i entre 20 i 33 milions d'ocupacions indirectes, que serien molt ben vingudes quan el vertader cost de la pandèmia en termes d'ocupació (finalitzats els esquemes de protecció que estan sostenint empreses i llocs de treball poc viables) es pose de manifest.

L'FMI apunta inequívocament a tres línies fonamentals d'inversió a la cerca d'una autèntica transformació estructural: infraestructures (no sols construcció de nous elements sinó, molt especialment, el manteniment d'aquests, que no en són pocs, la degradació dels quals és evident en bona part d'Occident), digitalització, per a ciutadans i empreses, especialment les Pimes, i transformació "verda", imprescindible més enllà de l'àmbit econòmic. Coincideixen aquestes prioritats amb les del Pla de Recuperació per a Europa ("Next Generation UE"), o el Pla francès de reforç del finançament europeu, amb 100 miliards d'euros, que inclou també substancials rebaixes fiscals per a les empreses. El pla alemany, sense obviar aquests mateixos objectius, està més esbiaixat a reforçar el consum¹³.

L'oportunitat d'aquestes recomanacions del FMI és notable des del punt de vista conjuntural. Primer, per la severitat de la crisi llegada per la COVID-19. Segon, per l'ínfim cost de finançament del deute públic, especialment als països desenvolupats, fins i tot en els terminis més llargs. Tercer, perquè hi ha escàs risc d'expulsar la inversió privada, donat el fort retraïment d'aquesta en un ambient d'alta incertesa, ja anterior a la pandèmia i del qual hem escrit des del començament d'aquests *Informes Trimestrals* fa ja un any i mig.

Però, a més, els *Gràfics* següents posen de manifest que la necessitat d'accentuar la inversió (la pública té el seu valor propi i el d'incentivar, addicionalment, la privada) és estructural. El *Gràfic 7* mostra que, excepte a Àsia Emergent, on les taxes no solament són elevades sinó creixents, la inversió com a percentatge del PIB ha vingut reduint-se de manera sistemàtica en les últimes dècades (Occident), o estiga estancada en nivells clarament insuficients per al desenvolupament dels respectius espais econòmics (Llatinoamèrica, Àfrica, Orient Mitjà i Nord d'Àfrica).

Gràfic 7.- Taxes d'inversió total (% del PIB)



Font: elaboració pròpia. Dades: FMI.

El *Gràfic 8*, d'altra banda, revela la caiguda de l'esforç inversor en bona part d'Occident, des del Japó als Estats Units, passant per Alemanya, en els últims 40 anys¹⁴. En alguns casos (Grècia, Itàlia, Regne Unit), els nivells actuals són summament insuficients, amb la tendència estructural a la baixa reforçada per les conseqüències sobre les finances públiques i les expectatives privades de la passada Gran Recessió.

Sens dubte, és l'hora per a una forta intensificació internacional dels programes d'inversió productiva, en les línies apuntades pel Fons Monetari Internacional i el Pla Europeu de recuperació, i, encara que només siga per les baixes taxes

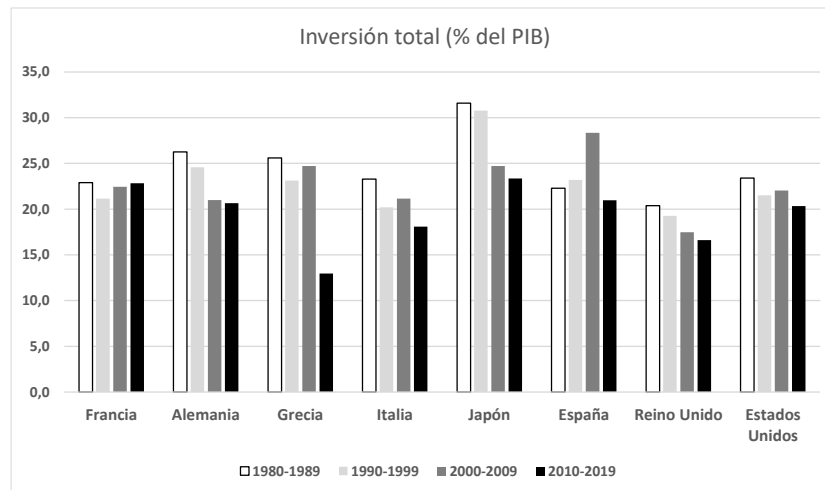
¹²Es pot consultar el text citat en <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2020/09/30/october-2020-fiscal-monitor>.

¹³ El pla del Govern espanyol, encara que ja delinea, sembla dependre quasi per complet dels fons europeus, i aquests, equivocadament i desafortunada, sembla que poden retardar-se sensiblement en el desplegament en els països beneficiaris.

¹⁴ El fort repunt que s'observa en Espanya en la primera dècada del present segle, és clar, no es deu a l'avanç de la inversió útil per a transformar estructuralment l'economia, sinó a la massiva construcció d'habitatges.

actuals d'inversió i per disposar d'un accés fàcil i barat al finançament, Occident ha d'encapçalar aquest esforç global.

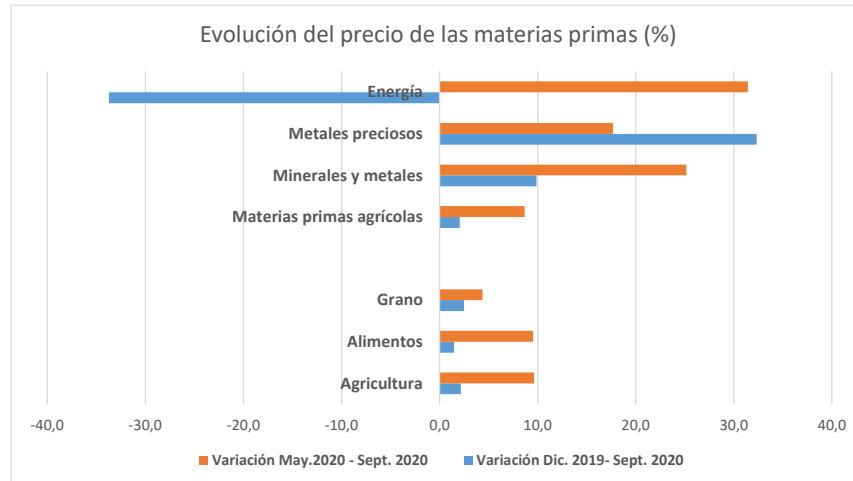
Gràfic 8.- Taxes d'inversió total (% del PIB)



Font: elaboració pròpia. Dades: FMI.

VI.- En els nostres *Decàlegs de Situació* dediquem habitualment un espai a analitzar el comportament dels fonamentals mercats de matèries primeres que, en general, es mantenen ara a l'expectativa de la consolidació (o no) de la recuperació, havent rebotat els preus (particularment en el cas de l'energia), des dels mínims als quals els va conduir la pandèmia. La majoria (però no en el del component energètic), com revela el *Gràfic 9*, han recuperat o superat lleugerament els nivells de finals del passat any, tampoc massa pròsper, davant els dubtes que en aquells dies existien sobre el ritme de creixement econòmic global.

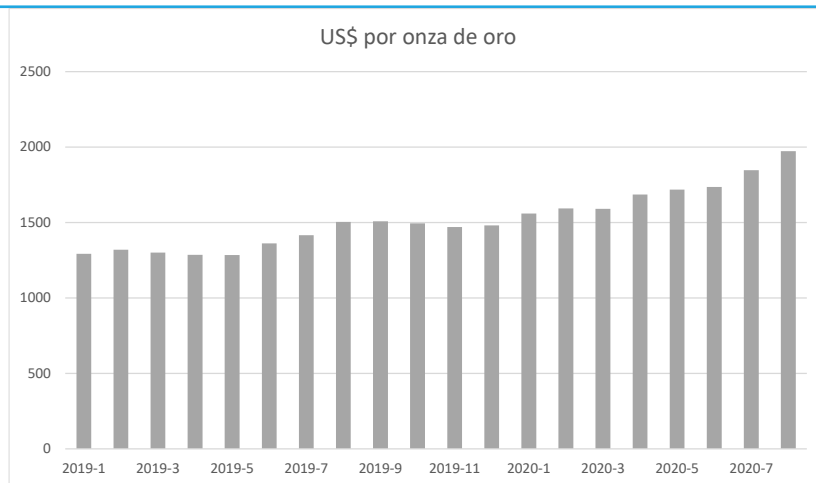
Gràfic 9.- Evolució del preu de matèries primeres (%). Grups seleccionats



Font: elaboració pròpia. Dades: Banc Mundial.

Però, en aquests últims mesos, dos tipus de matèries primeres han rebut atenció per la trajectòria alcista dels preus.

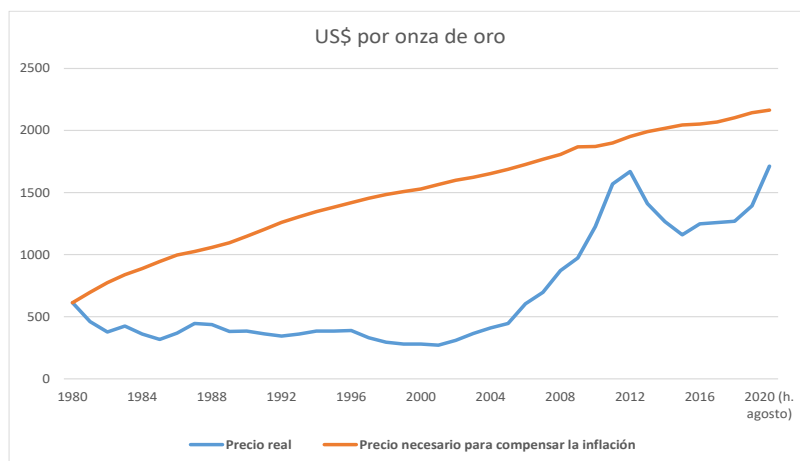
Gràfic 10.- Evolució del preu de l'or (US\$ per unça troy)



Font: elaboració pròpia. Dades: Banc Mundial.

