

Quin marge de maniobra té la política econòmica?

Després d'uns anys d'expansió, l'economia mundial s'ha desacelerat en els últims trimestres i els riscos de recessió han començat a generar inquietud. Totes les mirades s'han centrat ara en com les polítiques monetària i fiscal podrien ajudar a impulsar l'economia. La política monetària ja ha pogut fixar: la Fed ha retallat tres vegades els tipus d'interès i el BCE ha emès un nou paquet d'estímul.

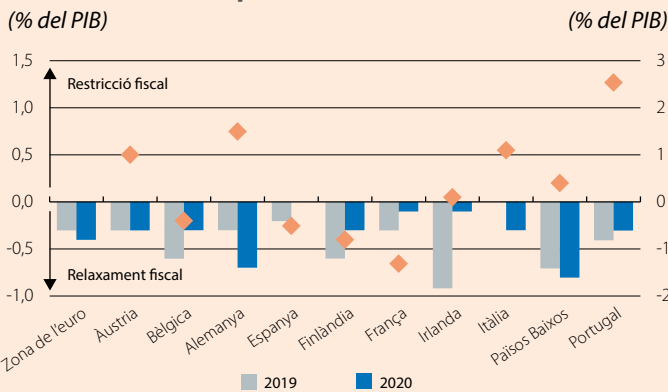
Política monetària: encara *the only game in town*?

En l'última dècada, el gros de la responsabilitat per estabilitzar l'economia ha recaigut en els bancs centrals, fins al punt de popularitzar-se l'expressió *the only game in town* (l'única alternativa) per referir-se a la política monetària. No obstant això, tant la intensitat de les turbulències viscudes des del 2008 com les fortes dinàmiques estructurals latents¹ han reduït el marge d'actuació futur dels bancs centrals. Per exemple, el 2007, la Fed partia d'un tipus d'interès del 5,25% (que permetia 20 retallades de 25 p. b. abans de xocar amb el 0%). En canvi, en l'últim cicle de pujades de tipus (entre el 2015 i el 2018), la Fed només va aconseguir apujar els tipus fins al 2,50%.

Malgrat el seu menor marge d'acció, els bancs centrals ja han esgotat, el 2019, una bona part de l'espai disponible. Així, als EUA, les tres retallades de 25 p. b. de la Fed han consumit un terç dels 225 p. b. del marge amb què comptava per reduir els tipus de referència. I, a Europa, el BCE es podria quedar sense capacitat de comprar més actius de deute públic cap al final del 2020 si es mantenen els límits actuals, que estableixen que no pot comprar més del 33% de cada emissió. D'altra banda, amb l'última retallada de tipus, el BCE es podria estar acostant a l'anomenada

«cota de reversió»: el nivell en què una nova reducció dels tipus de referència tindria efectes contractius sobre l'economia (les estimacions la situen al voltant del -1,0%, una cota relativament propera al -0,50% en què es troba el tipus depo).² D'aquesta manera, aquesta proximitat mostra que el marge d'estímul de la política monetària és més limitat que en el passat.

Zona de l'euro: posició de la política fiscal i saldo estructural primari **



Notes: * La posició de la política fiscal (esc. esq., columnes) s'aproxima amb el canvi en el saldo fiscal estructural primari. ** Els rombes representen el saldo estructural primari previst per al 2020 (esc. dta.). Font: CaixaBank Research, a partir de l'avaluació de la Comissió Europea sobre l'esborrany dels Plans Pressupostaris 2020.

Fed encara té marge de maniobra. Així mateix, davant la proximitat de les eleccions presidencials (novembre del 2020), l'Administració Trump podria renovar l'estímul fiscal en cas d'una desaceleració més intensa de l'economia.

A la zona de l'euro, d'altra banda, es preveu un cert impuls fiscal. Així, com ho recull el segon gràfic, en funció dels plans pressupostaris presentats a la Comissió Europea, el 2020, s'estima un impuls fiscal al conjunt de la zona de l'euro de 0,4 p. p. de PIB.⁴

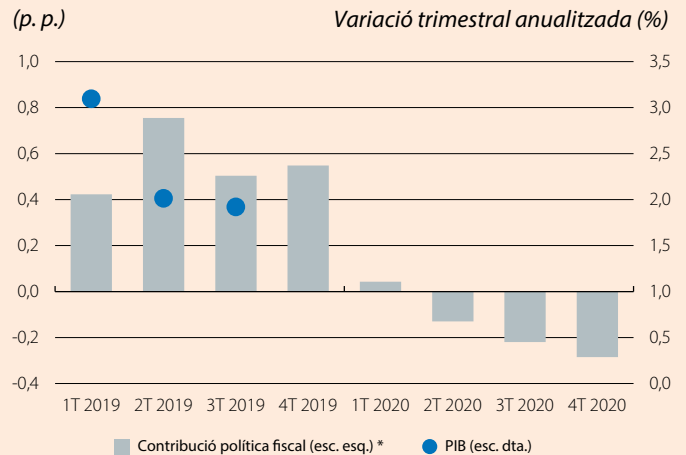
1. És a dir, la caiguda del tipus d'interès natural. Vegeu els diferents articles del Dossier «El futur de les condicions financeres: canvi de paradigma?», a l'IM02/2019.

