

Polítiques econòmiques davant la COVID-19: es trencaran les fronteres de l'impossible?

Hi ha dues grans diferències entre la crisi actual a la zona de l'euro i la crisi del 2009-2012. En primer lloc, el coronavirus i les mesures de confinament adoptades pels països de la zona de l'euro representen un xoc econòmic molt superior al de la crisi anterior. El 2009, el PIB de la zona de l'euro va caure el 4,5% en relació amb el 2008, mentre que, enguany, és molt possible que la caiguda sigui dues vegades més profunda. En segon lloc, l'impacte econòmic del coronavirus és força simètric i afectarà totes les economies de la zona de l'euro en un ordre de magnitud similar. Aquestes dues característiques de la crisi actual justifiquen tant els mecanismes de distribució del risc entre països com la coordinació entre la política fiscal i la política monetària.

Una resposta diferenciada a nivell nacional

La dimensió d'aquesta crisi ha generat respostes nacionals sense precedents. Els governs nacionals han adoptat una gran varietat de mesures, la funció de les quals és esmorteir l'impacte de la crisi sobre les empreses i sobre les llars. En particular, destaquen els programes d'aval a crèdits bancaris i les línies de crèdit a través de bancs de desenvolupament nacionals, les mesures temporals d'ajustos d'ocupació (com els ERTO a Espanya o el *Kurzarbeitgeld* a Alemanya), els ajornaments d'impostos, i, en alguns casos, els pagaments directes a ciutadans i les subvencions directes a empreses. Aquestes mesures comportaran un gran augment del deute públic dels països europeus. Per aquest motiu, la magnitud de la resposta econòmica ha estat fins ara molt diferent entre els països en funció de la solidesa dels comptes públics. A Espanya i a Itàlia, per exemple, tant els programes d'aval com la despesa directa han estat molt més tímids que a Alemanya, que, entre altres mesures, ha anunciat garanties il·limitades per als préstecs a les pimes.

Sense mecanismes de distribució del risc entre països europeus, aquesta diferència entre les respostes nacionals representa una distorsió del mercat únic i pot comportar una recuperació asimètrica i un agreujament de les divergències econòmiques a la zona de l'euro que podria posar en risc l'existència de la unió monetària.

La severitat de l'escenari requereix una resposta coordinada en moltes dimensions

La recuperació serà més feble i lenta si no hi ha mecanismes que propiciïn una actuació sincronitzada.¹ Sense sincronització, els primers països que es comencin a recuperar es trobaran amb una demanda externa feble, tant dins la zona de l'euro com a nivell mundial. A més a més, les empreses continuaran llastades per disruptcions en una cadena de subministraments molt integrada a nivell europeu. Així mateix, sense una resposta comuna, es pot produir una fragmentació financera i econòmica entre els països de la UE, i les diferències en les respostes a nivell nacional poden comprometre la igualtat d'oportunitats (*level-playing field*) al mercat únic europeu. Per exemple, la supervivència d'una empresa o les condicions d'accés al crèdit no solament dependran de la seva solvència i de la seva competitivitat, sinó de si es troba establerta en una jurisdicció amb un esquema de suports més o menys generós. Els efectes polítics d'una divergència econòmica prolongada entre països després de la crisi també podrien ser nocius per a la zona de l'euro, amb un augment del populisme als països més afectats. En definitiva, una recuperació sincronitzada a nivell europeu no és solament una qüestió de solidaritat entre països, sinó també d'interès propi de cada país. Així, totes les economies es beneficiarien d'una coordinació a nivell europeu.

El context actual també exigeix que la coordinació vagi més enllà d'una sincronització o d'una resposta comuna entre Estats: requereix una coordinació entre el sector públic i el privat i entre les diferents dimensions de la política econòmica. D'una banda, si les empreses i les famílies financen la reducció dels ingressos amb un endeutament excessiu, la càrrega d'aquest nou deute frenarà la recuperació de la demanda i prolongarà les dificultats. Això explica la importància que una part significativa de les ajudes siguin directes i no solament en forma de deute. A més a més, el fet que sigui el sector públic el que absorbeixi aquests costos permetria una mobilització més gran de recursos, a un cost més baix i amb deute que venci a més llarg termini.² D'altra banda, la política fiscal i la monetària també s'han de coordinar perquè, davant la perspectiva que el deute públic augmenti de manera substancial al llarg de la crisi de la COVID-19, s'esvaeixi qualsevol dubte sobre la sostenibilitat del deute i la seva càrrega es faci més suportable i no comprometi el funcionament futur de l'economia.³

1. Segons les estimacions del BCE, els estrets vincles econòmics a Europa fan que un increment exogen del 15% en la producció de les principals economies de la zona de l'euro s'amplifiqui; fins i tot a curt termini, fins a un increment del 20% en la producció del conjunt de la zona de l'euro. Fabio Panetta, «Joint response to coronavirus crisis will benefit all EU countries», article d'opinió a Politico.eu.