El primer, l'or, que va arribar al màxim històric de la seua cotització al setembre de 2020, amb una revaloració d'un terç des de principis d'any i del 24% des de l'inici de la pandèmia (veure *Gràfic 10*). La presumpta capacitat d'aquest metall preciós per a servir d'abric tant davant la inflació (ja que no no deprecia com les monedes) com davant la deflació (en revestir caràcter d'actiu real) fa que, en èpoques d'incertesa, el valor es dispare. Encara que poques coses susciten debats tan apassionats en l'àmbit de les *commodities*, considerar refugi fiable un metall que manca d'utilitats industrials significatives (al contrari que, per exemple, el platí), que no proporciona rendibilitat i que té seriosos costos de magatzematge resulta, almenys, dubtós. L'observació de l'evolució del preu d'or a llarg termini (*Gràfic 11*), elimina el dubte: l'or és un penós actiu refugi, incapaç de cobrir amb l'augment del preu el del conjunt de béns i serveis de l'economia. En tot cas, per als qui són capaços d'aprofitar les oportunitats que la compravenda d'or genera en terminis curts, la rellevància d'aquest actiu és elevada. Per a qui està més interessat en la marxa de l'economia global, pics de cotització com els recents només revelen que la incertesa sobre la mateixa és molt elevada.

Gràfic 11.- El preu de l'or en el llarg termini:
evolució real enfront de la necessària per a compensar la inflació (US\$ per unça troy)



Font: elaboració pròpia. Dades: Banc Mundial; FMI.

Nota: la inflació considerada és la dels països desenvolupats.

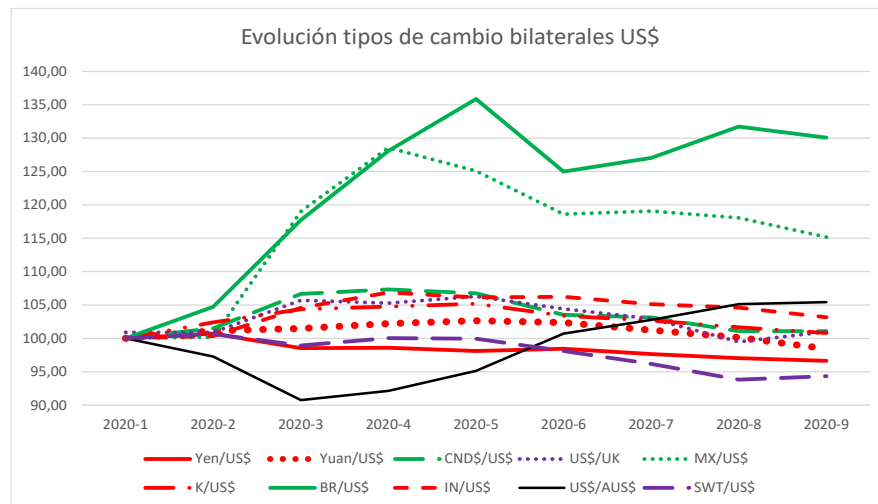
Més interessant resulta el sorgiment d'uns certs brots inflacionistes lligats als aliments, donat la rellevància dels mateixos des del punt de vista social i humà, i perquè constitueixen un component important dels índexs de preus generals, especialment als països en desenvolupament. Resulten cridaneres aquestes tensions quan, com a resultat de les restriccions establides en molts països en resposta a la pandèmia, la demanda realitzada pel sector de la restauració ha caigut notablement.

Revisant de nou el *Gràfic 10*, s'observa que, en efecte, en els passats quatre mesos, el preu de les matèries primeres agrícola en general i els aliments en particular han escalat, en conjunt, un 10%. No obstant això, una perspectiva un poc més àmplia, simplement per al conjunt de 2020, redueix la xifra fins al 2%. Per tant, sembla un poc prompte per a

preocupar-se. No obstant això, pràctiques com ara restriccions a les exportacions, acumulació d'inventaris, o producció no recollida dels camps, que han esguitat els últims mesos diversos països, podrien complicar la situació. Donada l'experiència de l'última crisi global, quan, durant la Gran Recessió, en desenes de països en desenvolupament i emergents van haver-hi problemes de subministrament i altercats socials per la dificultat o impossibilitat de cobrir les necessitats alimentàries bàsiques, seria desitjable que aquestes pràctiques no s'hi reproduïsquen.

VII.- En l'àmbit de les divises, ha sigut la parella euro-US dòlar la que ha despertat major interès en l'últim trimestre.

Gràfic 12.- Evolució dels tipus de canvi bilaterals del US\$ (2020:1 = 100)



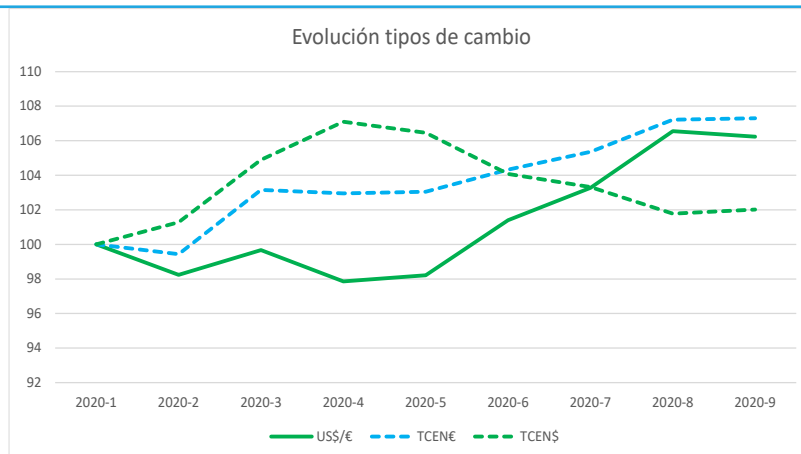
Font: elaboració pròpia. Dades: FRED II.

Durant els dos passats *Informes Trimestrals*, esmentàvem la preocupació, sobretot en països emergents fortament endeutats en la divisa estatunidenc, per la notable apreciació del dòlar (vegeu el *Gràfic 12* per a l'evolució respecte a les principals monedes internacionals). Com sempre en època de crisi greu i incertesa encara major, la cerca desesperada del dòlar com a refugi provoca una fortalesa considerable d'aquest, només frenada per la injecció massiva de dòlars per part de la Reserva Federal, incloent els *swaps* de divises amb múltiples Bancs Centrals per a posar el dòlar a la disposició d'entitats financeres i empreses no financeres d'altres països. Únicament les altres monedes-refugi (ien i franc suís) i el renminbi, sota control del Banc Central de la Xina, evitaven aqueixa depreciació enfront del dòlar estatunidenc, que també va afectar l'euro (vegeu el *Gràfic 13*) durant les primeres setmanes de la pandèmia.

Superada la fase aguda de la crisi, s'ha produït una clara reversió, que s'observa per al conjunt de monedes en el *Gràfic 12* (encara que, per exemple, el pes mexicà i el real brasiler estan molt lluny encara de les paritats de principis d'any) i, de forma més nítida, en el *Gràfic 13*, en el qual s'observa com el Tipus de Canvi Efectiu Nominal del dòlar¹⁵, que es va apreciar amb força durant la primavera, s'ha vingut depreciant els últims mesos. Què té de particular, llavors, l'evolució de la parella euro-dòlar? Com a mostra, el mateix *Gràfic 13*, la divisa europea és l'única d'importància global que s'ha apreciat més d'un 5% respecte al dòlar en el que portem de 2020. Més encara, l'enfortiment de l'euro respecte a les monedes dels seus socis en conjunt ha sigut de més d'un 7% fins al setembre.

Gràfic 13.- Evolució del tipus de canvi bilateral US\$-euro i del Tipus de Canvi Efectiu Nominal de totes dues divises (2020:1 = 100)

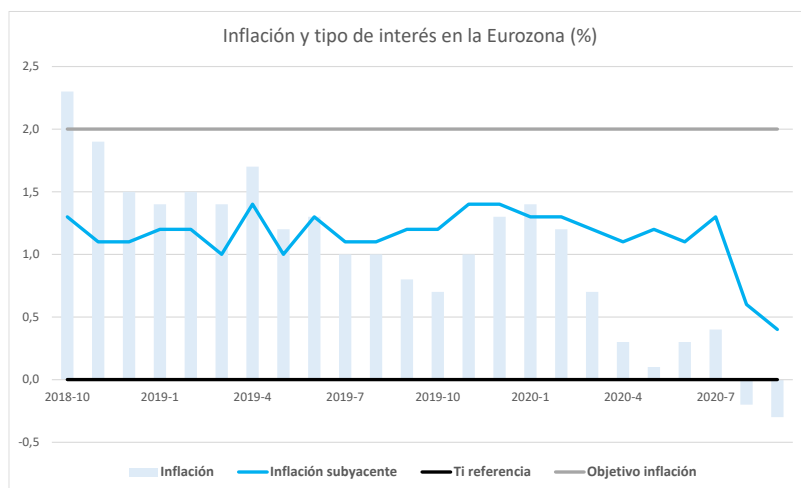
¹⁵ El Tipus de Canvi Efectiu Nominal (TCEN) d'una moneda reflecteix la trajectòria d'aquesta respecte a les de la totalitat dels socis comercials del país en qüestió, ponderant pel pes de cada soci en el comerç de tal país, en aquest cas, els Estats Units.