2. Vegeu l'article «L'adéu de (Súper) Mario Draghi», a l'IM11/2019.

3. El Riksbank va incrementar els tipus del -0,50% al -0,25% al desembre del 2018 i, a l'octubre, va enviar un missatge clar de la intenció d'apujar-los fins al 0% al desembre del 2019. Tot plegat malgrat que el consens d'analistes ha revisat la previsió de creixement del PIB per al 2020 de l'1,8% a l'1,2% al llarg dels últims trimestres (i la d'inflació del 2,0% a l'1,7%).

4. Variació projectada en el saldo primari estructural entre el 2019 i el 2020 en funció de l'anàlisi de la Comissió Europea dels Plans Pressupostaris 2020.

EUA: contribució de la política fiscal al PIB



Nota: * D'acord amb la metodologia del Hutchins Center, una contribució positiva indica que la política fiscal empeny el creixement del PIB per damunt del creixement potencial (i viceversa). Font: CaixaBank Research, a partir de les estimacions del Hutchins Center Fiscal Impact.

A més a més, han augmentat les veus que alerten dels costos d'un període llarg de tipus negatius, fins al punt que, a Suècia, malgrat una reducció de les expectatives de creixement i d'inflació, el Riksbank ha decidit desfer la política de tipus negatius.³

Als EUA, a diferència de la zona de l'euro, la Fed encara disposa d'un espai de 150 p. b. en els tipus de referència i, en cas d'un deteriorament molt substancial de l'escenari, li quedaria el recurs de reactivar les compres d'actius. No obstant això, els temors al fet que la política monetària s'estigui apropant als seus límits han ressonat amb força a la zona de l'euro i s'han intensificat les crides perquè la política fiscal faci un pas endavant el 2020.

Els equilibris de la política fiscal

Als EUA, malgrat que les estimacions presentades al primer gràfic suggereixen que la política fiscal limitarà una mica el creixement (després d'haver-lo esperonat de manera substancial el 2018-2019), els indicadors assenyalen un funcionament raonablement favorable de l'activitat. A més a més, la

Els principals propulsors són, essencialment, Alemanya (0,7 p. p.) i els Països Baixos (0,8 p. p.), mentre que, a Itàlia (0,3 p. p.) i a França (0,1 p. p.), s'estima un impuls més modest. A Espanya, s'espera una política fiscal relativament neutral.

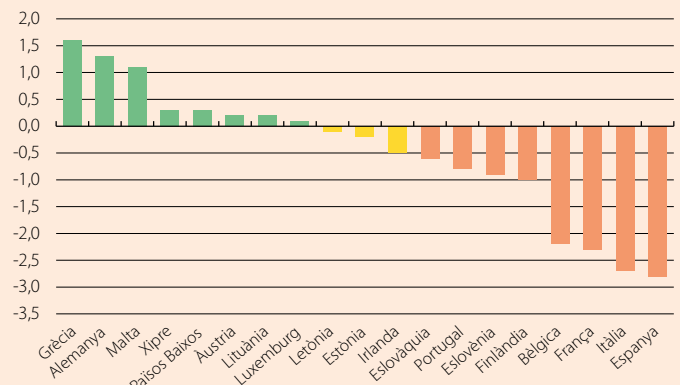
Per estimar l'impacte d'aquest impuls fiscal, hem de tenir en compte com afecta la resta de components de l'economia. Ens proporcionen aquesta informació els anomenats «multiplicadors fiscals», que estimen l'efecte net que té un augment de la despesa pública sobre el PIB en conjunt. **D'acord amb el consens existent en la literatura, els multiplicadors de la despesa pública se situen entre el 0,6 i el 0,8,⁵ de manera que els plans pressupostaris impulsarien el creixement en uns 0,3 p. p. el 2020.**

El tercer gràfic mostra que **la zona de l'euro té un marge de política fiscal limitat i distribuït de manera desigual.** En aquest context, els següents elements guanyen importància. En primer lloc, **els multiplicadors fiscals són superiors en un entorn de tipus d'interès baixos,** de manera que és possible que els multiplicadors de la zona de l'euro siguin superiors als comentats. Per exemple, amb dades per als EUA, Ramey i Zubairy (2018)⁶ consideren que el multiplicador de la despesa pública augmenta fins a l'1,7 quan els tipus d'interès de referència es troben ancorats en el 0%.