2. Endeutar-se a més llarg termini facilita la distribució dels costos entre diferents generacions, una estratègia necessària davant impactes de gran magnitud i amb molts precedents històrics, relacionats, en especial, amb el finançament de guerres.

3. Com la zona de l'euro ja va aprendre durant la crisi del deute públic del 2010-2012, els dubtes sobre la sostenibilitat del deute endureixen les condicions financeres, la qual cosa agreuja la feblesa de l'economia. D'altra banda, l'exigència d'una reducció massa ràpida del deute pot comportar una política fiscal sostingudament restrictiva que dificultaria (i, fins i tot, podria comprometre) la recuperació i el funcionament futur de l'economia.

Una resposta fiscal europea

El 25 de març, nou caps d'Estat europeus (de Bèlgica, França, Itàlia, Luxemburg, Espanya, Portugal, Grècia, Eslovènia i Irlanda) van escriure una carta al president del Consell Europeu exigint una mutualització de la resposta fiscal europea, amb el suport del deute comú. La resposta europea fins ara ha estat molt diferent. El 23 d'abril, el Consell va aprovar un seguit de mesures orientades no a la mutualització de les despeses contra la crisi del coronavirus, sinó a la mutualització del cost de finançament de les mesures nacionals. Així, el Consell va aprovar la creació d'una nova línia de crèdit del Mecanisme Europeu d'Estabilitat, la creació d'un fons amb la finalitat de prestar als governs nacionals per finançar les mesures temporals d'ajustos d'ocupació (tipus ERTO), i un fons de garanties perquè el Banc Europeu d'Inversions pugui augmentar els préstecs a les empreses europees. Aquestes mesures són positives, ja que poden reduir els costos de finançament dels països de la zona de l'euro, però són insuficients, perquè no responen al principal problema: que alguns països no poden adoptar totes les mesures necessàries per por a l'augment del deute públic que comporten.

Per aquest motiu, és crucial el Fons de Recuperació Europeu, sobre el qual encara no es va poder posar d'acord el Consell Europeu. Perquè sigui efectiu, aquest fons haurà de tenir dues característiques essencials: una dimensió suficient (almenys el 10% del PIB de la zona de l'euro o una xifra d'un ordre de magnitud similar al dèficit públic que assoliran la majoria de països enguany) i un element redistributiu. La idea seria que aquest fons, amb el suport de garanties nacionals, pugui emetre deute per després invertir als països més afectats per la crisi i assegurar, així, una recuperació simètrica. Malgrat que algunes d'aquestes inversions es puguin fer sota la forma de préstecs (a llarg termini i a tipus baixos) als Estats membres, serà important que una gran part siguin transferències directes, perquè el deute dels països que les rebien no augmenti massa i evitar que es posi en qüestió la seva sostenibilitat.

La creació d'un fons amb aquestes característiques seria un gran pas endavant per a la zona de l'euro, i, per aquest motiu, és políticament tan complicat. La idea de les transferències directes i d'un deute comú europeu genera un profund rebuig als països més rics del bloc. A més a més, si s'aprovessin aquestes mesures sense tenir en compte el seu parer, es correria el risc que augmentés el

populisme antieuropeu als països del nord, com ja va succeir després de l'última crisi amb la creació de partits com l'AfD a Alemanya. Efectivament, sembla poc factible políticament anar cap a una veritable unió fiscal, amb poders tributaris per a la zona de l'euro, amb un ministeri de finances europeu amb un pressupost significatiu i amb la possibilitat d'emetre eurobons. Això requeriria un nivell d'unió política que, ara com ara, és inexistent i per al qual no hi ha prou consens polític. Però aquesta crisi demostra la necessitat que, com a mínim, hi hagi un element d'estabilització fiscal central, com el Fons de Recuperació, que faciliti el repartiment dels riscos, i un actiu segur europeu, com podria ser el deute emès pel Fons. És una qüestió d'interès propi per a tots els països i d'estabilitat per a la unió monetària, no solament de solidaritat. A més a més, el Fons de Recuperació podria dur a terme inversions que ajudin a avançar en els objectius de la UE: la digitalització de l'economia i la sostenibilitat verda i social. En un món amb deutes nacionals elevats, aquests objectius podrien ser qüestionats.

