

## EDITORIAL

### FRAGILITAT

Les dades més recents de l'economia espanyola apunten a una estabilització de l'activitat, amb suaus alces en els pròxims trimestres. La fragilitat, però, és elevada. La magnitud dels desequilibris que encara pateix l'economia significa que és molt vulnerable, en especial davant una evolució adversa dels mercats financers internacionals.

Potser el risc més significatiu és el que emana dels EUA, país immers en un complex exercici de retirada de liquiditat que, per la importància del mercat financer nord-americà en l'economia internacional, tindrà importants conseqüències a escala planetària.

La represa del creixement als EUA després de la crisi financera internacional del 2008-2009 és el resultat de diversos factors, però, sens dubte, el més important és l'enorme impuls monetari que han representat les successives rondes d'expansió quantitativa (*quantitative easing*). Desfer aquesta política monetària expansiva no ortodoxa no serà una tasca senzilla. El simple anunci, al maig passat, que l'exercici començaria en pocs mesos (el famós *tapering*) ha tingut, al llarg de l'estiu, enormes efectes en molts mercats financers i, de manera especial, en els tipus d'interès a llarg termini i en els mercats de divises emergents. Ha obligat les autoritats monetàries i fiscals de molts països a alterar els plans de política econòmica, perquè l'impacte dels canvis en els fluxos de capitals internacionals no alterés el rumb bàsic de les seves economies. Què succeirà el dia en què, efectivament, s'iniciï l'estratègia de sortida de la política monetària no ortodoxa?

Ara com ara, la Reserva Federal, alarmada, en part, per l'adversa i ràpida reacció dels mercats a l'anunci d'una disminució en el ritme de compres de deute, ha ajornat el *tapering*. A aquest factor cal afegir, també, les dades poc concludents sobre el vigor de la recuperació econòmica i les complexes negociacions pressupostàries a les quals s'enfronta l'Administració Obama aquesta tardor.

No obstant això, la decisió sobre la disminució i l'eventual retirada dels impulsos monetaris s'haurà de prendre, i cal calibrar els riscos que comporta. Si l'estratègia de sortida s'implanta amb excessiva celeritat, es corre el risc d'interrompre una recuperació econòmica que encara és feble, la qual cosa provocaria una recaiguda en la recessió. Això és el que ha valorat la Fed en la seva decisió del setembre, que ha sorprès els mercats financers. L'ajornament del *tapering*, tot i que només sigui durant unes setmanes, ha empès les borses cap amunt i els tipus d'interès a llarg de les economies de referència cap avall. Els capitals també han tornat a les economies emergents.

D'altra banda, si la retirada de la injecció monetària triga massa, els riscos no són menors. Si la recuperació guanya prou vigor, les pressions inflacionistes poden créixer i enquistar-se. Es poden alimentar, també, noves bombolles financeres. En aquest escenari, la pujada de tipus necessària seria, probablement, elevada i difícilment suportable fins i tot per una economia amb velocitat de creuer. En qualsevol cas, l'alta volatilitat provocada pel procés de disminució dels estímuls monetaris serà inevitable.

Per a l'economia espanyola, el dilema de la política monetària nord-americana serà crucial. Si el *tapering* es du a terme aviat, transmetrà tipus alts a la zona de l'euro, la qual cosa tendirà a frenar el ritme de recuperació a la nostra àrea monetària. L'alentiment serà encara més intens si el *tapering* fa descarrillar la recuperació als EUA, un soci comercial molt important per a la zona de l'euro.

Si el *tapering* triga, podria comportar, en última instància, tipus d'interès encara més alts, i seria més difícil evitar-los a Europa. Tot i que, com a contrapartida, aquest impacte advers succeiria en un entorn més benigne, amb una recuperació una mica més consolidada a la zona de l'euro.

Trigui o no, la retirada de la política monetària laxa als EUA és una amenaça per a la fràgil economia espanyola, de manera que cal continuar reduint els desequilibris, i, d'aquesta manera, estar més ben capacitats per suportar els embats provinents dels mercats financers internacionals.

**Jordi Gual**  
Economista en cap  
30 de setembre de 2013