

El BCE, el deute perpetu i el nostre futur

Josep Oliver Alonso, Catedràtic emèrit del Departament d'Economia Aplicada de la Universitat Autònoma de Barcelona i codirector d'EuropeG.

“Hi ha un camí intermedi,
tot i que més dur per nosaltres.
I és el de la solució que ja es va articular
a la crisi de l'euro: ajudes a canvi
de profundes reformes.”

Temps de tribulació. No únicament pels brutals efectes sanitaris i socials de l'epidèmia, sinó pel que s'albira ens espera en l'economia, les finances públiques i l'ocupació. En les previsions més optimistes (escassament vuit setmanes del pitjor), dèficit públic a Espanya proper als 130.000 milions pel 2020 i una xifra al voltant dels 70.000 milions pel 2021. I deute públic escalant vers el 115% i més enllà. Afegeixin l'increment del deute privat (empreses i famílies) i la contracció d'un mínim d'1,5 milions de llocs de treball el 2020. Anant tot bé, no serà fins a 2023/24 quan es recuperi l'ocupació del 2019. Sumin els increments, propers als 20 punts del PIB només el 2020, del deute públic d'Itàlia (fins al 160% del PIB), França (115%), Portugal (130%) i Grècia (195% del PIB) i el que emergeix és un panorama pitjor al de la crisi de l'euro. I no oblidin els vora 200.000 milions/any que les AAPP espanyoles han de refinançar de l'endeutament acumulat. Si les coses no van tan bé, xifres d'esglai: dèficit a Espanya per sobre els 200.000 milions només el 2020 i deute acostant-se al 125% del PIB.

Fins fa poc, i davant d'aquest tsunami de crisi i increment del deute públic per contenir-la, confiàvem que el BCE seria capaç de frenar l'alça de les primes de risc i evitar el retorn a la temuda fragmentació financera de l'Eurozona. I fins ara els resultats són prou satisfactoris, com mostra el contingut augment del risc

italià (des dels 156 punts bàsics de finals de març als 238) i el menor increment de l'espanyol (dels 109 als 136 punts bàsics). Aquesta contenció l'ha aconseguit, en primer lloc, acceptant valors menys sòlids com a col·lateral dels crèdits que demanda la banca. Posant-se la bena abans de la ferida, i anticipant potencials reduccions del *rating*, al març va fixar les qualificacions a les existents abans de la Covid-19. I, a finals d'abril, les ha relaxat de nou. Afegeixin, en segon terme, les modificacions en el crèdit a llarg termini (TLTRO), situant en el -1% el tipus a pagar per la banca. En resum, tota la liquiditat que faci falta pel sector financer.

“Per a Espanya i la resta de països,
el BCE acumularà vora
d'un terç del deute públic en circulació.”

Però, en tercer lloc, han estat els programes de compra d'actius els determinants. La resposta inicial fou ampliar (en 120.000 milions) el que ja estava en marxa des del gener; i, posteriorment, definir-ne un de nou, més flexible i més potent, fins als 750.000 milions d'euros (el *Pandemic Emergency Purchase Programme*), que també s'han d'utilitzar abans de desembre. En total, als 2,6 bilions de deute (bàsicament públic) acumulats en el balanç del BCE a finals del 2019, caldrà afegir-hi 1,2 bilions, de manera que, a finals del 2020, **tindrà en el balanç actius equivalents al 45%/50% del PIB de l'Eurozona. Per a Espanya i la resta de països, el BCE acumularà aleshores vora d'un terç del deute públic en circulació (450.000 milions en el nostre cas).**

Ha estat aquest activisme, i el que s'esperava pels propers mesos, el que permetia confiar en un BCE capaç d'aturar els pitjors efectes d'aquesta nova onada de deute, a sumar a les necessitats de refinançament anteriors. Perquè, deixant aquests elevats imports aparcats en el BCE els anys que fes falta, es convertien sense dir-ho en una mena de deute perpetu.

Però el Constitucional alemany acaba d'entrar en el debat. I no és casual que ho hagi fet ara. Amenaçant que, si el BCE no justifica que el que fa s'adiu estrictament als objectius de política monetària, obligarà al Bundesbank a retirar-se de la compra d'actius, al temps que li exigeix que comenci a planificar com va venent els bons alemanys ja adquirits. Difícil situació, tant perquè el

caràcter fiscal d'aquests programes és evident com perquè, si el Bundesbank no intervé, l'Eurozona entraria en una profunda crisi.

“El Constitucional alemany acaba d'entrar en el debat. I no és casual que ho hagi fet ara.”

Què succeirà? Hi ha qui proposa que el BCE i les autoritats europees es plantin davant d'Alemanya. Però què vol dir plantar-se? I amb qui? Amb la força dels endeutats italians i francesos? L'altra opció és una radical reforma de la UE i l'avenç vers el que tots desitjaríem: la unió fiscal. Llastimosament, en els propers mesos no sembla possible articular cap d'aquestes potencials solucions: ambdues massa costoses d'instrumentar tècnicament i, en particular, políticament.

Però hi ha un camí intermedi, tot i que més dur per nosaltres. I és el de la solució que ja es va articular a la crisi de l'euro: ajudes a canvi de profundes reformes. I per aquí crec que anirem els propers mesos: estabilització de les compres del BCE i suport financer de la UE, però condicionat d'una o altra manera. Una versió actualitzada del *there is no gain without pain* de l'exministre d'hisenda alemany Wolfgang Schäuble. Probablement, no és el millor per nosaltres i pel futur de la UE. Però és el que hi ha. I tot apunta que és el que tindrem.