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

Encara que la visió optimista assenyalava que l'enfortiment de la divisa europea respon al bon acolliment per part d'operadors i analistes del Pla Europeu de Recuperació, que posaria les economies de la Unió Europea, en general, i de l'Eurozona, en particular, en la senda d'un creixement més dinàmic, millor orientat i estructuralment més sòlid (requereix, en efecte, ser optimista considerar suficients els fons compromesos, i més amb el retard de la posada sobre el terreny, per a tan ambiciós objectiu), la veritat és que l'apreciació de l'euro comporta dos problemes no menyspreables que, a més, ens retrotrauen als moments més durs de la Gran Recessió d'Europa. Primer, penalitza les exportacions europees, convertides (més del que convé, per cert), essencial per a la recuperació del continent després de l'última crisi. El segon problema és que un euro més fort intensificarà les pressions deflacionistes (importacions més barates) en l'Eurozona, on la taxa d'inflació porta ja dos anys lluny de l'objectiu definit pel BCE (inflació anual pròxima però inferior al 2%), com mostra el Gràfic 14, amb les últimes lectures de les taxes interanuals en negatiu i la inflació subjacent¹⁶ caient cap al zero. Recordem que tot això coincideix amb un grau d'expansió monetària del BCE sense precedents, que, encara que sí ha reportat altres beneficis, no ha sigut capaç de fer repuntar la inflació de béns i serveis, menys amb l'impacte depressiu de la pandèmia sobre els preus de l'energia i sobre la demanda privada.

Gràfic 14.- Inflació, general i subjacent, i tipus d'interès de referència en l'Eurozona (%)



Font: elaboració pròpia. Dades: BCE.

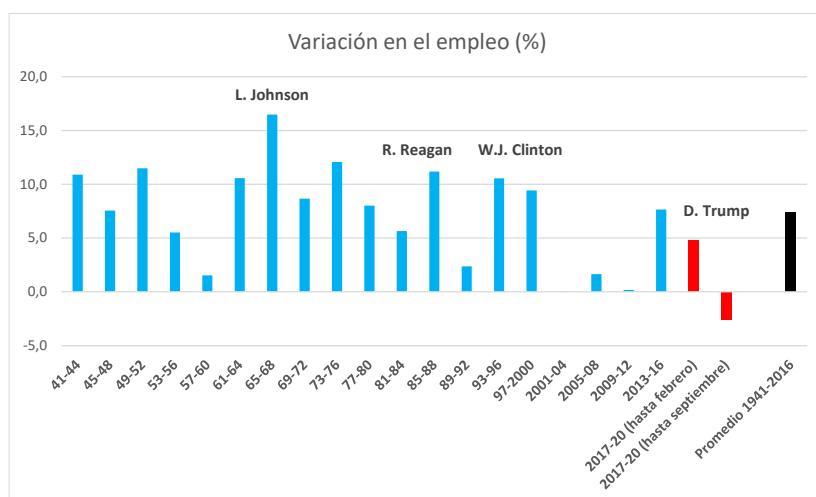
La constatació d'aqueixos dos riscos associats a l'apreciació de l'euro va conduir a la Presidenta del BCE, Cristine Lagarde, a dur a terme una intervenció verbal (catalogada com a “suau” per la major part d'analistes), apuntant a com incòmoda aquesta tendència de la divisa per al bon funcionament de la recuperació en l'Eurozona. Encara que l'euro és una moneda que sura lliurement en els mercats, que és molt complicat unificar postures entre els 19 socis sobre el que és una moneda forta i els seus beneficis i inconvenients, i que no és aquest un bon moment, en el context d'una crisi global, per a iniciar, encara que siga subtilment, una “Guerra de divises”, no ha de descartar-se que l'autoritat monetària europea haja de

¹⁶La inflació subjacent és la que exclou de l'índex general de béns i serveis el component energètic i el dels aliments no elaborats.

trobar fórmules un poc més enèrgiques per a revertir l'apreciació de l'euro¹⁷. Al cap i a la fi, la deflació actual està tan allunyada de l'objectiu de la política monetària europea com una inflació sensiblement superior al 2%.

VIII.- L'elaboració d'aquest *Informe Trimestral* acaba uns vint dies abans de les eleccions presidencials estatunidenques del 3 de novembre. Possiblement podem avaluar amb més detall en un futur el quadrienni de mandat de Donald Trump, especialment si, com sembla creixentment probable, el seu mandat és d'una sola legislatura¹⁸. Però, almenys, en aquest últim *Decàleg* previ a les eleccions, oferirem dades sobre dos aspectes altament ressenyats en l'avaluació de l'actuació de l'Administració Trump. El primer, perquè és la variable clau per a valorar qualsevol legislatura: què tal l'ocupació durant aquests quatre anys? Malgrat les proclames de Donald Trump sobre la grandesa incomparable del creixement econòmic i de l'ocupació durant la seua Presidència, la resposta més adequada seria un “gens especial”. I, en això, per no esbiaixar els resultats, estem ignorant els efectes de la pandèmia. En efecte, el *Gràfic 15* mostra el percentatge de creació d'ocupació neta als Estats Units en cada legislatura des de la Segona Guerra Mundial. Fins a febrer de 2020, la xifra per al període Trump era d'un 4.8%, lluny del 7.5% de les 19 legislatures precedents mostrades en el *Gràfic*. Sense la pandèmia, la bretxa s'hauria reduït, però no tancat, la qual cosa significa que no haguera arribat tampoc al 7.7% de la segona legislatura de B. Obama, no diguem els màxims amb L.B. Johnson en la segona meitat dels anys seixanta (16.5%) o de R. Reagan entre 1985 i 1988 (11.2%)¹⁹. Evidentment, amb l'esclat de la pandèmia i les seues devastadores conseqüències, Donald Trump es presenta a les eleccions amb menys ocupacions en l'economia que a l'inici del mandat.

Gràfic 15.- Evolució de l'ocupació en els Estats Units (variació percentual per legislatures presidencials)



Font: elaboració pròpia. Dades: FRED II.

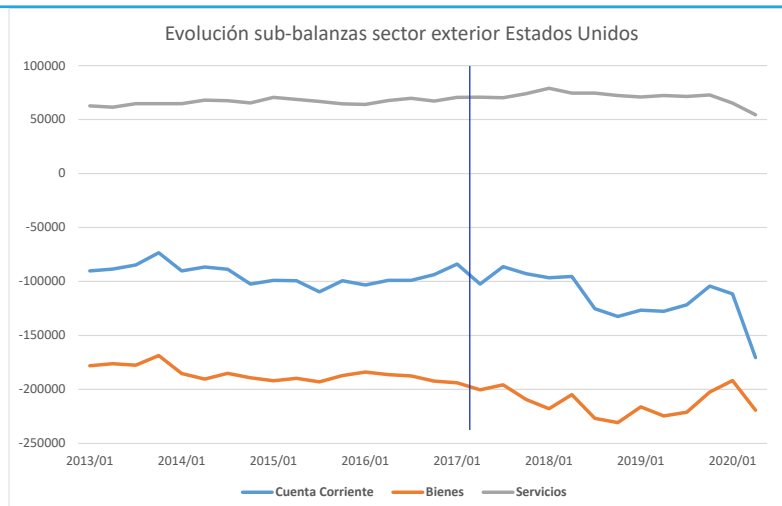
L'altre aspecte que presentem a continuació es dirigeix cap a l'obsessió de l'Administració Trump pel dèficit exterior de l'economia estatunidenca, en particular, l'existent amb la Xina, que ha donat lloc, especialment des de 2018, a tot tipus de frases grosses i decisions proteccionistes, no sols respecte a la potència asiàtica sinó a quasi qualsevol soci comercial, des de la UE a Mèxic, des de Turquia a l'Índia, des del Canadà al Japó. El resultat? Per descomptat, cap ni un. No recordarem de nou les raons d'aquest “per descomptat”. Pot consultar-se per a entendre-ho la secció *Al Microscopi* del nostre *Informe Trimestral* del quart trimestre de 2019. Solament reflectirem en el que segueix les dades que mostren la inutilitat, en relació amb l'objectiu perseguit, de la política comercial de l'Administració Trump.

Gràfic 16.- Evolució de sub-balances seleccionades de la Balança de Pagaments dels Estats Units (milions de US\$)

¹⁷La veritat és que, en les últimes dates, l'euro sembla haver frenat l'apreciació, de manera que s'estabilitza al voltant d'1.18 US\$ per euro i del valor 109 per al TCEN (l'any 2010 és l'any base).

¹⁸Per descomptat, un no ha de descartar completament ni una sorpresa electoral encara major que la de 2016 ni que la transferència de mandats es convertís en un episodi d'irregularitats sense precedents, encara que, pel bé de l'economia i de l'estabilitat globals, seria molt d'agrair que no es produïra cap anormalitat en aquest sentit.

¹⁹Considerant els Presidents que han repetit mandat, i agregant tot el període, els millors números corresponen a Bill Clinton, en que les seues dues legislatures l'ocupació va augmentar en els Estats Units en un 20% (més de 23 milions de nous llocs de treball en termes nets).

