

3. Diner i política fiscal

1. Divisió sectorial d'una economia

Una economia pot ser dividida en tres sectors:

- el sector privat domèstic, subdividit en sector privat no bancari (llars i empreses) i sector privat bancari (bancs);
- el sector públic domèstic (administracions públiques locals, regionals i nacionals); i
- el sector exterior (els sectors privat i públic de la resta del món).

2. Variable estoc i variable flux

- Una variable estoc es mesura en un moment del temps. Per exemple, el nombre d'estudiants que assisteixen a una classe un dia.
- Una variable flux es mesura al llarg d'un període de temps. Per exemple, el nombre d'exàmens que un estudiant ha aprovat durant un trimestre.
- Els fluxos s'acumulen en forma d'estoc. El nombre d'estudiants que es matriculen durant el període de matrícula d'una assignatura s'acumulen al final del període de matrícula com a grup d'estudiants matriculats en l'assignatura. Si s'obre una aixeta durant uns segons, l'aigua que en raja defineix un flux (flux d'aigua) i si el flux cau sobre un got, el volum d'aigua que s'hi deposita defineix un estoc (l'estoc d'aigua en el got).

3. Saldo sectorial

Hi ha fluxos de renda i de despesa dins de cada sector i entre els sectors. Aquests fluxos consisteixen en pagaments derivats de la compravenda de béns o serveis i són així fluxos relacionats amb l'activitat duta a terme en el sector real. En un període de temps, un sector té:

- superàvit si el flux de despesa (o de pagaments) del sector és inferior al flux de renda (o d'ingressos) del sector al llarg del període;
- dèficit si el flux de despesa és superior al flux de renda del sector al llarg del període;
- saldo zero (o saldo equilibrat) si el flux de despesa del sector és igual al flux de renda del sector al llarg del període.

4. Fluxos, estocs i principi bàsic de comptabilitat

- Els fluxos d'un sector determinen si es produeix un dèficit o un superàvit en el sector.
- Els estocs representen acumulació o desacumulació de deutes o de crèdits.
- El principi bàsic de comptabilitat estableix que, per a cada actiu financer hi ha un deute financer equivalent compensador: el deute financer d'algú és l'actiu financer d'algú altre.
- Posseir un actiu financer significa tenir un dret financer sobre algú altre. Aquest altre té un passiu financer (o obligació financera), això és, hi ha algú que té un dret financer sobre ell.

5. No hi ha actiu financer sense passiu financer, ni passiu financer sense actiu financer

- La creació d'un actiu financer genera simultàniament un passiu financer (obligació financera) del mateix valor i que compensa l'actiu.
- Exemple 1: quan un banc concedeix un préstec a un prestatari, crea un actiu (el préstec que haurà de tornar el prestatari) i un passiu (el dipòsit en el propi banc, pel valor del préstec).
- Exemple 2: una lletra del Tresor que emet un govern representa un actiu financer pel comprador però un passiu financer (una obligació financera) per al govern.

6. Riquesa financera interna i riquesa financera externa

- 'Riquesa interna' es refereix als actius financers posseïts per membres d'un sector de l'economia que representen drets financers sobre membres del mateix sector.
- Exemple 1: per al sector privat de l'economia són riquesa interna els bons d'empresa que posseeixin les famílies.
- 'Riquesa externa' es refereix als actius financers posseïts per membres d'un sector de l'economia que representen drets financers sobre membres d'altres sectors.
- Exemple 2: per al sector privat de l'economia són riquesa externa les lletres del Tresor que posseeixin els bancs.

7. Riquesa financera

- La riquesa financera d'algú és el valor total dels actius financers que aquest algú posseeix.
- La riquesa financera neta d'un agent econòmic (llar, empresa, govern...) és la diferència entre la riquesa financera de l'agent (el valor de tots els actius financers que l'agent ha adquirit) i les seves obligacions financeres o deutes (el valor de tots els actius financers que l'agent ha emès). La riquesa financera neta d'algú és el valor total del seus actius financers menys el valor total dels seus passius financers.
- Corol·lari 1: la riquesa financera neta del món és zero (assumint que no hi ha alienígenes entre nosaltres).
- Corol·lari 2: si el sector privat d'una economia no té riquesa financera externa, aleshores la riquesa financera neta de tot el sector privat és zero.

8. Els superàvits s'acumulen com a actius financers o decrementen passius financers

- Un sector té superàvit durant un període si el sector ingressa més del que gasta durant el període (ingressos i despeses s'entenen originats en el sector real de l'economia).
- Si un sector té superàvit durant un període la riquesa financera del sector augmenta al final del període: l'excés del flux d'ingressos respecte del flux de despeses s'acumula en forma d'actius financers o es desacumulen passius financers del sector (es liquiden deutes).
- Exemple 1: una família que, durant un any, ingressi 100 i en gasti 80, acumularà al final de l'any riquesa financera per valor de 20 (en forma d'efectiu, dipòsits, lletres del Tresor...).

- Corol·lari 1: si només hi ha dos sectors, privat i públic, el sector privat només pot acumular riquesa financera si el sector públic s'endeuta (i, per tant, gasta més del que ingressa).
- Corol·lari 2: si només hi ha dos sectors, privat i públic, i si el sector públic acumula riquesa financera (té un superàvit pressupostari), aleshores el sector privat ha de desacumular riquesa financera (ha de gastar més del que ingressa).

9. Els dèficits desacumulen actius financers o incrementen passius financers

- Un sector té dèficit durant un període si el sector gasta més del que ingressa durant el període.
- Si un sector té dèficit durant un període la riquesa financera del sector disminueix al final del període: l'excés del flux de despesa respecte del flux d'ingressos fa que el sector desacumuli actius financers o que acumuli més passius financers (que el sector emeti més actius financers).

10. Saldo sectorial i riquesa financera

La riquesa financera neta d'un sector és la suma de la riquesa financera neta de tots els agents del sector. El saldo d'un sector és la seva riquesa financera neta. El saldo és positiu (o està en superàvit) si la riquesa financera neta és positiva (valor dels actius financers més gran que el valor dels deutes). El saldo és negatiu (està en dèficit) si la riquesa financera neta és negativa.

11. Superàvit i dèficit sectorial

- Un sector que té superàvit genera, en termes nets, un flux d'estalvi. Aquest flux s'acumula com a un estoc que pren la forma d'una acumulació neta d'actius financers, això és, un increment de la riquesa financera neta del sector. Quan un sector té riquesa financera neta positiva, algun agent del sector té un dret financer sobre algun agent d'un altre sector; per exemple, una llar posseeix una lletra del Tresor emesa per un govern.
- Un sector que té dèficit genera un flux de desestalvi i per consegüent redueix la seva riquesa financera neta. Un sector que incorre en dèficit ven actius financers prèviament acumulats o crea (emet) nous actius financers. Un sector finança el seus dèficits desacumulant-ne actius financers o creant-ne de nous.

12. Identitat sectorial bàsica o equació macroeconòmica de saldos

La identitat bàsica dels tres sectors estableix que els saldos dels tres sectors sumen zero:

$$\text{Saldo Privat Domèstic} + \text{Saldo Públic Domèstic} + \text{Saldo Exterior} \equiv 0.$$

La identitat sectorial implica que els sectors amb dèficit compensen els sectors amb superàvit. Per a què un sector acumuli riquesa financera neta és necessari que algun altre sector augmenti el seu endeutament. És impossible que els tres sectors tinguin superàvit (o dèficit) a la vegada.

Simplificant, política fiscal és el conjunt de mesures del sector públic que afecta el saldo públic.

El saldo exterior d'entrada s'interpreta des de la perspectiva exterior. Un saldo exterior negatiu (ingrés del sector exterior inferior a la despesa del sector exterior) significa superàvit de

l'economia domèstica respecte de la resta del món (el total de pagaments per transaccions reals que l'economia rep de la resta del món és més gran que el total de pagaments per transaccions reals que l'economia fa a la resta del món). Per a mantenir una perspectiva única, el saldo exterior s'interpretarà des de la perspectiva domèstica: saldo exterior negatiu s'anomenarà 'superàvit exterior' (superàvit de l'economia domèstica respecte de l'exterior) i saldo exterior positiu es dirà 'dèficit exterior' (dèficit de l'economia domèstica respecte de l'exterior).

En ocasions, pot interessar subdividir el saldo privat en tres subsaldos i en resulta la relació

$$\text{Saldo de llars} + \text{Saldo d'empreses} + \text{Saldo de bancs} + \text{Saldo públic} + \text{Saldo exterior} \equiv 0.$$

- Corol·lari 1: per a què un sector tingui un saldo positiu (n'acumuli riquesa financera) cal que algun altre sector tingui un saldo negatiu (n'emeti actius financers, n'acumuli deute).
- Corol·lari 2: no és possible que tots els sectors tingui superàvit o que tots tinguin dèficit.

13. Acumulació de riquesa financera pel sector privat

El sector privat ha de tenir superàvit per a acumular riquesa financera. Per la identitat sectorial (tot recordant que el saldo del sector exterior s'interpreta des de la perspectiva domèstica),

$$\text{Superàvit Privat} \equiv \text{Dèficit Públic} + \text{Superàvit Exterior}.$$

Això diu que dèficits públics i superàvits exteriors per compte corrent (superàvits de l'economia domèstica) creen renda i actius financers per al sector privat domèstic.