Si la política fiscal europea no acaba fent un pas endavant i no es posa en marxa un mecanisme d'aquestes característiques, la política monetària haurà de prendre el relleu. De moment, el BCE, a través dels programes de compres d'actius, ha estat la institució europea que ha reaccionat a aquesta crisi de la forma més àgil i contundent. Com ho il·lustra la taula, s'estima que les compres per part del BCE de deute sobirà dels països de la zona de l'euro el 2020 seran molt significatives; de fet, seran comparables a l'augment del dèficit previst per a enguany. No obstant això, assumint

Compres de deute públic per part del BCE el 2020 i impacte de la COVID-19

(% del PIB nominal del 2019, llevat que s'indiqui el contrari)

	Compres estimades	Compres en escenari de màxims	Impacte sobre el PIB real del 2020 previst per l'FMI (%)	Clau de capital (% en relació amb el capital dels països de la zona de l'euro)
Alemanya	5,7 (5,2–6,3)	7,8	-8,2	26,4
Àustria	5,4 (5,0–6,0)	7,5	-8,7	2,9
Bèlgica	5,7 (5,3–6,3)	7,8	-8,2	3,6
Espanya	7,1 (6,5–7,9)	9,7	-9,8	11,9
França	6,3 (5,8–6,9)	8,6	-8,4	20,4
Irlanda	3,6 (3,3–4,0)	5,0	-10,3	1,7
Itàlia	7,0 (6,5–7,8)	9,7	-9,7	17,0
Països Baixos	5,3 (4,9–5,9)	7,3	-9,1	5,9
Portugal	8,2 (7,5–9,1)	11,2	-9,6	2,3
Altres	7,5 (6,9–8,3)	10,3	-9,6	7,8

Nota: Les compres estimades assumeixen que el 75% de les compres totals corresponen a deute públic (en línia amb el que es va veure al març del 2020). En l'escenari de màxims, s'assumeix que l'APP i el PEPP destinen a deute públic el 82% (d'acord amb la mitjana des del juny del 2016) i el 100% de les compres, respectivament. A les dues estimacions, s'assumeix que el 10% de les compres de deute públic es destina a deute d'agències supranacionals. L'impacte de la crisi sobre el creixement del PIB real es calcula com la diferència de la previsió de creixement per al 2020 entre el WEO de l'octubre del 2019 i el WEO de l'abril del 2020.

Font: CaixaBank Research, a partir d'estimacions pròpies, de dades del BCE i de previsions del PIB del World Economic Outlook de l'abril del 2020 de l'FMI.

que aquestes compres siguin temporals, la seva funció és contenir de nou els costos de finançament dels Estats membres i no mutualitzar la despesa per contrarestar aquesta crisi. És clar que aquestes compres es podrien ampliar i que el BCE podria, fins i tot, mantenir els bons sobirans al seu balanç per sempre i, *de facto*, mutualitzar i monetitzar el deute que ha comprat.⁴ De fet, és possible que alguns líders polítics prefereixin aquesta opció, un tipus de mutualització «implícita» que passi més desapercebuda per a l'electorat, a una mutualització explícita del deute per la via de l'emissió d'eurobons, que podria ser més costosa electoralment. Però aquest motiu seria una estratègia arriscada, ja que hi ha límits legals sobre les activitats del BCE i no es pot descartar que el Tribunal de Justícia Europea declari inconstitucional aquesta actuació.

La coordinació entre les polítiques fiscal i monetària: tan necessària com la preservació de la independència

La independència dels bancs centrals és un dels pilars bàsics per al bon funcionament de l'economia. Les hiperinflacions europees del segle xx i les experiències més recents, com la de Veneçuela, no deixen lloc a dubtes: quan les institucions són fràgils i la política fiscal força el banc central a monetitzar els dèficits públics de manera recurrent, el creixement sostingut de l'oferta monetària acaba comportant una explosió de la inflació i acostuma a acabar amb un col·lapse de l'economia.⁵ No obstant això, cal no confondre independència amb absència de coordinació entre política fiscal i política monetària.