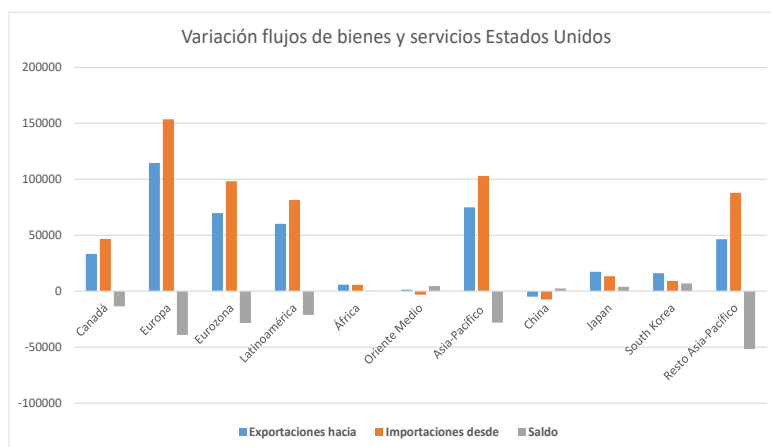


Font: elaboració pròpia. Dades: BEA.

Nota: La línia vertical marca l'inici de l'Administració Trump

El *Gràfic 16* mostra com la trajectòria de les balances de béns i serveis mantenen el mateix perfil (la primera àmpliament deficitària, la segona compensant només en part l'anterior amb el superàvit) i valors un poc més elevats (però molt similars en relació amb el PIB, que, òbviament, també és major) que durant la segona legislatura de Barak Obama. De fet, si prolongàrem la perspectiva històrica, l'última dècada llarga ve reportant dèficits en la partida de béns al voltant del 4-4.5% del PIB i superàvits de la balança de serveis d'aproximadament un 1-1.5% del PIB. Si es prefereix la perspectiva més global del saldo exterior oferit per la balança per compte corrent, des de 2009, aquest fluctua en l'estreta senda d'un dèficit entre el 2 i el 3% del PIB, abans de Trump i també durant el seu mandat. Fins i tot, amb la millora acusada en el saldo energètic estatunidenc amb l'exterior, resultat de la revolució del *fracking* durant la dècada passada, resulta fins i tot decebedor que no s'haja produït cap millora (remet al lector de nou a l'*Informe* abans mencionat per a una possible explicació).

Gràfic 17.- Variació dels fluxos de béns i serveis dels Estats Units entre 2016 i 2019 (milions de US\$).
Àrees geogràfiques seleccionades.



Font: elaboració pròpia. Dades: BEA.

No obstant això, però, podria pensar-se, almenys s'haurà produït un gran canvi respecte a la Xina. Sí en els moviments, però no en el saldo El *Gràfic 17* compara, amb una desagregació geogràfica, els moviments de béns i serveis de l'últim any de l'Administració Obama (2016) amb l'últim complet de l'Administració Trump (2019). Mentre els moviments amb els principals socis comercials dels Estats Units (el Canadà, Eurozona o Llatinoamèrica, amb Mèxic al capdavant) mostren un augment significatiu d'importacions i d'exportacions –i un augment del dèficit–, en el cas de la Xina totes dues magnituds són un poc menors el 2019 que el 2016, però el dèficit a penes es redueix en 2.500 milions de dòlars (sobre un total superior als 300.000 milions). Dues observacions significatives al respecte: Les millores en el saldo estatunidenc són majors respecte al Japó i Corea del Sud... amb els qui van signar nous acords comercials en el període

considerat. Segon, cal remarcar l'enorme increment del dèficit (més de 51.000 milions de dòlars) dels Estats Units amb la “resta d'Àsia-Pacífic”. És fàcil saber on s'ha desplaçat la producció des de la Xina per a eludir les mesures proteccionistes de l'Administració Trump: no a Ohio, Wisconsin o Michigan, sinó a Taiwan, Vietnam o Malàisia.

IX.- Segueixen les notícies decebedores respecte a l'ajuda que el món en desenvolupament està rebent dels països més avançats i dels grans emergents. És aquest un dels temes, per cert, que conciten l'atenció del cim semestral que, en el moment de redactar-se aquestes línies, mantenen el Fons Monetari Internacional i el Banc Mundial.

El període actual és molt delicat per a les economies en desenvolupament, donat el col·lapse dels ingressos per exportacions de matèries primeres, del turisme i de la Inversió Directa Estrangera, fonts de divises essencials per a tals economies, caiguda que s'ha produït a conseqüència de la pandèmia, i ingressos que no s'han recuperat encara o ho han fet molt parcialment, segons els casos. Amb aquesta situació, el programa estel·lar d'ajuda articular pel G-20, la *Debt Service Suspension Initiative*, tan sols ha suposat un alleujament en el pagament de 5.3 miliards de dòlars d'interessos sobre el deute de creditors públics entre l'abril i el desembre de 2020 (cal remarcar que es tracta d'un ajornament, no d'una condonació). De fet, només 43 dels 73 països que podien haver-se sumat a la iniciativa ho han fet. I únicament tres han entrat en negociacions per a suspendre el pagament del deute de creditors privats, sense cap acord sobre aquest tema. Resulta certament decebedora. El “efecte estigma” d'acollir-se a aquest programa, en essència modest, i l'amenaça de les agències de ràting de castigar els països que sol·liciten aqueixes suspensions amb reduccions de les avaluacions creditícies, expliquen que molts països en desenvolupament ni tan sols hagen emprat aquesta possibilitat d'alleujament.

En aquest context, aquestes economies en desenvolupament estan gaudint d'algunes bones notícies que, encara que insuficients, a curt termini resulten d'ajuda. Per exemple, que els resultats sanitaris, almenys en el continent africà, són molt millors del previsible. La baixa edat mitjana de la població, els mecanismes comunitaris d'ajuda i de transmissió de la informació, així com l'hàbit de fer fronts a epidèmies amb indesitjable freqüència, semblen estar darrere d'aquests resultats, certament no compartits en altres àrees en desenvolupament. A més, s'està constatant una via de transferència indirecta de renda dels programes d'ajuda occidentals cap al món en desenvolupament: l'augment de les remeses d'emigrants. Els forts subsidis (no poques vegades majors que els ingressos habituals dels treballadors immigrants) que els Govern dels països desenvolupats estan desplegant per a sustentar la renda dels ciutadans, estan permetent a molts d'aquests treballadors estrangers augmentar els enviaments de remeses als seus països d'origen. Finalment, davant l'ínfima rendibilitat de moltes inversions financeres als països desenvolupats, i després de patir una fugida de capitals sense precedents en els primers moments de la crisi, el món emergent i en desenvolupament ha aconseguit col·locar fins a 775.000 milions de dòlars en bons en el que portem de 2020, incloent-hi 150.000 milions en els mercats internacionals. Això sí, i de manera preocupant, la majoria són títols a curt termini que caldrà refinançar.

Malgrat aquestes notícies favorables, l'estimació del Banc Mundial és que, excepte un canvi radical en el suport en el món en desenvolupament, al voltant de 100 milions de persones en aquests països podrien caure en la pobresa extrema (que implica viure amb menys d'1.90\$ al dia), més que revertint els avanços de l'últim quinquenni per al qual es disposen de dades tancades (2013-2017). Certament preocupant.

X.- Tancarem el nostre *Decàleg* amb una d'aquestes situacions que passen bastant desapercbedes, però tenen rellevància i qüestionen la serietat de les institucions. El Banc Mundial s'ha vist obligat a suspendre la publicació d'un dels seus informes de referència, el *Doing Business*, que recull una avaluació, presumptament objectiva i a través de dades fiables, de la facilitat i confiança amb la qual es pot desenvolupar l'activitat empresarial en els diversos països. Atés que les classificacions aportades per aquest informe influeixen en les decisions d'inversió, directa i financera, de nombrosos agents, la falta de credibilitat d'aquest té implicacions reals per als països, no es tracta d'un mer divertiment acadèmic.

Ja anteriorment s'havia posat en dubte la validesa del *Doign Business*, per la sensació que no pocs governs prenen més mesures dirigides a ascendir en el rànquing (al cap i a la fi, necessàriament basat en un nombre limitat de variables) que a millorar l'economia en qüestió. Més seriós, el llavors economista cap del Banc Mundial, el prestigiós macroeconomista Paul Romer, va dimitir el 2018 perquè va considerar que les valoracions del Banc Mundial eren esbiaixades per motius polítics. Aquesta vegada, el mateix Banc Mundial com a institució s'ha vist obligat a reconèixer que s'han produït irregularitats en les dades proporcionades per un bon nombre de països en desenvolupament i emergents, incloent-hi la Xina, que han tingut com a efecte més cridaner la millora, en un sol any, de ni més ni menys, que 30 posicions per part d'Àrab Saudita. Encara que, com queda dit, aquestes irregularitats no semblen ser noves, aquesta vegada es revelen de suficient importància com per a suspendre la publicació de l'informe. Sembla poc probable que, quan torne, siga una referència tan considerada com ho ha sigut en el passat.

Al microscopi.

El Japó i “Abenomics”. Avançament per a Europa?