- Un dèficit públic es finança emetent actius financers; en comprar-los el sector privat augmenta la seva riquesa financera neta.
- Un superàvit exterior (grosso modo, més exportacions que importacions o, més precisament, superàvit de la balança per compte corrent) vol dir que el sector privat finança la resta del món i això és font de renda per al sector privat.

Anàlogament, superàvit públic i dèficit exterior retiren renda del sector privat i destrueixen actius financers:

$$\text{Dèficit Privat} \equiv \text{Superàvit Públic} + \text{Dèficit Exterior}.$$

14. Causalitat

La identitat sectorial no estableix per ella mateixa cap relació causal entre les variables de la identitat. Per exemple, si el saldo exterior és zero, no es pot establir a priori si el dèficit públic causa l'acumulació de riquesa financera pel sector privat (el seu superàvit) o l'acumulació del sector privat (el superàvit privat) causa el dèficit públic.

15. Causació a escala individual

Almenys per als agents del sector privat, la causació és versemblant que vagi d'ingrés cap a despesa. Si una llar (o una empresa) A vol tenir dèficit gastant més del que ingressa, pot emetre actius financers per a finançar la diferència entre despesa i renda. Algun altre agent B que esculli

estalviar comprarà els actius financers, acumulant així com a riquesa financera el deute generat per A. Decidir fer despesa en excés crea riquesa financera per a algú altre: tot dèficit genera riquesa financera.

16. Causació a escala agregada

Per a l'economia com a un tot no sembla possible decidir tenir més ingressos, però sí és possible decidir gastar més. Tota despesa addicional serà necessàriament rebuda per algú com a ingrés addicional. Per la identitat sectorial, la despesa agregada serà igual a l'ingrés agregat.

Una interpretació (no convencional) de l'economia postula que la renda causa la despesa a escala individual però que la despesa causa la renda a escala agregada.

17. La identitat de l'estalvi

La identitat sectorial considera tots els fluxos monetaris per transaccions reals que es produeixen en una economia. Una aproximació es pot obtenir limitant la comptabilitat de fluxos als associats amb el PIB. D'aquí sorgeix la identitat de l'estalvi, segons la qual

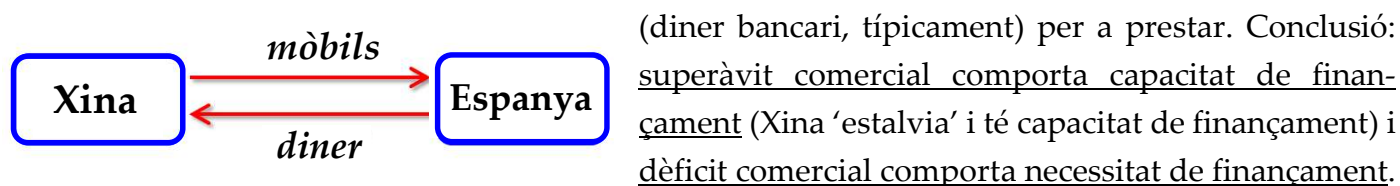
$$\text{Estalvi Privat Net} + \text{Estalvi Públic} + \text{Estalvi Exterior} \equiv 0$$

on:

- (i) Estalvi Privat Net = Estalvi Privat – Inversió = $S - I$;
- (ii) Estalvi Públic = Imposts (nets de transferències) – Despesa Pública = $T - G$;
- (iii) Estalvi Exterior = Importacions – Exportacions = $IM - EX = - \text{Exportacions netes} = -XN$.

18. Per què $IM - EX$ representa l'estalvi exterior?

Suposem que Xina exporta a Espanya només mòbils i que no importa res d'Espanya, segons l'esquema més avall. Xina obté un superàvit comercial amb Espanya i Espanya té un dèficit comercial amb Xina. Xina lliura béns i en rep 'diner espanyol' a canvi: Xina disposa de diner



L'esquema també il·lustra les següents relacions:

$$\text{Superàvit comercial} \equiv \text{Dèficit de capital}$$

$$(\text{sortida de béns} > \text{entrada de béns}) \Leftrightarrow (\text{sortida de capital} > \text{entrada de capital})$$

$$\text{Dèficit comercial} \equiv \text{Superàvit de capital}$$

$$(\text{entrada de béns} > \text{sortida de béns}) \Leftrightarrow (\text{entrada de capital} > \text{sortida de capital})$$

Tenir superàvit comercial significa comprar actius financers estrangers, de manera que el superàvit comercial es manifesta en una capacitat d'estalviar i de prestar (d'on resulta la sortida

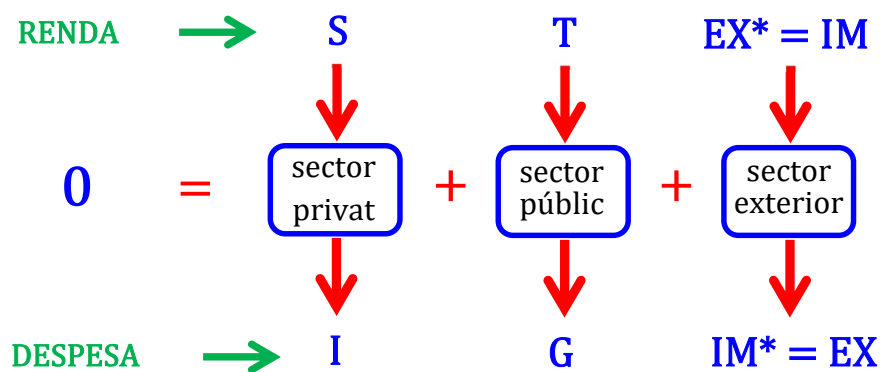
de capital). A la inversa, un país amb dèficit comercial finança l'excés de despesa amb entrades de capital de la resta del món: qui té dèficit comercial és un prestatari internacional (rep l'estalvi que acumula la resta del món) i qui té superàvit comercial és un prestador internacional (compra actius financers de la resta del món).

19. Reformulació de la identitat de l'estalvi

La versió de la identitat de saldos basada en el PIB estableix que la suma dels estalvis de cada sector és zero:

$$(S - I) + (T - G) + (-XN) \equiv 0.$$

L'esquema més avall il·lustra la identitat. Primer, $S - I$ és el saldo privat (net d'inversió). El sector privat té superàvit quan $S - I > 0$, això és, quan l'estalvi supera la inversió; dèficit en cas contrari: $S - I < 0$. Es pot interpretar que el sector privat genera per a si mateix el PIB Y , del qual una part es dedica al consum i la resta s'estalvia. Per tant, $S = Y - C$ seria la diferència entre l'entrada de renda Y i la sortida de consum C .



Segon, $T - G$ defineix el saldo públic (imposts nets de transferències menys despesa pública). El sector públic té superàvit si $T - G > 0$, és a dir, si els ingressos públics (nets de transferències) són superiors a la despesa pública. Té dèficit en cas contrari: $T - G < 0$.

I tercer, $-XN = IM - EX$ és el saldo exterior. El sector exterior té superàvit si $-XN > 0$, és a dir, si $-(EX - IM) > 0$ o, equivalentment, si $IM > EX$. Aquesta situació vol dir que $EX^* > IM^*$, on l'asterisc refereix la variable a la resta del món. Atès que $EX^* > IM^*$ fa que la resta del món tingui capacitat de finançament, se segueix que $-XN > 0$ és equivalent a què la renda de la resta del món sigui més gran que la despesa de la resta del món. Per aquest motiu, $-XN > 0$ descriu un superàvit del sector exterior i el fet que la resta del món tingui un estalvi positiu.

[Les exportacions EX^* de la resta del món a l'economia domèstica són la font d'ingressos del sector exterior. Atès que les exportacions EX^* de la resta del món són les importacions IM de l'economia domèstica rep ingrés de l'economia domèstica, es pot reemplaçar EX^* per IM . Similarment, les importacions IM^* de la resta del món són la font de despesa del sector exterior i aquestes importacions coincideixen amb la exportacions EX de l'economia domèstica. Per a simplificar, XN es considera saldo comercial en comptes de saldo per compte corrent.]