D'altra banda, els estímuls fiscals generen externalitats que, en una unió com la zona de l'euro (és a dir, tipus de canvi fix i política monetària comuna), es vehiculen, essencialment, pel canal comercial. En concret, en funció dels multiplicadors estimats per Dabla-Norris *et al.* (2017)⁷ que reproduïm al quart gràfic, l'impuls fiscal d'Alemanya o dels Països Baixos comentat més

Zona de l'euro: marge fiscal *

(% del PIB potencial)



Nota: * Diferència entre el saldo fiscal estructural projectat pels Plans Pressupostaris 2020 i el saldo estructural objectiu a mitjà termini (MTBF).

Font: CaixaBank Research, a partir de l'avaluació de la Comissió Europea sobre l'esborrany dels Plans Pressupostaris 2020.

amunt podria afegir 0,1 p. p. al creixement de la perifèria de la zona de l'euro.

Zona de l'euro: multiplicadors fiscals i externalitats

Ràtio entre el canvi acumulat del PIB i el canvi acumulat de la despesa pública

	País d'origen de l'impuls						
	Alemanya	França	Països Baixos	Itàlia	Espanya	Portugal	
País receptor de l'impuls	Alemanya	0,71 (0,63-0,82)	0,22 (0,14-0,31)	0,21 (0,15-0,26)	0,11 (0,07-0,15)	0,08 (0,05-0,11)	0,06 (0,03-0,08)
	França	0,09 (0,06-0,12)	0,53 (0,45-0,61)	0,07 (0,05-0,10)	0,06 (0,04-0,10)	0,04 (0,02-0,06)	0,03 (0,02-0,04)
	Països Baixos	0,17 (0,13-0,20)	0,14 (0,09-0,20)	0,52 (0,46-0,58)	0,07 (0,04-0,10)	0,05 (0,03-0,07)	0,03 (0,01-0,05)
	Itàlia	0,13 (0,09-0,17)	0,16 (0,11-0,23)	0,11 (0,07-0,14)	0,50 (0,46-0,54)	0,06 (0,04-0,09)	0,04 (0,02-0,06)
	Espanya	0,12 (0,08-0,16)	0,14 (0,10-0,20)	0,09 (0,06-0,13)	0,08 (0,05-0,11)	0,31 (0,27-0,35)	0,06 (0,04-0,08)
	Portugal	0,12 (0,08-0,16)	0,15 (0,09-0,20)	0,08 (0,04-0,12)	0,07 (0,03-0,10)	0,07 (0,05-0,10)	0,29 (0,25-0,33)

Nota: Els elements de la diagonal (en blau) són els multiplicadors fiscals i la resta de valors mostren les externalitats als altres països. Les xifres entre parèntesis indiquen els intervals de confiança del 68%.

Font: Dabla-Norris, M. E. *et al.* (2017). «Fiscal Spillovers in the Euro Area: Letting the Data Speak». IMF Working Paper.

tit, un impuls inversor enfocat cap a les infraestructures, les noves tecnologies i la transició energètica tindria la virtut de proporcionar un impuls fiscal en un context de desacceleració cíclica, reduiria la incertesa vinculada a les transformacions estructurals que afecten les principals economies i impulsaria el creixement potencial.

Tenint en compte tot això, què podem esperar? D'una banda, tot i que Alemanya i els Països Baixos tenen un marge fiscal considerable, tradicionalment els dos països han acabat implementant una política menys expansiva del que s'esperava. De l'altra, **la presència d'externalitats positives entre els països de la zona de l'euro i l'heterogeneïtat de l'espai fiscal posen en relleu la importància de potenciar una autoritat fiscal supranacional, amb capacitat per implementar una política fiscal coordinada.⁸** Serà la zona de l'euro capaç de dotar-se de capacitat fiscal abans de la propera recessió?

Adrià Morron Salmeron

5. Ramey, V. A. (2019), «Ten years after the financial crisis: What have we learned from the renaissance in fiscal research?», *Journal of Economic Perspectives*, 33(2), 89-114.

6. Ramey, V. A. i Zubairy, S. (2018), «Government spending multipliers in good times and in bad: evidence from U.S. historical data», *Journal of Political Economy*, 126(2), 850-901.

7. Dabla-Norris, M. E. *et al.* (2017), «Fiscal spillovers in the Euro Area: letting the data speak», *International Monetary Fund*.

8. El pressupost de la UE, que es discuteix per a l'horitzó 2021-2027, té una dimensió modesta: al voltant del 2% de la despesa pública total i de l'1% de la renda nacional bruta de la UE.