La “Revolució” reduïda a més del mateix... i a estabilitat

Una famosa definició de bogeria, atribuïda a diferents personatges històrics (A. Einstein, M. Twain, B. Franklin, entre d'altres) la presenta com “fer el mateix una vegada i una altra esperant obtenir resultats diferents”. L'economia japonesa va caminar més de dues dècades, des de la implosió de la gegantesca bombolla immobiliària i borsària generada durant els anys huitanta del segle passat, sumida en un creixement tebi, riscos de deflació, escassa eficiència de l'aparell productiu (excepte el formidable nucli exportador), superàvits exteriors paral·lels a elevades taxes d'estalvi intern, i un sistema bancari en crisi quasi perenne, mentre aplicava, una vegada i una altra, les mateixes receptes: expansió monetària, convencional i no convencional, més creixent endeutament públic. Al desembre de 2012, un nou Primer Ministre²⁰, Shinzo Abe, membre del Partit Liberal Democràtic (PLD), quasi sempre en el poder des de la Segona Guerra Mundial, arribava al Govern amb un programa econòmic, prompte conegut com “Abenomics”, anomenat, d'acord amb el seu impulsor, a transformar l'economia nipona. Una combinació de polítiques macroeconòmiques i reformes estructurals havia de consolidar l'èxit.

El 28 d'agost de 2020, després del període en el càrrec més llarg de qualsevol Primer Ministre al Japó modern, S. Abe presentava la seua dimissió davant el que ell mateix va estimar que podien ser serioses dificultats per a exercir correctament les seues funcions a causa dels problemes crònics derivats d'una colitis ulcerosa que s'havia agreujat. Ha sigut substituït en el càrrec pel seu cap de Gabinet, Yoshihide Suga, la qual cosa anticipa una dosi considerable de continuïtat, almenys en el curt termini. En aquest *Al Microscopi* pretenem avaluar els processos i els resultats de l'Abenomics. Veurem com, en realitat, aquesta ha diferit poc, amb modestes excepcions, de polítiques anteriors, amb avanços molt limitats en les mesures estructurals i les mateixes polítiques macroeconòmiques, encara que intensificades, especialment la monetària. I, com l'economia japonesa no pateix de bogeria, els resultats han sigut més o menys iguals.

Això sí, en un entorn de major estabilitat interna en termes de governança, bones relacions amb l'exterior (amb les excepcions, en uns certs períodes, de la Xina i Corea del Sud), i un gir nacionalista més filosòfic que efectiu, aspectes als quals, lògicament en l'àmbit en el qual s'inscriu aquest Informe, no prestarem més que una atenció marginal. Finalment, ens preguntarem si l'esdeïgut al Japó en les últimes dècades és un avançament del futur d'Europa.

Presentant l'economia japonesa: un declivi continu, sense dramatismes, però sense fre

El 2020, el Japó dista de semblar-se a la potència ascendent que, a mitjan dècada dels anys huitanta del passat segle, els analistes més aventurats anunciaven podria substituir els Estats Units com a primera economia mundial²¹. El progressiu però prolongat declivi en el dinamisme econòmic (en línia amb el demogràfic) manté el país com el més desenvolupat del continent asiàtic, però amb una pèrdua de posicions tant respecte a altres països rics com ara, especialment, en relació amb l'àrea econòmica més pròxima, Àsia emergent, la que ha experimentat un major creixement econòmic en el passat quart de segle. Assenyalat això, no podem oblidar que es tracta d'una economia desenvolupada, que disposa dels recursos suficients per a, amb les polítiques adequades, frenar i, fins i tot, revertir aquest declivi. Assenyallem algunes dades sobre aquest tema.

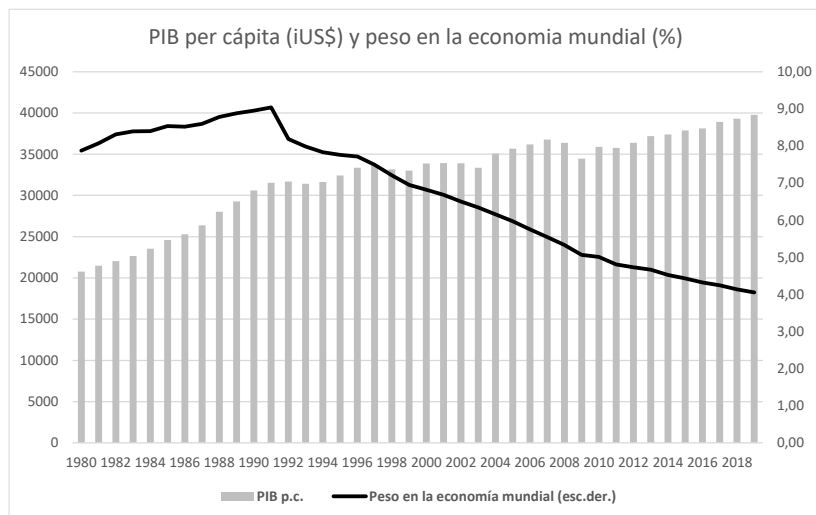
El Gràfic I revela el contrast entre el fort creixement de la renda per càpita japonesa en els referits anys huitanta (3.9% anual) i el molt modest avanç posterior (0.9% a l'any). Igualment, mentre la primera dècada mostrada en el Gràfic portava al Japó al màxim del seu pes en l'economia global (va superar el 9% el 1991), les posteriors reflecteixen un sensible descens fins al 4% actual. En grandària absoluta, el Japó presenta en aquests moments la quarta economia

²⁰Relativament nou, encara que ja havia ocupat el càrrec entre 2006 i 2007, i es va veure obligat a dimitir per motius de salut.

²¹Pronòstic el desencert sol del qual va ser superat pels qui van afirmar en dècades prèvies que seria la Unió Soviètica qui reemplaçaria en la primacia global a la superpotència americana.

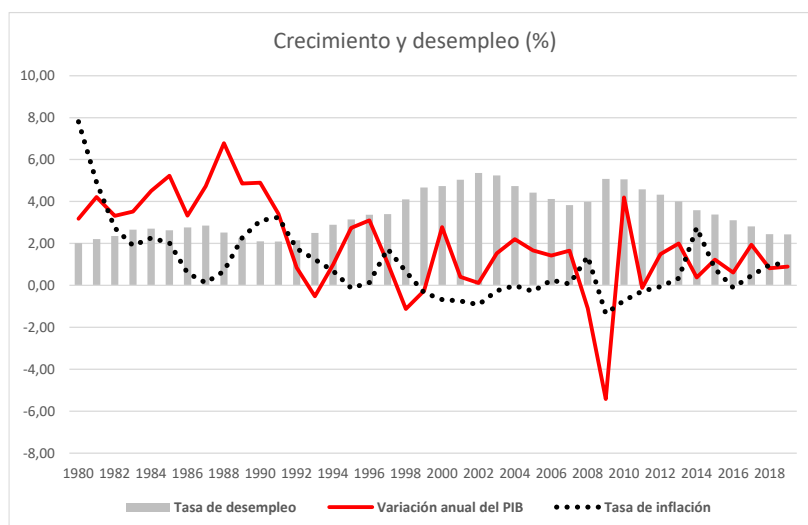
mundial (després de les de la Xina, els Estats Units i l'Índia) i, encara que el *Global Competitiveness Report* situa encara el país com el cinqué més competitiu del món, molts altres indicadors (Índex de Desenvolupament Humà, Índex de Prosperitat Legatum, Índex de facilitat per a fer negocis del Banc Mundial, per citar-ne algun), emplacen el Japó en posicions entre la 20a i la 30a globals, en línia amb la renda per càpita (28a del món). País avançat, però ja no d'avantguarda.

Gràfic I.- PIB per càpita (US\$; PPA) i pes en l'economia mundial (%; PPA)



Font: elaboració pròpia. Dades: FMI

Gràfic II.- Creixement econòmic i inflació (%). Taxa de desocupació (% de la població activa)

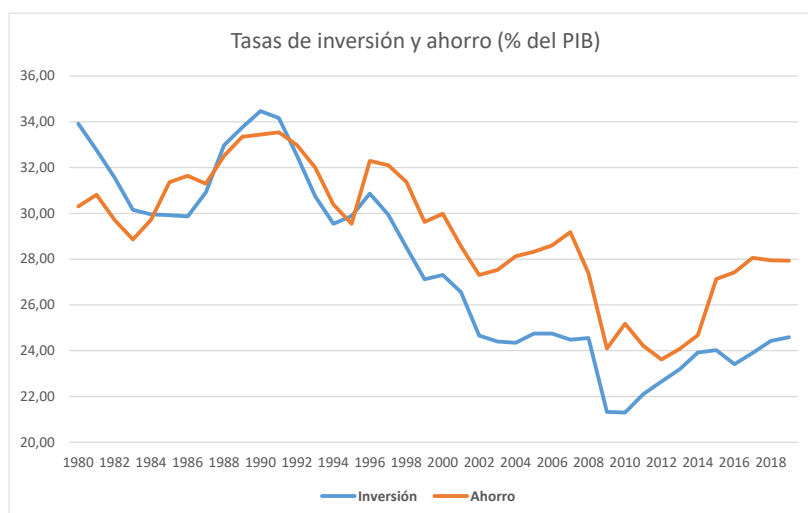


Font: elaboració pròpia. Dades: FMI

Inevitablement, darrere d'aquest declivi es troba la incapacitat per a estimular el creixement econòmic després del final del boom immobiliari i financer dels huitanta. A penes un 0,9% de creixement anual mitjà del PIB real (*Gràfic II*), fruit de l'atonía perpètua de la demanda interna, particularment, encara que no solament, la de consum. L'estalvi, no sols de les famílies, sinó l'empresarial, en forma de beneficis no distribuïts (i no reinvertits a l'interior del país), ha vingut superant sistemàticament una decreixent taxa d'inversió (en relació al PIB) des de fa 25 anys (*Gràfic III*), de manera que el creixement depèn de les exportacions, habitualment més dinàmiques que les importacions, i manteniment d'un ininterromput superàvit per compte corrent (l'últim dèficit exterior japonès data de 1980), com mostra el *Gràfic IV*. Per descomptat, això ha suposat el desplegament d'una posició com a creditor internacional sense comparació (el Japó manté el major nivell d'estalvi financer en l'exterior de qualsevol país), i l'establiment, mitjançant inversió directa, d'una poderosa estructura productiva fóra del Japó, especialment en el sud-est asiàtic. Tot això ha generat creixement en altres països i ingressos repatriats per al Japó, però no creixement intern. De fet, aquesta feble