Reordenant:

$$\begin{aligned} S - I &\equiv (G - T) + (EX - IM) \\ \text{superàvit privat} &\equiv \text{dèficit públic} + \text{superàvit comercial} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} SPN &\equiv DP + XN \\ \text{estalvi privat net} &\equiv \text{dèficit públic} + \text{exportacions netes} \end{aligned}$$

20. Endeutament net i préstecs nets

Un sector té dèficit si hi ha un excés de despesa en relació amb la renda. Finançar el dèficit demana endeutament net: el sector ha d'augmentar les obligacions financeres (deutes) més del que incrementa els actius financers. En l'expressió (1) de la identitat de l'estalvi cada diferència entre parèntesis mesura l'endeutament net del sector. Canviant el seu signe, l'endeutament net es transforma en préstecs nets (això es, adquisició d'actius financers). Un sector genera préstecs nets quan la renda del sector excedeix la despesa del sector. L'endeutament exterior net (fluxos d'entrada de la resta del món menys fluxos de sortida) és l'invers dels préstecs nets domèstics.

$$\begin{aligned} &(\text{Despesa Privada} - \text{Renda Privada}) + (\text{Despesa Pública} - \text{Renda Pública}) \\ &+ (\text{Fluxos d'entrada de la resta del món} - \text{Fluxos de sortida cap a la resta del món}) \equiv 0 \quad (1) \end{aligned}$$

Equivalentment,

$$\begin{aligned} &\text{Despesa Privada} + \text{Despesa Pública} + \text{Fluxos de sortida cap a la resta del món} \equiv \\ &\text{Renda Privada} + \text{Renda Pública} + \text{Fluxos d'entrada de la resta del món}. \end{aligned}$$

21. Impacte sobre l'activitat econòmica

- Cada diferència dins dels tres parèntesis d'(1) representa la contribució del sector a la demanda agregada de l'economia domèstica. Una diferència positiva implica una expansió de la demanda; una de negativa, una contracció de la demanda.
- Tot sector amb una diferència despesa–renda negativa fa contraure l'activitat econòmica.
- Increments d'inversió (despesa privada), de despesa pública o d'exportacions contribueixen a expandir l'activitat econòmica.
- Simètricament, increments de l'estalvi (renda privada), dels impostos (renda pública) i de les importacions contribueixen a contraure l'activitat econòmica.

22. Impacte sobre la creació de diner bancari

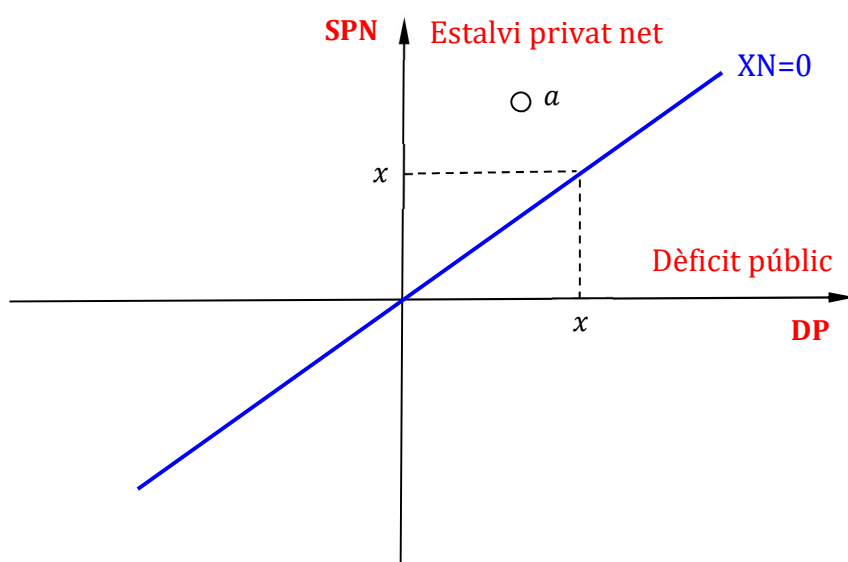
- La despesa pública, les exportacions i la inversió (finançada amb préstecs) creen dipòsits.
- El pagament d'imposts, el pagament de les importacions i el pagament de deutes (mitjançant l'acumulació d'estalvi privat) minoren els dipòsits.

23. Representació gràfica de la identitat $SPN \equiv DP + XN$

- La relació $SPN \equiv DP + XN$ es pot representar gràficament en l'espai on SPN es mesura en l'eix vertical i DP en l'eix horitzontal. Es deixa com a exercici fer la representació en els altres cinc casos indicats en la taula següent (el tractat a continuació és el cas 1).

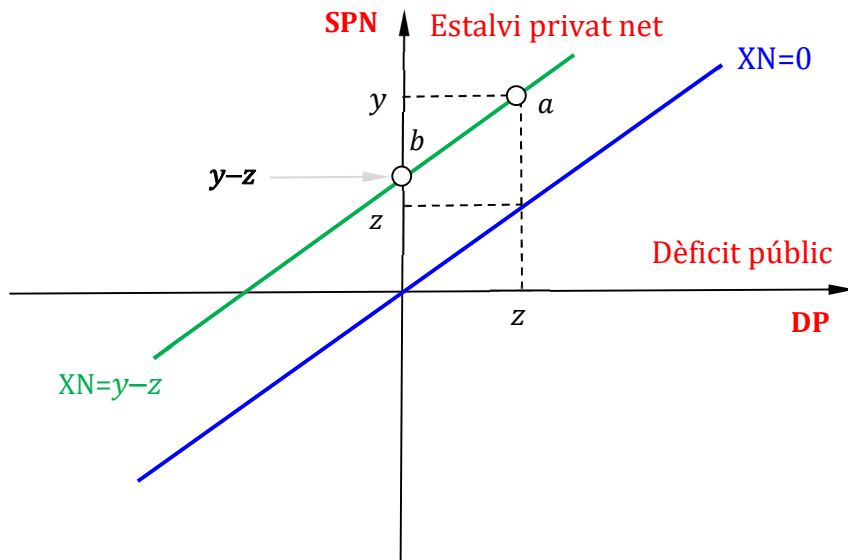
		representat en l'eix horitzontal		
		SPN	DP	XN
representat en l'eix vertical	SPN	—	cas 1	cas 2
	DP	cas 3	—	cas 4
	XN	cas 5	cas 6	—

- Si SPN i DP són iguals (per exemple, prenen el valor x), aleshores el seu valor comú es cancel·la en la relació $SPN \equiv DP + XN$. Es dedueix que sempre que SPN i DP siguin iguals s'ha de tenir $XN = 0$. Geomètricament, això significa que la diagonal principal representa tots els casos on les exportacions netes són zero; vegeu la gràfica a continuació.

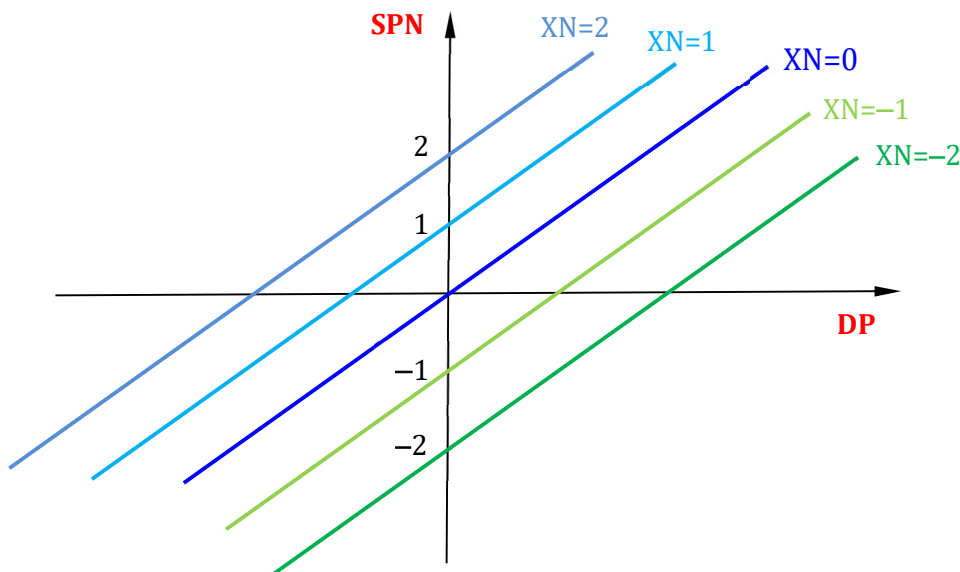


- Que se'n pot dir en un punt (com ara l' a) situat per damunt de la recta $XN = 0$? En tot punt com l' a passa que $SPN > DP$. Atès que $SPN \equiv DP + XN$, el fet que $SPN > DP$ implica $XN > 0$. En conseqüència, els punts per damunt de la recta $XN = 0$ representen un superàvit exterior (de l'economia domèstica). Com es determina l'import del superàvit? Suposem, com s'il·lustra a la gràfica a continuació, que el punt a és el parell $(SPN, DP) = (y, z)$. Segons aquest punt, el superàvit XN satisfà $y = z + XN$. Per tant, en el punt a , les exportacions netes són $y - z$. De fet, les exportacions netes també serien $y - z$ en el cas que $SPN = y - z$ i $DP = 0$. El punt b de la mateixa gràfica representa aquest cas. De manera general, afegir o restar al mateix temps la mateixa magnitud a SPN i DP no modifica XN . D'aquest fet es dedueix que una recta amb pendent 1 uneix tots els punts on les exportacions netes prenen un valor constant donat. Això ja es va observar quan $XN = 0$: la diagonal principal captura tots els punts on el saldo exterior és zero. El que s'ha descobert ara és que un resultat anàleg val per a la resta de valors del saldo