Rarament és desitjable que les polítiques fiscal i monetària actuïn en direccions oposades: quan un banc central vol combatre un escenari d'inflació alta, necessita que l'enduriment de la política monetària vagi acompanyat d'una certa contenció fiscal (si no es fa així, les dues polítiques s'estarien contrarestant). I viceversa: si, en una fase de feblesa cíclica, la política fiscal es torna restrictiva (per exemple, intentant contenir l'augment del deute públic), en el fons, exerceix un efecte contractiu sobre l'economia que contraresta l'acció de la política monetària.

El que és rellevant, doncs, és que la coordinació entre política fiscal i política monetària sigui el resultat de decisions lliures, independents i guiades pels respectius mandats de les autoritats fiscals i monetàries. Per aquest motiu és clau un sistema institucional fort, capaç de permetre que la política monetària doni cobertura a la política fiscal quan, com és el cas actual, la severitat de la recessió econòmica requereixi una expansió fiscal forta (amb el consegüent increment del deute públic) i, alhora, protegeixi el banc central d'atacs a la seva independència quan, amb la normalització de l'activitat, sigui necessari un enduriment de la política monetària per evitar un augment excessiu de la inflació.

Els bancs centrals amb més independència lideren la coordinació

Sota la protecció d'aquestes institucions fortes, el Banc d'Anglaterra ha anat tan lluny com obrir una línia de crèdit directa per finançar les necessitats del Tresor del Regne Unit.⁶ En principi, es tracta d'una mesura temporal, i el Tresor haurà de reemborsar tot el crèdit concedit abans del final d'enguany. En general, les mesures de la Fed, del BCE, del Banc del Japó i del Banc d'Anglaterra han destacat per un increment molt notable de les compres de deute públic de les seves jurisdiccions,⁷ una acció amb la qual ancoren un entorn de tipus d'interès baixos i donen cobertura a una expansió fiscal sense el temor que generi dubtes sobre la sostenibilitat del deute.⁸ Com si es tractés d'un inversor més, el banc central rep els pagaments d'interessos i, si vencen els bons, del principal. A més a més, quan l'entorn econòmic millori, el banc central pot vendre aquests actius i retornar-los al mercat. En aquest sentit, més que monetitzar el deute, les compres d'actius per part del banc central serveixen per tranquil·litzar els inversors i evitar un pànic al mercat que, quan s'endureixin les condicions de finançament, acabi fent autocomplir els temors que el deute no és sostenible. En altres paraules: eviten que l'economia caigui en un mal equilibri pel fet, només, de tenir por de caure-hi.

BCE: més enllà dels límits?

Aquestes compres són suficients per acomodar l'expansió fiscal i l'increment del deute públic? Per exemple, amb les mesures anunciades fins ara, el BCE realitzarà compres netes d'actius properes al 9% del PIB de la zona de l'euro: una quantitat molt notable i sense precedents en la història de la zona de l'euro. No obstant això, al llarg del mes d'abril, quan el BCE no solament havia

4. Sota els programes de compres d'actius PSPP i PEPP, hi ha una mutualització del risc en el 20% de les compres. En concret, el 10% de les compres de deute públic es destinen a deute d'institucions europees supranacionals, mentre que un altre 10% l'implementa el BCE directament. El 80% restant de compres les realitza cada banc central (que compra deute de la jurisdicció mateixa), i aquest 80% seria (i no l'Eurosistema en conjunt) el que assumiria unes possibles pèrdues.

5. L'FMI estima que Veneçuela va patir una inflació del 65,374% i un dèficit públic del 30% el 2018, mentre que, el 2019, el PIB s'hauria contret el 35%. Per la seva banda, l'oferta monetària ha crescut el 350.000.000% en els cinc últims anys, segons les dades del Banc Central de Veneçuela.

6. En concret, ha expandit la quantitat que el Govern pot disposar de la «Ways and Means Facility» (el compte corrent que el Tresor té al banc central) fins a una xifra que no ha transcendit.