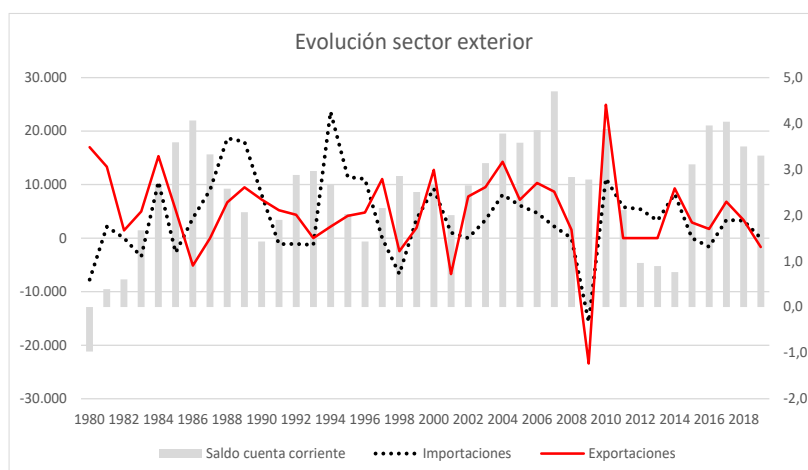
demanda ha donat lloc a un tret identitari més conegut de l'economia japonesa de les tres últimes dècades: l'absència d'inflació (*Gràfic II*). La mitjana anual de creixement dels preus ha sigut del 0.3%, molt lluny dels nivells que s'entenen com a desitjables en el conjunt de països desenvolupats, amb un flirteig continu amb la deflació (els preus van descendir en dotze dels últims vint-i-cinc anys).

Gràfic III.- Taxes d'estalvi i inversió (% del PIB)



Font: elaboració pròpia. Dades: FMI

Gràfic IV.- Evolució d'exportacions i importacions (%). Saldo per compte corrent (% del PIB)

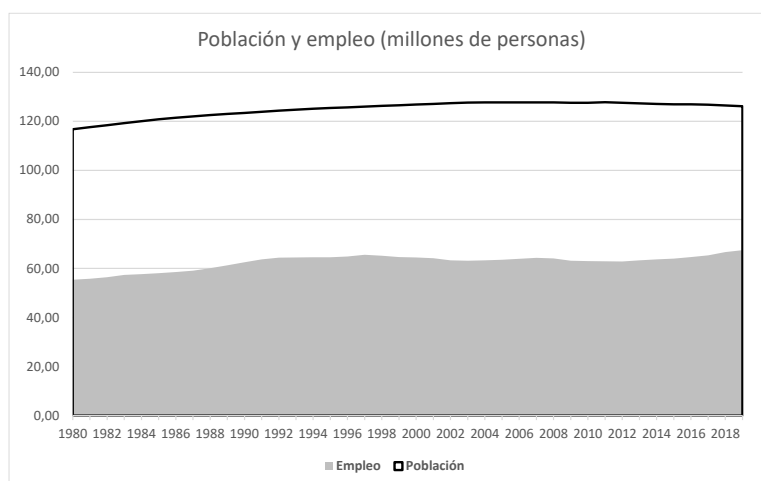


Font: elaboració pròpia. Dades: FMI

L'estancament econòmic japonès s'ha lligat amb freqüència, i (només parcialment) amb raó, a un paral·lel estancament demogràfic (*Gràfic V*), que, amb el consegüent envelliment, limita el creixement de la força laboral i potència l'estalvi en detriment del consum. Amb tot, no ha d'oblidar-se que la densitat demogràfica del Japó, hui, se situa al voltant dels 330 habitants per quilòmetre quadrat, ostensiblement superior a la de qualsevol de les potències occidentals. No es tracta d'un país deshabitat ni d'una manca de treballadors (si s'hi arbitraren les reformes necessàries).

D'altra banda, la limitada incorporació de joves al mercat laboral i l'anquilosament del mercat de treball japonès que, excepte per a les cohorts més recents, prima una permanència extrema en el mateix lloc, protegint molt més les ocupacions que els treballadors, suposa que la taxa de desocupació (*Gràfic II*) és molt inferior a les habituals a Europa i, fins i tot, als Estats Units (la mitjana d'atur al Japó és del 3.9% en els últims trenta anys). Això sí, un mercat laboral amb una taxa d'activitat femenina catorze punts inferior a la masculina, poc amable per a l'ascens dels joves i amb salaris reals virtualment estancats, malgrat la inflació quasi nul·la, des de fa molts anys.

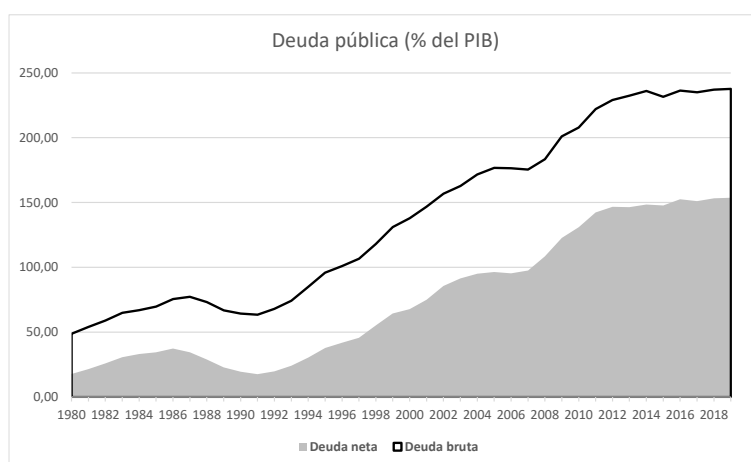
Gràfic V.- Evolució de la població i l'ocupació (milions de persones)



Font: elaboració pròpia. Dades: FMI

Davant la insuficiència de la demanda externa per a sostindre un creixement econòmic mancat un suficient dinamisme de la demanda privada interna, els successius Governos japonesos de l'última dècada del segle XX i la primera del segle XXI, quasi tots del PLD, van apostar per una estratègia en la qual els estímuls públics, especialment successius plans d'expansió fiscal, havien de constituir-se en el pilar del creixement. Les dades ja mostrades són eloqüents respecte al fracàs de l'estratègia. Encara que el tipus d'interés de referència no ha arribat a l'1% des de principis dels noranta, la desconfiança instal·lada després de la implosió de la doble bombolla, un sistema bancari amb problemes sistemàtics i la reforma dels quals es va dilatar en el temps, l'escàs creixement demogràfic i l'encara menor dels salaris reals, amb l'afegit de l'efecte desincentivador sobre la despesa dels episodis deflacionistes, es van combinar per a explicar la falta de l'enlairament del consum privat en tota aquesta etapa. I, mentrestant, el deute públic va iniciar una espiral creixent (*Gràfic VI*), que ha situat el Japó en una categoria a part de la resta del món quant al nivell d'aconseguit per aquesta²². Retornarem al tema del seu finançament més endavant.

Gràfic VI.- Deute públic brut i net (% del PIB)



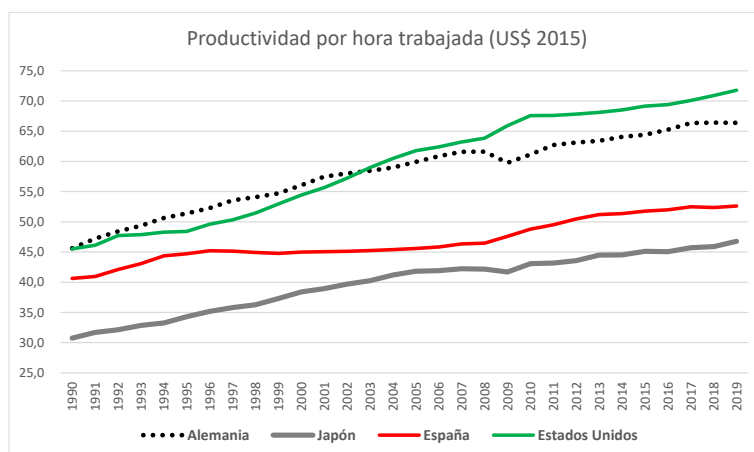
Font: elaboració pròpia. Dades: FMI

Què és el que es va ignorar durant dues dècades al Japó? Les requerides reformes estructurals. Si la reestructuració del sistema bancari, massives fusions incloses, es va retardar en excés i no ha conduït a una millora suficient dels resultats d'aquell (la rendibilitat sobre actius de la banca japonesa és inferior, fins i tot en els últims anys, a l'europea, que es considera molt baixa i altament problemàtica), altres reformes a penes es van intentar o no es van fer en absolut: mercat laboral, política migratòria, excessiva burocràcia, en particular en l'àmbit dels negocis, millora del capital humà

²²La diferència entre el nivell brut i net del deute públic nipó és també inusualment elevada, la qual cosa implica que hi ha institucions públiques que atresoren, en particular, el Government Pension Investment Fund (el major fons de pensions del món, amb més de bilió i mig de dòlars d'actius), grans quantitats de deute públic del país. Però fins i tot el nivell de deute net, 150% del PIB, excedeix el de deute brut de quasi tots els països del món (Grècia n'és una excepció).

i tecnològic en les Pimes, protagonisme desmesurat del lobby del sector primari, tractament fiscal excessivament generós amb els beneficis no distribuïts, política industrial esbiaixada en favor dels grans conglomerats, escassa capacitat dels accionistes per a modificar les decisions dels Consells d'Administració... El resultat d'aquesta manca de reformes s'expressa, millor que en cap altre àmbit des de la perspectiva de l'autor d'aquest *Informe*, en l'espectacular dèficit que experimenta el Japó en una variable tan crítica per a entendre el comportament d'una economia com és la productivitat del treball. El *Gràfic VII* i la *Taula I* il·lustren aquest diferencial negatiu, que no sols situa el Japó a una distància abismal de països amb els quals habitualment es compara, com els Estats Units o Alemanya, sinó que l'emplaça per darrere d'Espanya, una economia els problemes de productivitat de la qual són ben coneguts.