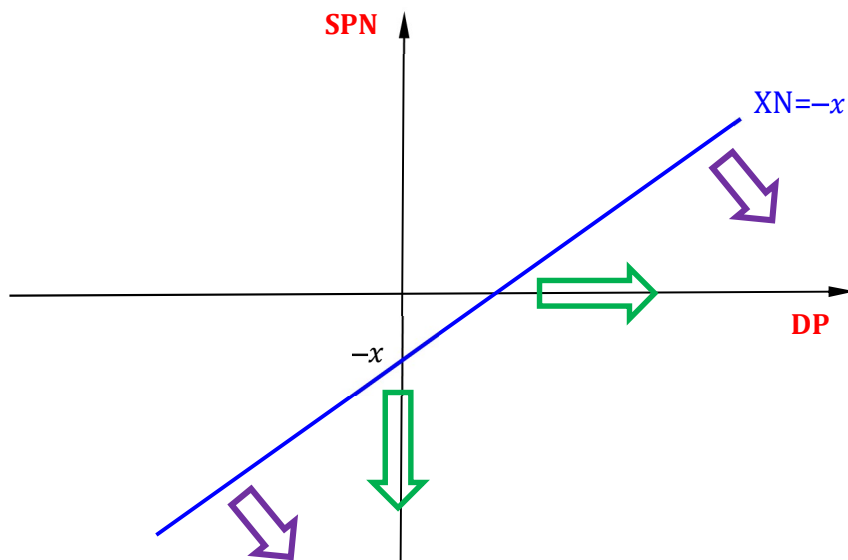
exterior. Encara més: el punt de tall amb l'eix **SPN** indica el valor de les exportacions netes de la recta que passa per aquell punt.



- Atès que per sota de la recta $XN = 0$ el saldo exterior és negatiu, es conclou que la següent gràfica representa la identitat $SPN \equiv DP + XN$, on cada diagonal amb pendent 1 recull les combinacions (**SPN**, **DP**) de saldo privat i dèficit públic associats amb el mateix valor del saldo exterior.



- La gràfica dona la mateixa informació que la identitat $SPN \equiv DP + XN$, només que d'una manera visual. Per exemple, considerem una economia que té dèficit exterior i, període rere període, l'incrementa. En termes gràfics, la recta XN s'estaria desplaçant cap avall. En aquest cas la representació visual fa evident la conseqüència d'aquesta dinàmica: si la recta XN es belluga cap avall contínuament, ha de caure el valor **SPN**, ha de caure el valor **DP**, o han de caure tots dos; vegeu la gràfica a continuació.
- Per tant, si una economia experimenta un dèficit exterior creixent, aleshores cal que el sector privat, el sector públic o tots dos incrementin el seu endeutament.



- Les recessions més severes semblen precedides de períodes on l'endeutament del sector privat assoleix nivells històricament elevats (**SPN** molt negatiu i cada cop més negatiu). Quan el creixement de l'endeutament privat es percep com a insostenible (hipòtesi d'inestabilitat financera d'en Hyman Minsky), l'increment de l'endeutament es modera o, fins i tot, s'atura, la qual cosa redueix la demanda agregada i provoca la contracció de l'activitat econòmica. En aquest cas, la resposta del sector privat és reduir l'endeutament i incrementar **SPN**. Quan **SPN** creix s'ha de tenir que **DP** creix, que **XN** creix o que tant **DP** com **XN** creixen. Interpretació: la sortida d'una crisi provocada per un endeutament privat excessiu o insostenible passa per incrementar el dèficit públic (el sector públic compensa la caiguda de demanda agregada privada associada amb l'increment d'**SPN**), per millorar el saldo exterior (la demanda exterior compensa la davallada de la demanda interior) o per una combinació de les dues.
- De l'anterior se'n dedueix que l'adopció de regles fiscals que posin límits arbitraris al volum de dèficit públic pot dificultar la sortida de la crisi. D'entrada, apujar **XN** no és fàcil ni ràpid. Tampoc no és clar que les exportacions netes puguin incrementar-se en el volum necessari per a fer possible l'augment d'**SPN**. A més, la solució que passa per fer créixer **XN** no és universalment vàlida: per a què una economia incrementi **XN** cal que almenys una altra el redueixi, atès que no és possible que totes les economies millorin el saldo exterior simultàniament. Per contra, **DP** pot créixer de manera fàcil, ràpida, voluminosa i en totes les economies alhora. Els EUA es van recuperar més promptament que l'eurozona de l'impacte inicial de la crisi financera de 2008 en aprovar, el 2009, mesures de política fiscal expansiva: la llei de reinversió i recuperació dels EUA ('The American Recovery and Reinvestment Act'). La llei establia retallades d'imposts, desgravacions fiscals per a particulars i empreses, ajustos a desocupats i persones amb ingressos baixos, inversió en infraestructura, despesa en salut i educació... L'import del conjunt de mesures es va estimar inicialment en 787 miliards (0,787 billions) de dòlars (recalculat després a 831 miliards). El PIB dels EUA el 2009 va ser d'uns 14.478 miliards, de manera que la política fiscal aprovada representava un 5,5% del PIB.
https://en.wikipedia.org/wiki/American_Recovery_and_Reinvestment_Act_of_2009
- La resposta inicial a la crisi financera de 2008 a l'eurozona va ser diferent, atès que els membres de l'eurozona no tenien la llibertat d'incrementar dèficit i deute públics a voluntat

(la pertinença a l'eurozona comporta complir almenys dues regles fiscals: raó dèficit/PIB no superior al 3% i raó deute/PIB no superior al 60%). Per als països econòmicament més febles de l'eurozona (els PIGS: Portugal, Irlanda, Grècia i Espanya) l'esclat de la crisi financera de 2008 els va portar a una carreró sense sortida.

- D'una banda, si els governs no adoptaven mesures expansives de política fiscal significatives per a respectar les regles fiscals, la crisi financera s'estenia a crisi econòmica (contracció de l'activitat econòmica, tancament d'empreses, augment del nombre d'aturats...). Una conseqüència de la contracció de l'activitat econòmica és la davallada de la recaptació tributària. Per tant, no neutralitzar l'impacte econòmic de la crisi financera portava al probable incompliment de les regles fiscals (el 'dèficit públic' excessiu no s'assolia per increment de despesa pública sinó per reducció dels ingressos; a Espanya, el col·lapse del sector immobiliari va portar al col·lapse financer de molts ajuntaments, amb pèrdues del 90% dels ingressos).
<https://www.expansion.com/2010/07/04/economia/1278271013.html>
- Però, de l'altra banda, si els governs incrementaven el dèficit públic per a esmorteir l'impacte de la crisi sobre l'activitat econòmica, la incertesa sobre la gravetat i duració de la crisi portava a creure que els increments de dèficit no serien puntuals o temporals sinó previsiblement continuats. El fet d'exigir rendibilitats més altes per a finançar els dèficits públics feia més probable un increment futur del dèficit, atès que el pagament d'interessos s'incrementaria (Espanya va haver de pagar cada any al voltant de 30 miliards d'euros només en interessos). Així es va crear un efecte bola de neu, característic de les crisis financeres i econòmiques: un context amb creixents taxes d'interès del deute públic feia més probable l'incompliment de les regles fiscals, la qual cosa reforçava la tendència a l'alça d'aquestes taxes.
- En el cas de l'eurozona, aquesta bola de neu va deixar de créixer amb un discurs del president del Banc Central Europeu el 26 de juliol de 2012. El discurs (resumit en la sentència que el BCE faria el que calgués per a preservar l'euro) venia a dir que els governs es podien saltar les regles fiscals (que el BCE acabaria finançant els dèficits), perquè s'havia arribat a un punt on euro i regles fiscals no podien coexistir. Es pot interpretar que l'euro va estar a un pas de desaparèixer perquè algú no va entendre (o no va voler entendre) la identitat $SPN \equiv DP + XN$.¹

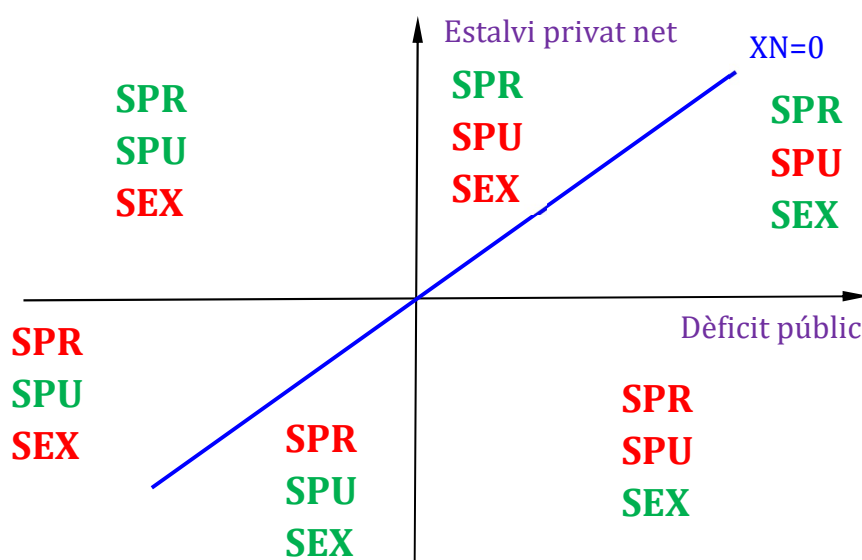
¹ Els economistes ortodoxos no anticiparen la Gran Recessió iniciada en 2007-08. Es defensaven al·legant que ningú no la va veure venir. Però alguns sí ho van fer. Wynne Godley (1996-2010) alertà, emprant models basats en la identitat sectorial, que l'expansió sense precedents dels EUA en la dècada de 1990 tenia les hores comptades. Observà que el dèficit del sector privat en relació amb el PIB era cinc vegades més gran que cap valor assolit en el passat i que s'estava sostenint per més temps que cap episodi previ. La continuació de l'expansió de l'economia faria augmentar el superàvit públic i el dèficit exterior. Per la identitat de saldos, el dèficit privat hauria d'empitjorar fins a nivells insostenibles. El PIB deixaria de créixer un cop la despesa privada no fos capaç d'incrementar-se més ràpidament que la renda. Llavors el superàvit públic es tornaria dèficit i el dèficit privat en superàvit, que és el que va passar.

