

RESUM EXECUTIU

CONTRA ELS DUBTES, MÉS MUNICIÓ MONETÀRIA I FISCAL

Els dubtes sobre el creixement econòmic global han tornat a escena. Els últims indicadors d'activitat han sorprès a la baixa i han donat arguments per qüestionar, de nou, la solidesa dels pilars que sustenten el procés de recuperació. Seguint la tònica dels últims anys, la resposta de la política econòmica no s'ha fet esperar. El degoteig d'anuncis de noves mesures d'estímul ha tornat a ser constant en els últims mesos. En la confiança de la seva efectivitat, i en el fet que, si és necessari, es continuarà donant suport a l'economia, descansa la creença que la sotragada serà passatgera.

El Banc del Japó respon engegant la pròpia revolució monetària: pretén dur la base monetària del 29% al 57% del PIB. La primera conseqüència d'aquesta expansió monetària ha estat la depreciació del ien, acompanyada d'una important revaloració borsària. Els efectes, però, es noten més enllà de l'economia nipona. El descens de les *yields* del deute públic europeu és, en part, el resultat de l'anticipació d'unes condicions monetàries globals més laxes.

El BCE i la Fed continuen actius. El BCE es debat, des de fa mesos, entre abaixar o no el tipus d'interès de referència, una decisió que, si es du a terme, tindrà una repercussió escassa sobre l'economia real, ja que el recorregut a la baixa dels tipus d'interès lliures de risc a curt i a mitjà termini és escàs. Molt més rellevants són les mesures que està estudiant, i que ha d'adoptar aviat, per neutralitzar la fragmentació financera a la zona de l'euro, que es visualitza, sobretot, en les diferents condicions creditícies que pateixen les pimes en funció del país en què operen. La Fed, per la seva banda, continua pendent del ritme al qual s'està recuperant l'economia nord-americana per accelerar, si és necessari, el programa de compra d'actius.

La política fiscal europea recalibra el rumb. Els Estats Units i el Japó ja havien seguit una aproximació més laxa des del principi de la crisi, però la lentitud amb què avança el procés de recuperació al vell continent ha convençut Brussel·les que és millor suavitzar les mesures de consolidació fiscal. Espanya és l'exemple més clar: el nou objectiu de dèficit públic per al 2013 s'ha fixat, finalment, en el 6,3%, 3,3 punts percentuals per damunt de l'objectiu fixat al Programa d'Estabilitat de l'any passat. A més a més, s'ha ampliat fins al 2016 el marge de temps per situar el dèficit per sota del 3%. Aquest no és l'únic cas. A Portugal,

per exemple, també se li ha concedit 2 anys més per rebaixar el dèficit per sota del 3% i, a França, se li ha donat un any addicional de marge. La recaiguda de la zona de l'euro obeeix, en gran part, a la desafortunada gestió de la crisi del deute sobirà i als lents avanços en el procés d'integració europea. Per tant, que es consolidi o no la recuperació econòmica depèn, en el fons, del progrés que es faci, en els pròxims mesos, en matèries com la unió bancària o la unió fiscal. De tota manera, una pressió menor sobre les finances públiques ajudarà a fer el procés més suportable.

Els emergents estan preparats per actuar si és necessari. Les borses dels principals països emergents (sense pols) i la caiguda del preu del petroli i dels principals índexs de primeres matèries han fet dubtar de la sostenibilitat del ritme de creixement actual. De tota manera, interpretem el descens recent de les cotitzacions com un episodi puntual, que obeeix a les fluxes dades de creixement global i a factors transitoris, com el tancament de posicions especulatives. També és important distingir entre la situació econòmica que travessen els diferents països. La fermesa del creixement que presenta la Xina té poc a veure amb la desaceleració que pateixen l'Índia, Rússia i el Brasil. En aquests països, a més a més, la inflació dista d'estar controlada. De tota manera, els principals països emergents disposen de prou marge per implementar polítiques d'estímul econòmic. De fet, ja s'han començat a aplicar mesures expansives, combinant les monetàries amb les fiscals en funció de les circumstàncies. Aquest factor, juntament amb la continuïtat de les reformes estructurals i el baix nivell d'endeutament públic i privat, fa pensar que la reactivació econòmica en el món emergent no trigarà a arribar.

La implementació de l'agenda de reformes estructurals és la principal garantia de creixement a llarg termini. En els països desenvolupats, les mesures fiscals i monetàries que s'estan aplicant ajuden a fer més digerible el procés de correcció dels desequilibris generats durant l'última dècada. No obstant això, una política monetària o fiscal més o menys laxa no assegura un bon ritme de creixement a llarg termini. Els estímuls anunciats fins avui i el compromís de continuar actuant si és necessari proporcionen un espai de temps que ha de ser suficient per dur a terme una agenda ambiciosa de reformes estructurals. Confiam que s'implementarà.