

Els límits de la política monetària

Si ha llegit els diaris el passat mes d'agost i no ha sentit un cert desànim, la seva destinació de vacances era màgica o vostè és un veritable optimista. La guerra comercial (ja té poc sentit continuar utilitzant l'eufemisme «tensions comercials») entre els EUA i la Xina empitjorava; un *bretxit* caòtic es convertia en més probable amb l'estratègia de Boris Johnson; l'enfrontament entre els EUA i l'Iran augmentava la tensió a l'Orient Mitjà; les protestes de Hong Kong amenaçaven amb desestabilitzar la Xina; l'Argentina tornava a patir fugides de capitals davant l'expectativa d'un nou Govern peronista... I, a tot això, s'afegia una bateria d'indicadors econòmics que confirmaven que la desacceleració de l'economia global i de l'europea en particular és més intensa del que es preveia.

Arran de totes aquestes notícies, les perspectives fins al final d'enguany i per a l'any vinent han empitjorat clarament. Hi ha poca confiança que els principals focus d'incertesa –la guerra comercial i el *bretxit*– s'hagin de resoldre a curt termini. Fins i tot si els EUA i la Xina arriben a un acord a curt termini, segurament serà de mínims i caldrà veure si serà durador. En el cas del *bretxit*, potser s'evita una sortida sense acord al final d'octubre, però, en pocs mesos, el Regne Unit es pot situar de nou a la vora del precipici.

En aquestes circumstàncies, les mirades s'han tornat a posar sobre els bancs centrals, els quals ja han mostrat la seva predisposició a actuar. Als EUA, la Fed va reduir al juliol el tipus d'interès de referència i va anunciar que tornaria a comprar més deute públic (el necessari perquè el balanç no es contregui). Després d'haver ajustat a l'alça els tipus d'interès en els últims anys, el banc central nord-americà té prou marge per continuar reduint-los si és necessari. És, de fet, el que el mercat descompta que farà. Amb un dèficit públic que s'acosta al 5% del PIB, la política monetària té més marge que la política fiscal a l'altre costat de l'Atlàntic.

A la zona de l'euro, la situació és diferent. Aquí, el BCE també ha comunicat que, aquest mes de setembre, presentarà un paquet de mesures d'estímul, però el marge d'actuació de la política monetària és molt escàs. Quant més poden baixar els tipus d'interès? Molt poc. I quant pot estimular l'economia una disminució dels tipus d'interès? També poc. El cost de finançament no és el que frena la inversió empresarial. Ho fa la incertesa, ja sigui de tipus polític o relacionada amb la transformació digital o amb la transició energètica. En el cas de les famílies, moltes de les quals són a prop de la jubilació o ja estan jubilades, responen a una davallada de tipus estalviant més o consumint menys. Els tipus més baixos també ajuden a impulsar els preus dels actius immobiliaris, la qual cosa perjudica la capacitat adquisitiva dels qui no tenen un habitatge en propietat. A la llista de contraindicacions cal afegir el risc d'estar alimentant la creació de bombolles. En definitiva, la política monetària va ser absolutament clau per superar la Gran Recessió i la crisi del deute sobirà, però, en aquests moments, ja poc més se li pot exigir.

El focus s'ha de situar ara en la política fiscal i en una agenda de reformes que ajudi a impulsar un creixement inclúsiu i que redueixi la incertesa que afecta la presa de decisions de les empreses i de les famílies (per exemple, en qüestions mediambientals o sobre el futur de les pensions). La zona de l'euro, amb un dèficit públic inferior a l'1% del PIB i amb un nivell de deute inferior al 85% del PIB, es pot permetre un cert relaxament fiscal. L'ideal seria que fos dut a terme per part d'una autoritat fiscal paneuropea, però, desafortunadament, encara no comptem amb ella. En la seva absència, els estímuls els hauran de tirar endavant a nivell nacional els països que s'ho puguin permetre. Alemanya, clarament, haurà de liderar aquest esforç, però el que de debò convé és tenir preparat un veritable mecanisme d'estabilització macro a nivell europeu.

Enric Fernández
Economista en cap
31 d'agost de 2019