Wynne Godley i Alex Izurieta (2002): "The case for a severe recession", *Challenge* 45(2), 27-51.

Wynne Godley i L. Randall Wray (2000): "Is Goldilocks Doomed?", *Journal of Economic Issues* 34(1), 201-206.

24. Acumulació i desaccumulació d'actius financers en la gràfica de la identitat $SPN \equiv DP + XN$

- Quan **SPN** pren valors positius, el sector privat es troba en superàvit i, com a resultat, acumula actius financers (o desaccumula passius financers). Quan **DP** pren valors positius, el sector públic es troba en dèficit, per la qual cosa acumula passius financers (o desaccumula actius financers). Quan **XN** pren valors positius, el sector exterior es troba en superàvit des de la perspectiva domèstica; això vol dir que el sector exterior (des de la perspectiva exterior) acumula passius financers (o desaccumula actius financers), ja que l'exterior paga a l'economia domèstica més del que en rep d'ella.
- La gràfica a continuació resumeix aquesta informació, tot especificant a cada punt de l'espai quins sectors acumulen actius financers, i quins en desaccumulen. El color verd indica que el sector acumula actius financers i el color vermell que el sector desaccumula actius financers (s'endeuta). Per la identitat sectorial, no és possible que tots els sectors n'acumulin ni que tots en desaccumulin.



- Per exemple, tot el quadrant inferior dret representa estats de l'economia on: el sector privat desaccumula actius o acumula passius (ja que en aquest quadrant $SPN < 0$); el sector públic desaccumula actius o acumula passius (atès que en aquest quadrant $DP > 0$); i el sector exterior acumula actius o desaccumula passius (donat que en aquest quadrant $XN < 0$, que significa supèravit de la resta del món i, com a conseqüència, la resta del món acumula actius o redueix passius relatius a l'economia domèstica).

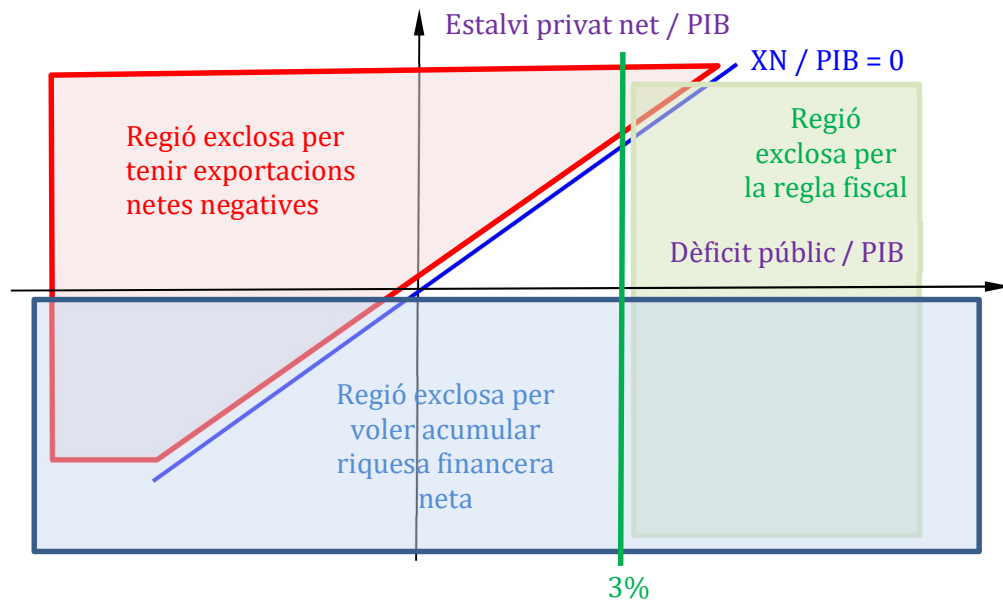
25. Representació gràfica de la identitat $SPN/PIB \equiv DP/PIB + XN/PIB$

- De la identitat $SPN \equiv DP + XN$ se'n pot construir una altra dividint tots els components de la identitat pel PIB:

$$SPN/PIB \equiv DP/PIB + XN/PIB.$$

- Aquesta identitat, que es representa en la gràfica a continuació, és més útil per a evidenciar les conseqüències de regles fiscals definides sobre el quocient DP/PIB . Per exemple,

considerem una economia amb dèficit exterior estructural (Espanya en els anys anteriors a la crisi financera de 2008). Això implica que l'economia es troba fora de l'àrea marcada en color vermell. Suposem, a més, que el sector privat vol acumular actius financers nets (Espanya després de la crisi financera de 2008). Aquesta voluntat del sector privat significa que l'economia queda fora del rectangle inferior blauós. Per últim, suposem que s'ha de respectar una regla de política fiscal (membres de l'eurozona): dèficit públic no superior al 3% del PIB.



- La regla fiscal exclou el rectangle verd de la dreta. En resum, una economia amb un dèficit exterior estructural, on el sector privat vol reduir deutes i el sector públic té un límit d'endeutament només pot situar-se en el triangle blanc de la gràfica. Els únics valors admissibles dels saldos són dins del triangle.
- En aquest cas, la regió de compatibilitat de restriccions i característiques de l'economia és limitada però no buida. En canvi, si la regla fiscal fos assolir dèficit públic zero (o un lleuger superàvit), les restriccions serien incompatibles: una economia amb dèficit exterior i superàvit del sector privat no pot tenir pressupost públic equilibrat (o amb superàvit).

- Es pot inferir de l'anterior que una economia amb superàvit exterior (Alemanya) ho té més fàcil per a adoptar i complir regles fiscals que no pas una economia amb dèficit exterior (Espanya)? [El dèficit comercial d'Espanya en 2024 va ser 44,068 miliards d'euros; en 2023, de 43,5; en 2022 va ser de 74,95 miliards, el 5,57% del PIB. La gràfica de la dreta mostra el saldo comerical d'Espanya en milions d'euros.]



<https://datosmacro.expansion.com/comercio/balanza/espana>

26. Dèficit públic i riquesa financera

- Una implicació de la identitat $SPN \equiv DP + XN$ és que, si $XN = 0$, aleshores el sector privat no pot acumular riquesa financera neta si el sector públic no s'endeuta. Amb $XN = 0$, no és possible $SPN > 0$ si no es té $DP > 0$.
- De manera similar, amb $XN = 0$, no és possible un increment d' SPN si DP no creix: per a què el sector privat augmenti la seva riquesa financera neta cal que el sector públic incrementi el seu endeutament.
- Si $XN < 0$ els missatges anteriors es reforcen. Ara fins i tot cal un valor més gran de DP (o un increment superior) per a què el sector privat pugui acomplir el plans d'acumulació de riquesa financera neta.
- Si $XN > 0$, el sector exterior subministra part de la riquesa financera neta que el sector privat vol acumular. Si XN és prou gran, el sector públic s'allibera de la necessitat de proveir riquesa financera al sector privat. Si no l'és, el sector públic haurà de complementar l'aportació de riquesa financera que fa el sector exterior.

27. Despesa pública i riquesa financera privada: un exemple²

- El propòsit d'aquest exemple és mostrar l'evidència comptable de com una despesa pública finançada (totalment o parcial) amb deute públic genera, en termes nets, actius financers per al sector privat.
- La visió ortodoxa és la contrària: el dèficit públic no afegeix riquesa financera al sector privat. Segons aquesta visió la venda de títols de deute públic pel govern al sector privat detrau liquiditat del sector privat, no pas n'hi afegeix (de manera que no hi ha injecció neta d'actius en el sector privat: el que es dona per un costat, els títols de deute, es retira per l'altre, efectiu o diner bancari). El següent exemple reproduceix un d'Stephanie Kelton.
- **L'exemple: un govern gasta, en finança una part amb impostos i l'altra amb deute.** En concret, el govern fa despesa pública de 10 (compra béns a empreses domèstiques), finança el 40% amb la recaptació d'imposts que s'està produint en el moment de fer la despesa (famílies i empreses estan pagant impostos) i finança el 60% restant amb l'emissió de lletres del Tresor (l'emissió anticipa el dèficit de l'operació fiscal i es fa abans d'executar la despesa).
- **Etapa 1.** El govern rep un pagament de 4 d'imposts del sector privat no bancari (el sector privat no bancari és l'agregació de famílies i empreses).
- Taula 1A: els contribuents del sector privat no bancari empen els seus dipòsits en els bancs del sector privat bancari per a cancel·lar el deute tributari.