7. Vegeu els detalls als Observatoris de la Fed i del BCE del 23 i del 24 d'abril a www.caixabankresearch.com.

8. Una manera més explícita de fer-ho és amb l'anomenat *yield curve control*, que consisteix a anunciar que el banc central comprarà el volum de deute públic que sigui necessari per mantenir els tipus sobirans ancorats en un objectiu concret. El Banc del Japó l'implementa des del 2016 per mantenir els tipus d'interès sobirans a 10 anys en el 0%.

anunciat l'estímul, sinó que havia començat a implementar-lo de forma agressiva, les primes de risc sobiranes de la zona de l'euro continuaven relativament elevades, un indicatiu de la preocupació per l'absència d'una major acció conjunta de les autoritats europees. La raó d'aquesta preocupació és que el gros de l'estímul fiscal continua recaient sobre els governs nacionals, i la severitat de les caigudes previstes en l'activitat suggereix un increment substancial d'uns nivells de deute públic que ja parteixen de nivells elevats. De fet, com ho il·lustra la taula, la severitat de l'escenari és de tanta magnitud que, fins i tot, ha empetitit les compres anunciades pel BCE: quan es tenen en compte les restriccions dels programes en la seva configuració actual, s'obté que, fins i tot en el millor dels casos, el BCE no podrà absorbir deute públic d'economies com Itàlia o Espanya en més del 10% dels seus PIB, una xifra que semblava molt voluminosa al començament de la crisi de la COVID-19, però que es pot quedar curta si les caigudes del PIB acaben sent superiors a les previsions actuals i si la recuperació és més gradual, de manera que els dèficits no es redueixen amb rapidesa després d'aquest exercici.

Diners «en helicòpter»: una opció inquietantment adequada

Com a alternativa a les compres d'actius, s'ha proposat una forma de coordinació molt més directa i profunda: que el banc central compri el deute públic necessari per finançar l'estímul fiscal contra la COVID-19 de manera perpètua (és a dir, que no n'exigeixi el reemborsament). Aquesta opció, popularment coneguda com «diners en helicòpter», pel fet que comporta que el banc central «regala diners» als ciutadans (uns diners que pot distribuir el Govern), té, des d'un punt de vista teòric, grans atractius per a la situació actual.⁹ En primer lloc, representaria una injecció de liquiditat a les empreses i a les famílies ràpida d'implementar i que podria compensar la seva caiguda d'ingressos. En segon lloc, és una solució en què les famílies, les empreses i els governs no queden llastats pel deute (i, per tant, el deute no frena la recuperació de la demanda). Finalment, si és una mesura temporal i que només s'utilitza davant una emergència molt severa, és possible que no redundi en repunts indesitjats de la inflació: la injecció es produiria en un moment de congelació de l'activitat, i, en reactivar-se l'economia, el banc central conservaria la independència per ajustar la política monetària segons sigui necessari per controlar la inflació. No obstant això, fins i tot si s'aconseguís que aquesta opció fos factible, cal tenir en compte que la governança d'un estímul d'aquesta naturalesa seria molt complicada. El finançament monetari d'un estímul fiscal fixaria un precedent i podria sorgir una forta pressió política per anar rebaixant el llistó d'aquestes intervencions –si són efectives en aquestes circumstàncies, per què no per a causes tan dignes com la lluita contra la pobresa extrema? Una resposta així també podria generar incentius perversos: es perden els incentius en adoptar una política fiscal disciplinada (fins i tot quan el cicle ho permeti) per construir un matalàs de protecció davant l'embat de la pròxima recessió. Fins i tot amb una coordinació menys agressiva, com, per exemple, uns programes de compres de deute públic (en mercats secundaris) com els actuals, les conseqüències fiscals de l'acció monetària poden condicionar la credibilitat, la reputació i la independència dels bancs centrals: quant més deute públic tingui el banc central al balanç, majors seran les conseqüències fiscals de les seves decisions i, per tant, major serà la temptació de condicionar políticament l'actuació de la política monetària. Això explica que, abans que la COVID-19 sacseges l'escenari, les estratègies de bancs centrals com la Fed passessin per anar reduint la dimensió del balanç paral·lelament a uns increments de tipus molt graduals.

Coordinació o funambulisme

Amb tots aquests ingredients, queda clar que la COVID-19 situa les polítiques econòmiques en una veritable cruïlla: el cop a l'economia és tan majúscul que han d'actuar de manera ràpida, agressiva i coordinada. Però és possible fer-ho i que la independència dels bancs centrals preservi la credibilitat? A Europa, una major ambició de la política fiscal a nivell comunitari ajudaria a alleujar la pressió d'haver d'adoptar solucions més extremes. Si la pel·lícula es queda amb un únic actor, el BCE, aquest actor creuarà la major caiguda del PIB mundial des de la Gran Depressió per un camí tan estret com el d'un funambalista avançant per la corda fluixa.

Álvaro Leandro i Adrià Morron Salmeron

9. Galí, J. (2020), *Helicopter money: the time is now*, columna de Voxeu.org.