Gràfic VII.- Productivitat per hora treballada (US\$ constants de 2015). Economies seleccionades



Font: elaboració pròpia. Dades: OCDE

Taula I.- Explicant el diferencial en el PIB per càpita (2019)

PAÍS	PIB per càpita	Productivitat per hora treballada	Hores treballades per persona	Taxa d'ocupació
Estats Units	100	100	100	100
Alemanya	82.4	92.5	79.4	112.1
Espanya	62.7	73.3	96.8	88.5
El Japó	69.6	65.2	94.4	113.1

Font: elaboració pròpia. Dades: OCDE

Com pot observar-se, amb dades de 2019, el nivell de renda per càpita japonès es troba a 30 punts de l'estatunidenc. La bretxa de productivitat, més d'un terç inferior al Japó, explica més del 100% d'aquesta diferència, que es compensa, en molt xicoteta part, per la major taxa d'ocupació japonesa²³.

Shinzo Abe, les tres fletxes i el vertader arquer

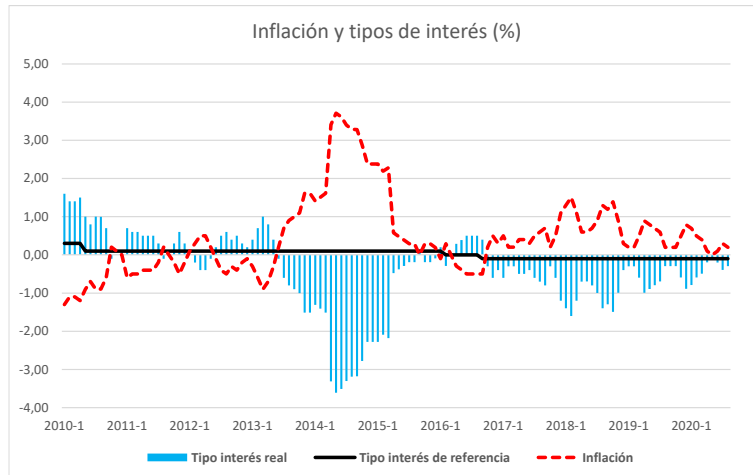
Així doncs, el llavors nou Primer Ministre, Shinzo Abe, aterra en el càrrec a la fi de 2012 amb el repte de fer renàixer el creixement econòmic del país. A més dels seus problemes estructurals, el Japó encara bregava llavors amb les seqüeles finals de l'impacte de la crisi financera global, així com de l'accident nuclear de Fukushima al març de 2011. Per a la consecució dels seus objectius en l'àmbit econòmic, Abe defineix tres línies d'actuació principals, les "tres fletxes" que passaran a definir l'Abenomics.

La primera permetria aplicar aquell vell adagi que per a aquest viatge no feien falta tantes alforges al coll: més, molta més, expansió monetària. El nomenament al febrer de 2013 de Haruhiko Kuroda com a nou Governador del Banc Central del Japó (Boix), així com la posterior d'altres membres en el Consell de Govern del Banc amb la mateixa visió (eliminant a poc a poc als partidaris d'una política monetària més ortodoxa), posarà, si se'm permet la metàfora, a un convençut arquer a disparar la primera fletxa. En els set anys transcorreguts, Kuroda ha reduït el tipus d'interés de

²³A partir de 2013, l'empleat mitjà estatunidenc va començar a treballar més hores que el seu equivalent nipó, com reflecteix la *Taula I*, la qual cosa suposa un canvi en la norma històrica.

referència encara més, fins a un nivell inferior a zero (*Gràfic VIII*), generant tipus reals quasi contínuament negatius; ha elevat la grandària del balanç del BoJ, ja abans de la pandèmia, per damunt del 100% del PIB (*Gràfic IX*); ha adquirit actius públics i privats de tota índole i condició, inclòs un significatiu volum d'accions de les principals companyies nipones; i ha delimitat no sols els tipus de curt termini, sinó els de llarg termini, en particular els corresponents al deute públic a deu anys. A més, en la primera fase del seu mandat, va intervindre en els mercats de divises per a depreciar el ien.

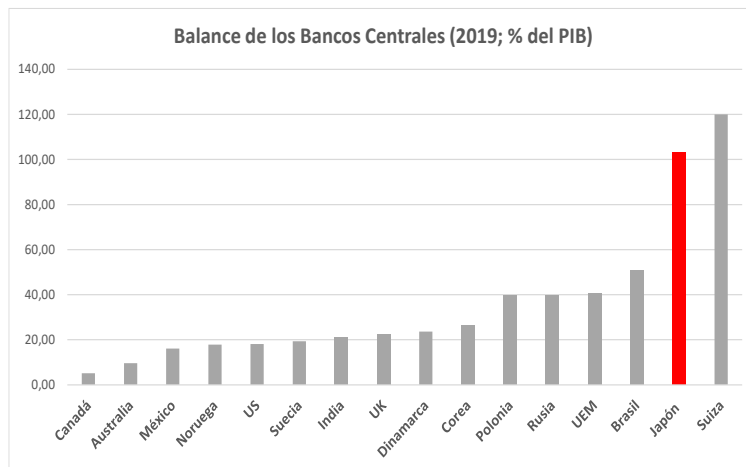
Gràfic VIII.- Inflació i tipus d'interés de referència del Banc Central (%)



Font: elaboració pròpia. Dades: BIS

Nota: Tipus d'interés real calculat com a diferència entre el tipus de referència i la inflació.

Gràfic IX.- Grandària del Balanç dels Bancs Centrals (% del PIB). Economies seleccionades

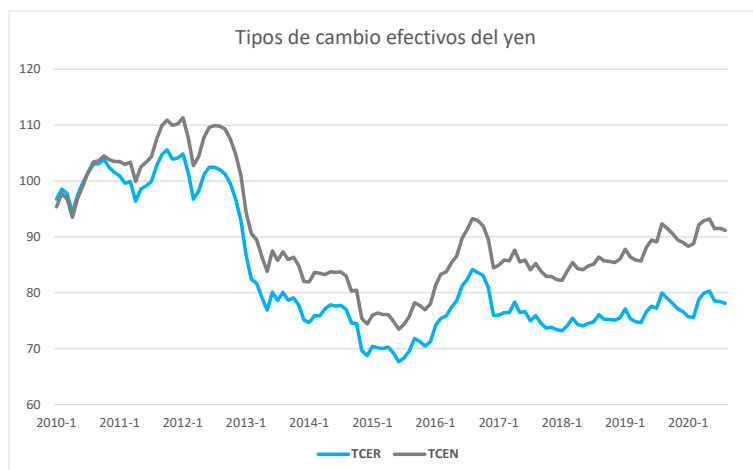


Font: elaboració pròpia. Dades: FMI

Si el lector esperava trobar un repunt significatiu del creixement i/o la inflació gràcies a aquesta massiva expansió monetària, li convida que revise els Gràfics II i VIII perquè abandone aquesta esperança²⁴. La solució als problemes japonesos no passa per articular una política monetària expansiva fins a l'infinit. Aquesta seria el primer ensenyament sobre l'Abenomics... encara que té un corol·lari: si l'expansió monetària és capaç de depreciar seriosament la moneda, suposa un impuls al creixement. Així va ocórrer al Japó en els primers mesos de l'Abenomics, quan la severa depreciació del tipus de canvi del ien (*Gràfic X*) va estimular les exportacions i amb això el creixement. Però, de nou, a través de la demanda externa, amb efectes limitats en el temps i amb el risc d'actuacions de sentit similar per part dels socis comercials.

²⁴Per a l'observador minuciós, el salt de la inflació l'any 2014 s'explica per les conseqüències a curt termini sobre els preus de la pujada de l'IVA (que, per a la molt reduïda taxa japonesa, va suposar quasi duplicar-lo – va passar del 5% al 8%).