1A. Sector privat no bancari

Dipòsits -4	Imposts a pagar -4

1B. Sector privat bancari

Reserves -4	Dipòsits -4

² L'exemple es basa en l'anàlisi que Stephanie Kelton desenvolupa a <http://neweconomicperspectives.org/2010/11/yes-deficit-spending-adds-to-private.html>.

- Taula 1B: els bancs rebaixen els dipòsits dels contribuents que fan el pagament. La partida compensatòria en el balanç bancari és la mateixa que quan dos particulars fan una compravenda i paguen amb dipòsits: el banc que fa efectiu el pagament amb la reducció de dipòsits de clients simultàniament rebaixa les seves reserves.

1C. Govern

Imposts a rebre -4	
Reserves +4	

1D. Banc Central

	Reserves bancs -4
	Reserves govern +4

- Taula 1C: el govern reemplaça els drets sobre els contribuents per reserves. Les reserves són la forma en què el pagament que els contribuents fan a través dels bancs arriba al govern. És com si el govern fos un banc, en el sentit que pot operar amb reserves.
- Taula 1D: el Banc Central registra la transferència de reserves del sistema bancari al govern.
- **Remarca 1.** El pagament d'imposts de particulars destrueix diner bancari: en la taula 1B, el sistema bancari redueix dipòsits. S'evidenciarà a continuació que la despesa pública crea diner bancari.
- **Remarca 2.** Si es consoliden els balanços de govern i de Banc Central, aleshores el pagament d'imposts de particulars també destrueix diner del Banc Central (reserves): si es fusionen les taules 1C i 1D, es cancel·len les reserves que té el govern.
- **Remarca 3.** I si el govern tingués comptes oberts en els bancs? S'assoliria el mateix resultat final d'aquesta manera. En primer lloc, no hi ha moviment de reserves.

1A'. Sector privat no bancari

Dipòsits -4	Imposts a pagar -4

1B'. Sector privat bancari

	Dipòsits -4
	Dipòsits govern +4

1C'. Govern

Imposts a rebre -4	
Dipòsits a bancs +4	

1D'. Banc Central

- En segon lloc, el govern intercanvia amb els bancs dipòsits (diner bancari) i reserves (diner del Banc Central).

1E'. Govern

Reserves +4	
Dipòsits a bancs -4	

1F'. Sector privat bancari

Reserves -4	Dipòsits govern -4

- Per últim, el balanç del Banc Central canvia de la mateixa manera que s'indica a la taula 1D.
- **Etapa 2.** El govern ven lletres del Tresor per valor de 6 als bancs. S'assumeix que el govern té en els bancs comptes corrents reservats per a transaccions relacionades amb la gestió del deute

públic. En els EUA, aquests comptes s'anomenen 'Treasury Tax & Loan Accounts' (comptes del Tresor d'imposts i préstecs) i faciliten les transaccions financeres entre govern i bancs.

- Taula 2A: el govern ven lletres a canvi d'un increment en el valor dels dipòsits en els bancs.

2A. Govern

Dipòsits a bancs +6	Lletres +6

Lletres →
← Dipòsits

2B. Sector privat bancari

Lletres +6	Dipòsits govern +6

- Taula 2B: els bancs registren l'adquisició de lletres com a actiu i el seu pagament com a passiu en forma de dipòsits.
- **Remarca 4.** Les taules 2A i 2B evidencien que la compra de lletres pels bancs (que és com concedir un préstec al govern) és comptablement equivalent a prestar a un particular: el banc incrementa el valor del compte corrent del govern en el banc i anota el préstec (en forma de lletra del Tresor) com a actiu, i per a l'altra part de la transacció (el govern) el registre comptable és l'invers (un dipòsit com a actiu i el préstec com a passiu).
- **Etapa 3.** El govern sol·licita una transferència al seu compte en el Banc Central.
- Taula 3A: el govern rep reserves i liquida dipòsits.

3A. Govern

Dipòsits a bancs -6	
Reserves +6	

Dipòsits →
← Reserves

3B. Sector privat bancari

Reserves -6	Dipòsits govern -6

3C. Banc Central

	Reserves bancs -6
	Reserves govern +6

- Taula 3B: els bancs lliuren reserves i cancel·len dipòsits.
- Taula 3C: el banc central mou reserves de bancs a govern.
- **Etapa 4.** El govern executa la despesa pública comprant béns al sector privat no bancari per valor de 10.
- Taula 4A: els venedors dels béns els lliuren a canvi d'un pagament en forma de dipòsits.

4A. Sector privat no bancari

Béns -10	
Dipòsits +10	

4B. Sector privat bancari

Reserves +10	Dipòsits +10

- Taula 4B: taula anàloga a la 1B, amb els bancs incrementant els dipòsits dels venedors dels béns i compensant aquest incrementen amb un augment de reserves. Com a la compravenda

pagada amb dipòsits, en paral·lel amb la transacció real entre comprador i venedor (que implica una transferència de dipòsits) hi ha una transacció financera on es transfereixen reserves (en aquest cas, és com si el govern fos el seu propi banc: el govern pot rebre reserves).

4C. Govern

Béns +10	
Reserves -10	

4D. Banc Central

	Reserves bancs +10
	Reserves govern -10

- Taula 4C: el govern registra la compra de béns com a actiu i la transferència de reserves als bancs.
- Taula 4D: el banc central mou reserves del compte del govern als comptes dels bancs.
- **Remarca 5.** El resultat financer net per al sector privat no bancari és un augment de dipòsits de 6 (el valor de l'emissió de lletres i, en aquest cas, el valor del dèficit de l'operació fiscal: despesa de 10 menys impostos de 4). El resultat net per al sector privat bancari és un augment de dipòsits de 6 i un augment de lletres de 6. Per tant, la consolidació del sector privat no bancari amb el bancari cancel·la els dipòsits i implica una acumulació neta d'actius financers (lletres) per valor de 6. Això vol dir que el sector privat ha augmentat el saldo en 6 (increment de superàvit en el sector privat).
- **Remarca 6.** El resultat financer net per al sector públic (el govern) és que les reserves no varien (valors indicats en vermell) i hi ha un increment del passiu financer (lletres) igual a 6. Així, el sector públic experimenta una acumulació neta de passiu financers per valor de 6 (increment del dèficit del sector públic). En suma, la despesa pública deficitària (finançada amb emissió de títols de deute) ha augmentat la possessió neta d'actius financers del sector privat.
- **Remarca 7.** La coincidència entre el dèficit addicional del sector públic (increment del deute públic) i el superàvit extra del sector privat (increment net d'actius financers) es manté si el sector públic agrega govern i banc central.
- **Remarca 8.** La recaptació d'imposts en l'etapa 1 va destruir diner (4 unitats). La compra pública de l'etapa 4 els torna a incrementar (10). L'augment net de diner (6) es correspon amb l'augment de dipòsits del sector privat no bancari (i amb el valor del dèficit de l'operació: despesa de 10 que es financia parcialment amb la recaptació impositiva de 4).
- **Remarca 9.** Una altra lliçó de l'exemple és que la despesa pública afegeix reserves al sector bancari (taules 4B i 4D). Aquestes reserves addicionals presionen a la baixa la taxa d'interès en el mercat interbancari (l'Euribor, en el cas de l'eurozona). Si el Banc Central vol mantenir la taxa d'interès objectiu, hauria de vendre actius financers. Si el Banc Central es coordina amb el govern, el govern (com a part de la seva política fiscal) es podria encarregar d'emetre actius financers amb què retirar l'excés de reserves.

Resum de l'exemple: la despesa pública crea riquesa financera neta per al sector privat

Sector privat no bancari		Sector privat bancari		Govern		Banc Central	
1. Pagament d'imposts							
Dipòsits -4	Imposts -4	Reserves -4	Dipòsits -4	Imposts -4			Reserves bancs -4
				Reserves +4			Reserves govern +4
2. Emissió de lletres							
		Lletres +6	Dipòsits govern +6	Dipòsits a bancs +6	Lletres +6		
3. Dipòsits a reserves							
		Reserves -6	Dipòsits govern -6	Dipòsits a bancs -6			Reserves bancs -6
				Reserves +6			Reserves govern +6
4. Despesa pública							
Béns -10				Béns +10			Reserves bancs +10
Dipòsits +10		Reserves +10	Dipòsits +10	Reserves -10			Reserves govern -10

Resultat agregat

Sector privat				Govern			
Dipòsits +6		Lletres +6	Dipòsits +6		Lletres +6		
Acumulació neta d'actius financers = 6				Desacumulació neta d'actius financers = 6			

Conclusions

- El pagament d'imposts destrueix diner bancari.
- La despesa pública crea diner bancari.
- La despesa pública crea reserves per al sector bancari.
- La despesa pública finançada amb deute públic crea riquesa financera neta per al sector privat.
- Igual que la concessió d'un préstec a un particular, la compra de lletres al govern pel sector bancari crea diner bancari: el sector bancari registra un actiu financer (el préstec a particular o a govern) i simultàniament genera en el seu passiu un dipòsit bancari. La diferència és que el préstec al govern és un actiu negociable (hi ha un mercat secundari).
- Es pot dir que el deute crea una càrrega per al futur si es pot vendre en tot moment?

