

Nou paquet fiscal als EUA: sobreescalfament a la vista?

El 2020, el Govern nord-americà va aprovar paquets fiscals d'ajuda contra la crisi de la COVID-19 per valor de 4 bilions de dòlars (gairebé el 20% del PIB). Així mateix, s'acaba d'aprovar un nou paquet per valor d'1,9 bilions de dòlars, en línia amb la proposta inicial del president Biden.

No obstant això, en una economia que es recupera amb un vigor relatiu, un estímul d'1,9 bilions és massa? Ja hi ha veus no solament republicanes, com la de Larry Summers, que alerten sobre els riscos de sobreescalfament de l'economia nord-americana davant un paquet d'aquesta envergadura,¹ i la idea es comença a traslladar als mercats financers, amb forts repunts en el tram llarg de la corba de tipus (vegeu el primer gràfic).

Avanç sòlid però encara incomplet dels EUA

El xoc econòmic de la COVID-19 als EUA ha estat menys intens que en altres economies avançades, i la seva recuperació és més sòlida. En el 4T 2020, el PIB nord-americà es va situar el 2,5% per sota del 4T 2019, i s'espera que, cap a mitjan 2021, se situï ja en nivells pre-pandèmia. En canvi, a la zona de l'euro, al final del 2020, el PIB se situava encara una mica més del 5% per sota d'un any abans, i no esperem que arribi als nivells pre-pandèmia abans del 2022.

Malgrat aquesta relativa fortalesa nord-americana, la recuperació encara és incompleta. Més, fins i tot, del que alguns dels indicadors d'activitat mostren a primera vista. Així, per exemple, malgrat que la taxa d'atur nord-americana se situï en nivells relativament reduïts, al voltant del 6% (en relació amb els màxims propers al 15% registrats en la primavera del 2020), aquesta taxa amaga febleses importants, com que molts treballadors (uns cinc milions) han sortit del mercat laboral per tenir cura de persones (en especial, fills petits, arran del tancament total o parcial dels centres educatius). En aquest sentit, mesures alternatives de la taxa d'atur la situen en cotes més properes a l'11%.²

Nou paquet fiscal: arguments inflacionistes i matisos

El gran dubte sobre el nou estímul fiscal de Biden és si la solidesa de la recuperació ja en marxa (tot i que incompleta) necessita un suport de tanta magnitud. Una manera senzilla i ràpida d'avaluar-ho és la bretxa de producció o *output gap*, que mesura la distància que separa el PIB registrat del PIB potencial.³ Segons el Congressional Budget Office (CBO), l'*output gap* nord-americà es va situar en el

EUA: tipus d'interès dels bons sobirans (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

–3% al final del 2020. Això equival a dir que el PIB es va situar, aproximadament, 650.000 milions de dòlars per sota del potencial. Enfront d'aquesta bretxa de producció, la suma del nou estímul de Biden i el paquet aprovat al final del desembre (de 0,9 bilions de dòlars) s'enfilen fins als 2,8 bilions: més de quatre vegades la dimensió de la bretxa. Malgrat que les quantitats que s'executin el 2021 siguin inferiors, les xifres són prou elevades per ressaltar el risc de generar pressions inflacionistes.⁴

No obstant això, una sèrie de consideracions poden matissar, i molt, el risc de sobreescalfament sobre el qual ens alerten els més crítics amb el paquet fiscal. En primer lloc, la bretxa de producció és incerta i difícil de mesurar. De fet, tant el CBO com altres institucions que computen l'*output gap* per als EUA revisen de forma regular les estimacions i fan canvis substancials en molts casos, tant dels valors del futur com del passat. En aquest sentit, algunes altres estimacions apunten a una bretxa molt més gran de l'economia nord-americana, més propera al –6% que al –3%.⁵

En segon lloc, com es trasllada un estímul fiscal a la demanda agregada i, per tant, com redueix la bretxa de producció depèn, en gran part, del tipus de despesa i dels coneguts multiplicadors fiscals associats als diferents tipus de despesa.⁶ No és el mateix un augment de la des-

3. El PIB potencial és el nivell de producció màxim que pot assolir un país amb els recursos disponibles i sent compatible amb una inflació estable al voltant d'un objectiu. Vegeu l'article «[PIB potencial, un concepte clau, però difús](#)», al Dossier de l'IM05/2013.

4. Segons les estimacions del CBO, al voltant del 70% del nou paquet d'1,9 bilions de dòlars es desemborsarà el 2021. Vegeu <https://www.cbo.gov/system/files/2021-03/recomptable.pdf>.

5. Vegeu Powell, T., Sheiner, L. i Wessel, D. (2021), «What is potential GDP, and why is it so controversial right now?», Brookings Series.

6. Així, per exemple, un multiplicador de 0,5 significa que, per cada dòlar de despesa pública, es generen 50 centaus d'*output*.

1. Vegeu l'article de Larry Summers al *Washington Post* del 4 de febrer del 2021, *The Biden stimulus is admirably ambitious. But it brings some big risks, too*.

2. Vegeu la Real-Time Population Survey.

pesa sanitària en la lluita contra la pandèmia (amb un multiplicador clarament superior a 1), que l'enviament de xecs d'estímul als ciutadans (amb un multiplicador al voltant del 0,5). En aquest sentit, al voltant del 40% de les mesures del nou paquet encaixen amb aquest segon tipus de propostes (per exemple, els xecs d'estímul de 1.400 dòlars i les ajudes extres setmanals a l'atur, amb un poder menor d'impulsar la demanda agregada, perquè una bona part d'aquests xecs s'estalvien).⁷

Finalment, una de les raons de pes que esgrimeixen els partidaris del fort impuls fiscal és que els riscos d'un paquet massa gran, tot i que no són menyspreables, empal·lideixen al costat dels riscos d'un paquet massa petit. La mateixa Janet Yellen, actual secretària del Tresor, reconeix els riscos d'inflació, però recalca que, en l'actualitat, el major risc és no fer prou i deixar l'economia amb «cicatrus» a llarg termini.