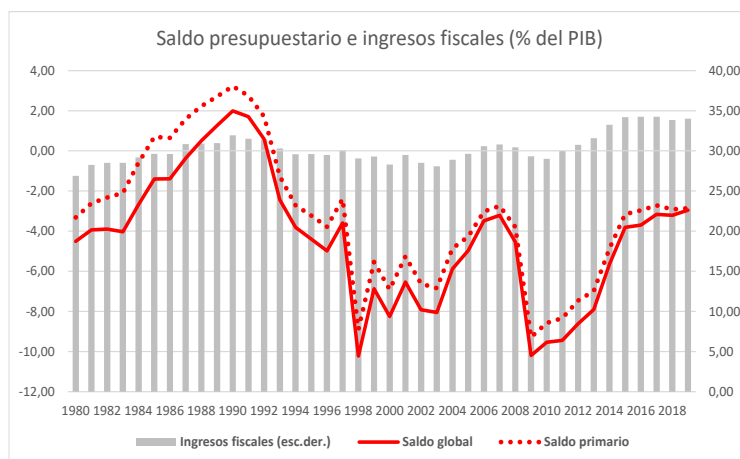
Gràfic X.- Tipus de canvi efectius del ien (2010 = 100)



Font: elaboració pròpia. Dades: BIS

La segona fletxa del carcaix, situada sota la responsabilitat del propi Govern Abe, implicava un ajust complicat de la política fiscal. Mentre el tenor general de la mateixa es pretenia que fóra moderadament expansiu (però amb una despesa més eficient que en les dècades anteriors), el nou Govern percebia l'amenaça d'un deute brut ja en el 230% del PIB. Per això, mentre els Plans extraordinaris d'expansió de la despesa pública, com a complement al ja aprovat en els pressupostos ordinaris, es va convertir en un clàssic de l'Administració Abe, s'ha procedit a un doble augment de l'IVA (el ja esmentat de 2014 i a la fi de 2019, quan es va situar en el 10%), de manera que hi augmenta la recaptació fiscal, que ronda en els últims exercicis el 34% del PIB, un màxim històric. Amb això (*Gràfic XI*), el dèficit públic s'ha contret fins al voltant del 3% del PIB, la qual cosa ha de sumar-se a un cost ínfim del finançament del deute (el dèficit primari quasi coincideix amb el global, la qual cosa revela el mínim pagament d'interessos) per a entendre com el creixement de la muntanya d'endeutament públic s'ha alentit (cal remarcar que aquestes anotacions corresponen a la situació prèvia a la pandèmia), com pot contrastar-se en el *Gràfic VI*. Encara que es tracta, en conjunt, d'un exercici adequat de prudència, que no de restricció fiscal, no ha servit tampoc per a reflatar el creixement, ni per a deixar els comptes públics en millor situació davant la possibilitat, tristament materialitzada, d'una nova crisi que deteriorara l'un i les altres, com ha ocorregut amb les conseqüències de la COVID-19.

Gràfic XI.- Comptes públics. Variables seleccionades (% del PIB)

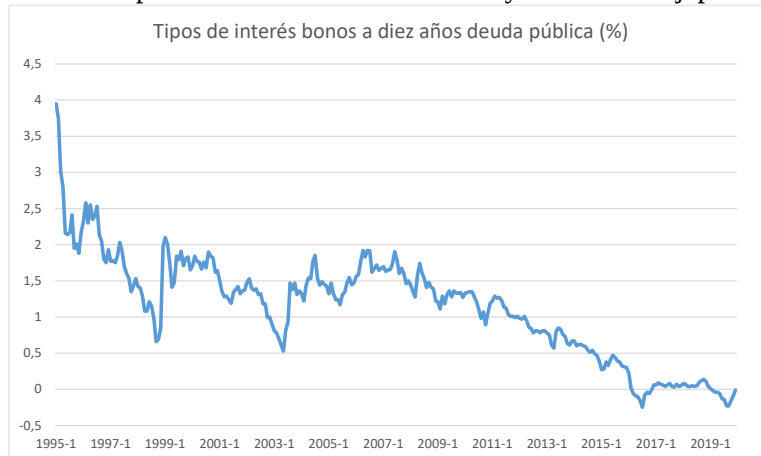


Font: elaboració pròpia. Dades: BIS

Certament, la possibilitat de continuar sense majors perturbacions la gestió d'un país amb un nivell de deute inassumible per a la pràctica totalitat de la resta d'economies (és a dir, l'existència de l'altíssim marge fiscal del qual gaudeix el Govern nipó), es deu a algunes singularitats de l'economia japonesa. Primer, l'elevada taxa d'estalvi privada, amb una ciutadania habituada a invertir bona part d'aqueixos fons en deute públic, malgrat la seua baixa rendibilitat (no tant en termes reals, donada una inflació quasi nul·la en la mitjana dels últims 25 anys, com ja s'ha indicat). Segon, l'activitat cada vegada més

intensa del BoJ no sols en l'adquisició de deute, sinó a limitar el cost d'aquesta per al Govern. El *Gràfic XII* mostra l'extrem al qual ha arribat aquesta intervenció, amb tipus d'interés a deu anys en valors negatius. Tercer, i a conseqüència de l'anterior, el Govern japonès es preocupa poc dels possibles dubtes dels inversors forans derivats del nivell d'endeutament, atès que més del 90% del deute públic del país està en mans japoneses, un percentatge excepcionalment alt.

Gràfic XII.- Tipus d'interés dels bons a deu anys del Govern japonès (%)



Font: elaboració pròpia. Dades: BoJ

La tercera fletxa, la més moderna, la que precisava el Japó, a penes ha sigut disparada. Què ha ocorregut en els quasi huit anys de Govern Abe amb les reformes estructurals? Algunes, no les principals, s'han posat en marxa. Per exemple, s'ha reduït la influència del lobby agrari del PLD, la qual cosa ha donat marge a avançar en alguns acords comercials. En aquest àmbit, el Japó va liderar el trànsit del Transpacífic Partenariat Agreement, acord de lliure comerç que anava a intensificar les relacions comercials de totes les economies rellevants de la regió del Pacífic (excepte la Xina), fins que va ser abandonat per l'Administració Trump, cap a l'ara interminablement denominat Comprehensive and Progressive Agreement for Transpacífic Partenariat. Una mostra de la cooperació internacional que, amb algun escull, i més gestos que resultats, ha sigut un objectiu del Govern Abe. Cal valorar també l'inici de la liberalització del mercat elèctric. O els estímuls per a prolongar la vida laboral. Poc més.

Les reformes essencials, les que podrien posar en marxa una nova economia i elevar els tristos nivells de productivitat del país, o s'han apuntat a penes o ni tan sols això. No hi ha hagut una reforma integral del mercat laboral. Tampoc de la burocràcia del país, la qual cosa s'apunta com una prioritat del nou Primer Ministre, Y. Suga. Aquest també vol bolcar-se en la digitalització del sector públic, s'entén que obrint camí a una major innovació en el sector privat, especialment de les notablement ineficients Pimes japoneses. La demandada reforma fiscal per a mobilitzar els beneficis no distribuïts de les empreses i que arriben als ciutadans via dividends tampoc ha tingut lloc. Pel que fa al sistema bancari, l'eficiència limitada i la rendibilitat paupèrrima semblen també requerir noves mesures. I les intencions i, fins i tot, les normes, articulades per S. Abe en pro d'un increment dels salaris reals han quedat oblidades...entre altres coses perquè convé elevar la productivitat abans que els salaris. Sobre una nova política migratòria que permeta dinamitzar la piràmide demogràfica i la força laboral, mai es va saber.

Són, per tant, molts els deures que queden pendents després de l'Abenomics i, mentre no es resolguen, cal anticipar que el suau però ferm declivi del Japó té tota l'aparença de continuar.

Aquest és el futur d'Europa?

No són pocs els autors que han establert un paral·lelisme entre els esdeveniments, aproximats en les pàgines precedents, esdevinguts des dels anys 90 en l'economia (i la societat) japonesa, i el que pot esdevindre a Europa, en particular, a la part occidental, des de ja i per al futur. El detall de la situació europea ha de ser objecte d'una anàlisi diferenciada, però presentem com a tancament d'aquest *Al Microscopi* la *Taula 2*, en la qual, sense ànim d'exhaustivitat, se subratllen alguns dels trets que caracteritzen l'evolució japonesa de les tres últimes dècades i s'apunta la mesura en què poden localitzar-se per al cas de la Unió Europea. Les similituds són abundants i, com a tals, preocupants com a senyal de la potencial futura trajectòria europea.

Taula II.- Serà Europa un nou Japó?

<i>Característica de l'economia i la societat japoneses</i>	<i>Es reproduïx a la Unió Europea?</i>
Creixement vegetatiu natural negatiu	SÍ
Limitacions severes a la immigració	NO, però probables
Notable envelliment demogràfic	SÍ
Insuficiència de reformes estructurals	SÍ
Bretxa creixent entre empreses d'avantguarda i seguidores	SÍ
Deficient preparació de Pimes davant la nova economia	SÍ (varia segons el país)
Mediocre creixement de la productivitat	SÍ (varia segons el país)
Obstacles burocràtics i de grups de pressió a les reformes pro-creixement	SÍ (varia segons el país)
Creixent deute públic, fins a nivells sense precedents	SÍ (varia segons el país)
Tipus d'interés en mínims a curt termini	SÍ
Tipus d'interés en mínims a llarg termini	SÍ
Política monetària convencional i no convencional d'un to expansiu sense precedents	SÍ
Augment de la taxa d'estalvi privat	Limitat
Rendibilitat molt limitada d'un sistema bancari amb problemes estructurals	SÍ
Augmenta la dependència de la demanda exterior per al creixement	SÍ
Significatiu superàvit comercial / per compte corrent.	SÍ
Seriosos costos d'una possible extensió de les barreres proteccionistes	SÍ

Font: elaboració pròpia.



FUNDACIÓN
VALENCIAPORT