28. Variant 1 de l'exemple: el sector exterior compra les lletres

- Suposem que l'inversor estranger demana un préstec a un banc domèstic per a finançar la compra de lletres. A continuació, l'inversor compra les lletres. En aquest cas, l'etapa 2 s'hauria de reemplaçar per les dues següents etapes.

Etapa 2a. L'estranger demana un préstec al sector bancari domèstic per l'import de les lletres

Sector exterior		Sector privat bancari		Govern		Banc Central	
Dipòsits +6	Préstecs +6	Préstecs a estrangers +6	Dipòsits d'estrangers +6				

Etapa 2b. Amb el dipòsit corresponent al préstec, l'estranger compra les lletres

Sector exterior		Sector privat bancari		Govern		Banc Central	
Dipòsits -6			Dipòsits d'estrangers -6	Dipòsits a bancs +6	Lletres +6		
Lletres +6			Dipòsits govern +6				

Resultat agregat

		Sector privat		Govern			
		Préstecs a estrangers +6			Lletres +6		
		Acumulació neta d'actius financers = 6		Desacumulació neta d'actius financers = 6			

- Si es compara l'etapa 2 del cas inicial amb el resultat net de les dues noves subetapes, l'única diferència és que les lletres abans estaven en mans del sector privat bancari i ara estan en mans del sector exterior. Les etapes 3 i 4 serien iguals.
- Representa encara la despesa pública amb venda de lletres riquesa financera neta per al sector privat domèstic? No directament, però sí indirecta. Si la compra de lletres la fa el sector exterior a crèdit, el saldo del sector exterior no varia: 6 unitats més de passiu (el préstec degut al sector bancari d'un altre país) i 6 unitats més d'actiu (el dret a rebre un pagament del govern d'un altre país). Amb tot, el sector privat continua tenint acumulació neta d'actius financers: els dipòsits addicionals en l'actiu del sector no bancari es cancel·len amb els dipòsits addicionals en el passiu del sector bancari, però el sector privat encara incrementa la seva riquesa financera neta en les 6 unitats dels préstecs que el sector bancari ha fet al sector exterior.

- En resum, el deute públic crea riquesa financera neta en el sector privat domèstic ja sigui directament (si el propi sector compra el deute) o indirecta (si el sector privat finança la compra del deute per estrangers). I, pel que fa a dipòsits, el sector privat no bancari manté l'increment de 6 en diner bancari. Per tant, la compra de lletres a crèdit d'un estranger equival a la compra de lletres d'un banc.

29. Variant 2 de l'exemple: el sector privat no bancari compra les lletres amb préstecs bancaris

- Si el sector privat no bancari s'endeuta per a comprar les lletres, l'anàlisi és similar a la de la variant 1.

Eta 2a. El sector privat no bancari demana un préstec al sector bancari per l'import de les lletres

Sector privat no bancari		Sector privat bancari		Govern		Banc Central	
Dipòsits +6	Préstecs +6	Préstecs +6	Dipòsits +6				

Eta 2b. Amb el dipòsit corresponent al préstec es compren les lletres

Sector privat no bancari		Sector privat bancari		Govern		Banc Central	
Dipòsits -6			Dipòsits -6	Dipòsits a bancs +6	Lletres +6		
Lletres +6			Dipòsits govern +6				

Resultat agregat

Sector privat no bancari		Sector privat bancari		Govern		Banc Central	
Lletres +6 Dipòsits +6	Préstecs +6	Préstecs +6	Dipòsits +6		Lletres +6		
Acumulació neta d'actius financers = 6				Desacumulació neta d'actius financers = 6			
Acumulació neta d'actius financers = 6							

- Per al sector privat no bancari el resultat net és una acumulació d'actius per valor de 6: l'actiu s'incrementa en 12 (dipòsits per valor de 6 i lletres per valor de 6) i el passiu s'incrementa en 6 (préstecs per valors de 6).
- Si es considera tot el sector privat (privat no bancari més privat bancari) el resultat torna a ser una acumulació neta d'actius financers per valor de 6: préstecs de 6 i dipòsits de 6 es cancel·len (préstecs al sector privat no bancari i dipòsits a favor del sector privat no bancari són ara riquesa financera interna) i el net són les lletres per valors de 6.

- La taula següent mostra les operacions i les conclusions quan el sector privat no bancari s'endeuta amb el sector privat bancari per a comprar les lletres que emet el sector públic.

Sector privat no bancari		Sector privat bancari		Govern		Banc Central	
1. Pagament d'imposts							
Dipòsits -4	Imposts -4	Reserves -4	Dipòsits -4	Imposts -4			Reserves bancs -4
				Reserves +4			Reserves govern +4
2a. Préstec privat							
Dipòsits +6	Préstecs +6	Préstecs +6	Dipòsits +6				
2b. Emissió de lletres							
Dipòsits -6			Dipòsits -6	Dipòsits a bancs +6	Lletres +6		
Lletres +6			Dipòsits govern +6				
3. Dipòsits a reserves							
		Reserves -6	Dipòsits govern -6	Dipòsits a bancs -6			Reserves bancs -6
				Reserves +6			Reserves govern +6
4. Despesa pública							
Béns -10				Béns +10			Reserves bancs +10
Dipòsits +10		Reserves +10	Dipòsits +10	Reserves -10			Reserves govern -10

Resultat agregat

Sector privat				Govern		Banc Central	
Lletres +6	Préstecs +6	Préstecs +6	Dipòsits +6		Lletres +6		
Dipòsits +6							
Acumulació neta d'actius financers = 6				Desacumulació neta d'actius financers = 6			

30. Variant 3 de l'exemple: el sector privat no bancari compra lletres sense préstecs bancaris

- En aquest cas s'entén que el sector privat no bancari paga amb dipòsits existents (es deixa com a exercici el cas en què el sector ha de vendre actius per a aconseguir-los i pagar les lletres amb els dipòsits aconseguits en la venda dels actius).

- La taula següent mostra les operacions i les conclusions quan el sector privat no bancari compra les lletres emprant emet dipòsits existents. El resultat net final és el de sempre: tant el sector privat com el sector privat no bancari acumulen riquesa financera neta per valor igual a l'emissió de títols de deute públic.

Sector privat no bancari		Sector privat bancari		Govern		Banc Central	
1. Pagament d'imposts							
Dipòsits -4	Imposts -4	Reserves -4	Dipòsits -4	Imposts -4			Reserves bancs -4
				Reserves +4			Reserves govern +4
2. Emissió de lletres							
Dipòsits -6			Dipòsits -6	Dipòsits a bancs +6	Lletres +6		
Lletres +6			Dipòsits govern +6				
3. Dipòsits a reserves							
		Reserves -6	Dipòsits govern -6	Dipòsits a bancs -6			Reserves bancs -6
				Reserves +6			Reserves govern +6
4. Despesa pública							
Béns -10				Béns +10			Reserves bancs +10
Dipòsits +10		Reserves +10	Dipòsits +10	Reserves -10			Reserves govern -10

Resultat agregat

Sector privat				Govern		Banc Central	
Lletres +6					Lletres +6		
Acumulació neta d'actius financers = 6				Desacumulació neta d'actius financers = 6			

- Com postula la visió tradicional, les lletres emeses pel govern retiren diner del sector privat no bancari en l'etapa 2. És com el pagament d'imposts de l'etapa 1: la compra de lletres destrueix diner per al sector privat no bancari (però passa al sector públic). El sector privat canvia diner per lletres i, en termes nets, no es crea riquesa financera neta per al sector privat.
- Les etapes 3 i 4 són iguals que en primer cas de compra de lletres pels bancs. El resultat agregat seria lleugerament diferent: el sector privat guanya dipòsits per valor de 10 després de la compra del govern, però se n'ha deixat pel camí dipòsits també per valor de 10 (4 pel

pagament d'imposts, 6 per la compra de lletres). Malgrat tot, el sector privat continua acumulant actius financers nets.

- El resultat final és qu el sector privat reemplaça riquesa financera interna (el diner bancari) per riquesa externa (les lletres del Tresor). D'aquí s'obté l'increment de la riquesa financera neta (actius que representen drets sobre altres sectors).
- Una altra diferència respecte del cas inicial és que el beneficiari de la riquesa financera neta és el sector privat no bancari (qui compra les lletres) no pas el sector bancari. Es pot dir que, en aquest cas, els bancs fan la funció que l'atribueix la visió convencional: ser merament uns intermediaris entre prestadors (sector privat no bancari) i prestataris (sector públic).