Riscos inflacionistes: però de quant parlem?

Per respondre aquesta pregunta, utilitzem el model de la corba de Phillips (que relaciona la inflació d'una economia amb el seu *output gap*)⁸ i plantejarem un escenari en què, amb el nou paquet fiscal, la bretxa de producció passaria del -3% del final del 2020 (estimat pel CBO) al +2% al final del 2021 i al +1% al final del 2022. Es tracta d'un escenari raonable basat en les projeccions de Sheiner i Edelberg publicades a Brookings.⁹ A causa de l'alta incertesa en les estimacions, plantejarem un escenari de risc (menys probable i més extrem) en què l'estímul es trasllada més a la demanda agregada i la bretxa de producció assoliria cotes del +5% al final del 2021.¹⁰

Al segon gràfic il·lustrem l'evolució de la inflació (de l'índex de preus de consum, IPC) sota els dos escenaris i els comparem amb la previsió de CaixaBank Research prèvia a la notícia del substancial paquet d'1,9 bilions de dòlars. En els tres casos, hi ha un augment de la inflació en el 2T 2021 fins a nivells propers al 3% a conseqüència d'efectes de base.¹¹ Però, mentre que, en el primer cas (CaixaBank Research *ex ante*), la pujada de la inflació és temporal i cau

7. En part, els paquets fiscals són comparativament més grans als EUA perquè la cobertura per atur és molt reduïda, mentre que l'estat del benestar europeu ja juga automàticament un paper estabilitzador.

8. La fórmula de la corba de Phillips utilitzada és: $\pi_t = \rho\pi_t^e + (1 - \rho)\pi_{t-1} + \beta(\gamma_t - \gamma_n) + \varepsilon_t$ (on π és la inflació de l'IPC, π^e són les expectatives d'inflació a llarg termini, $\gamma - \gamma_n$ és l'*output gap*, ρ i β són paràmetres, i ε és un terme d'error). Permetem que les expectatives d'inflació siguin endògenes i estimem el sistema amb un model de regressió lineal amb error de sèrie temporal. Els resultats són robustos en utilitzar l'índex de preus PCE.

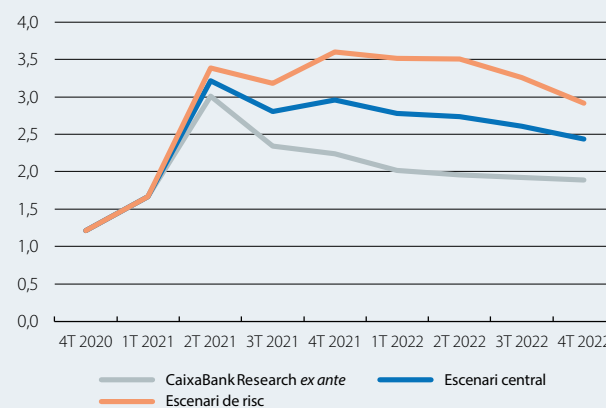
9. Edelberg, W. i Sheiner, L. (2021). «The macroeconomic implications of Biden's \$1.9 trillion fiscal package», Brookings.

10. Aquest és l'escenari de Blanchard al seu article recent al PIIE (<https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/defense-concerns-over-19-trillion-relief-plan>).

11. L'índex de preus en el 2T 2021 es compararà amb l'índex de preus constatat durant l'època de confinaments més severos (que van comportar importants reculades en diversos components).

EUA: escenaris d'inflació *

Variació interanual (%)



Nota: * Inflació a partir de l'índex de preus al consum (IPC).

Font: CaixaBank Research.

ràpidament al voltant del 2%, en els dos escenaris alternatius, la inflació es manté significativament per damunt del 2% fins al final del 2022.¹²

En particular, a l'escenari central, la inflació de l'IPC se situa al voltant del 2,7% durant una bona part del 2021 i el 2022. Això significa que la inflació de la cistella de la despesa de consum personal (*personal consumption expenditure* o PCE), que és la preferida per la Fed, se situaria una mica per sota del 2,5%. Aquesta trajectòria d'inflació no hauria de comportar un canvi en el full de ruta de la Fed, ja que, sota la nova estratègia, la institució monetària està disposada a tolerar taxes d'inflació moderadament superiors al seu objectiu (del 2%) de manera temporal.¹³

En l'escenari de risc, però, on la inflació de l'IPC se situaria per damunt del 3% de manera més persistent, la Fed podria haver d'anticipar la retirada de l'estímul. Malgrat que considerem que es tracta d'un escenari menys probable, exemplifica el canvi del balanç de riscos cap a un escenari de major inflació i, per tant, procliu a turbulències en el procés d'ajust de les cotitzacions financeres a un entorn de tipus d'interès més alts.

Clàudia Canals i Màxim Ventura

12. Històricament, la inflació del PCE se situa unes 3 dècimes per sota de la inflació de l'IPC.

13. Per a més detalls sobre la nova estratègia de la Fed, vegeu el Focus «La nova estratègia de la Fed», a l'IM10/2020.