31. Variant 4 de l'exemple: el Banc Central compra les lletres

- La taula següent mostra l'anàlisi quan el comprador de lletres és el Banc Central.

Sector privat no bancari		Sector privat bancari		Govern		Banc Central	
1. Pagament d'imposts							
Dipòsits -4	Imposts -4	Reserves -4	Dipòsits -4	Imposts -4			Reserves bancs -4
				Reserves +4			Reserves govern +4
2. Emissió de lletres							
				Reserves +6	Lletres +6	Lletres +6	Reserves govern +6
3. Despesa pública							
Béns -10				Béns +10			Reserves bancs +10
Dipòsits +10		Reserves +10	Dipòsits +10	Reserves -10			Reserves govern -10

Resultat agregat

Sector privat				Govern		Banc Central	
Dipòsits+6		Reserves +6	Dipòsits+6		Lletres +6	Lletres +6	Reserves +6
		Acumulació neta d'actius financers = 6		Desacumulació neta d'actius financers = 6			
Acumulació neta d'actius financers = 6				Desacumulació neta d'actius financers = 6			

- Mateix resultat: el sector privat acumula riquesa financera per valor de 6 (ara la riquesa financera pren la forma de reserves). Si es consolida el sector públic (govern més Banc Central) s'obté la desacumulació financera neta (el passiu augmenta en les 6 unitats de les reserves).

- L'exemple evidencia una diferència significativa respecte de la visió convencional: la compra de lletres pel Banc Central no és inflacionària en si mateixa, atès que el Banc Central paga amb una forma de diner (reserves) que no es pot fer servir per a comprar béns i serveis.
- Es pot replicar que el govern empra les reserves per a pagar béns per mitjà dels bancs (que converteixen reserves en dipòsits) i que, per tant, concedir reserves al govern és el mateix que incrementar el volum de dipòsits de l'economia. Aquesta anàlisi és correcta però es passa per alt que exactament el mateix succeeix quan són bancs els compradors de les lletres: quan els bancs compren lletres faciliten reserves al govern; després, quan el govern fa la despesa pública, transforma les reserves en dipòsits per mitjà dels bancs. Si es conclou que la compra de deute públic pel Banc Central és inflacionària també s'hauria de concloure el mateix quan són els bancs els compradors de deute públic. En canvi la visió convencional no sembla posar objeccions a què la compra del deute públic la facin bancs.

32. Dos tipus de govern

- La relació més important entre diner i govern és si el govern pot crear diner o no. O, de manera equivalent, si el govern disposa d'un Banc Central propi o no.
- Un 'Govern I' és un govern que és monetàriament sobirà. Ser un govern monetàriament sobirà significa poder crear la moneda que s'empra en l'economia sobre la qual té autoritat el govern. Un Govern I té un Banc Central propi que, en última instància, es pot fer servir per a finançar la despesa pública. Exemples de Govern I són els EUA, Canadà, Regne Unit, Japó, Austràlia, Xina, Turquia, Brasil... la gran majoria dels governs.
- Un 'Govern II' és un govern que no és monetàriament sobirà. Un Govern II no té el poder de crear la moneda que s'empra en la seva economia. Un Govern I és un creador de diner; un Govern II és, igual que un particular, merament un usuari de diner.
- En certs casos, el govern ha traspassat el poder de crear la moneda a una autoritat supranacional, en la qual té veu i vot juntament amb altres governs. Un exemple són els governs dels països de l'eurozona, que han transferit la seva sobirania monetària a l'Eurosistema (el Banc Central Europeu més els bancs centrals dels membres de l'eurozona). Cada govern de països de l'eurozona és un Govern II.
- Una altra via per a esdevenir Govern II és per renúncia de la sobirania monetària sense transferir-la a ningú. Els governs de països suficientment petits (Andorra, per exemple) o amb tradició de tensions i problemàtiques monetàries (Equador) són Govern II: exercir la sobirania monetària es considera tan costosa que resulta preferible fer servir la moneda d'un altre país. Però emprar la moneda d'un altre país no et dona veu ni vot en la seva creació: un Govern II d'aquest tipus és com un particular més.

33. La capacitat de recaptar i d'endeutar-se d'un govern limita la seva capacitat de despesa?

- La resposta a la pregunta depèn de si es tracta d'un Govern I o un Govern II. Un Govern I sempre podrà pagar en moneda que ell mateix és capaç de crear i no podrà ser insolvent. Així, un Govern I no té límit financer a la seva capacitat de despesa: un Govern I no pot 'quedar-se

sense diner³. En última instància, un Govern I no es pot quedar sense diner (esdevenir insolvent) perquè un Banc Central no es pot quedar sense reserves⁴.

- Per contra, un Govern II és, en essència, com un particular més: la seva capacitat de despesa està limitada per la seva capacitat de recaptar i d'endeutar-se. La visió convencional considera tots els governs com a Govern II i, per consegüent, aplica a governs restriccions que són pròpies dels particulars.
- L'avantatge d'un Govern II respecte d'un particular, en relació amb la capacitat de despesa, és la facultat dels governs d'imposar pagaments sobre el sector privat mitjançant impostos i l'avantatge derivat que això pot implicar a l'hora d'endeutar-se.
- Un desavantatge d'un Govern II respecte d'un Govern I és que tot Govern II té risc d'insolvència. En alguns (pocs) casos, el risc pot considerar-se nul en la pràctica (Alemanya?); en la resta, una prima de risc mesurarà la percepció dels prestadors d'aqdel risc.

34. La pega de ser un Govern II

- A l'eurozona, el deute públic de cada país té associada una prima de risc que mesura el risc d'impagament del deute públic del país respecte del deute públic alemany. La Fig. 1 mostra la prima de risc d'Espanya abans i just després de l'inici de la crisi financera de 2008.

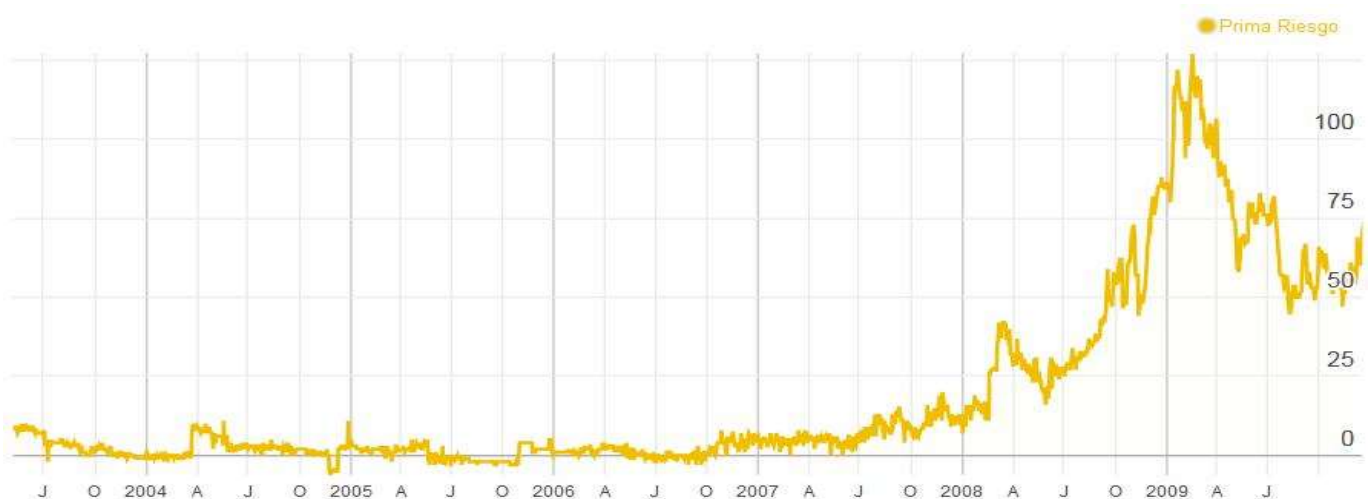


Fig. 1. Prima de risc d'Espanya (2004-2009)

<https://datosmacro.expansion.com/prima-riesgo/espana>

³ Aquesta és la visió de la Teoria Monetària Moderna; vegeu Warren Mosler (2014): *Los siete fraudes inocentes capitales de la política económica*, El Petit Editor. Hi ha versió en llengua castellana d'accés lliure a <http://moslereconomics.com/wp-content/uploads/2021/06/7-Fraudes-inocentes-capitales-1.pdf>. La versió original és de lliure accés a <http://moslereconomics.com/wp-content/powerpoints/7DIF.pdf>.

⁴ Una analogia. En la lliga de futbol espanyola els equips obtenen punts després de jugar els partits. Algú es pregunta d'on surten aquests punts? O si l'organitzador de la competició, la *Liga Nacional de Fútbol Profesional*, es quedarà algun dia sense punts? O si s'ha de preocupar per si els roben? O cap a on van els punts assignats quan s'acaba la competició d'una temporada? O què passa amb el tercer punt que es podria guanyar amb una victòria i que no s'assigna a cap equip quan el partit acaba en empat? Llavors d'on surt la preocupació sobre d'on treu els punts que assigna el govern quan fa despesa si el propi govern, quan és Govern I, els pot crear a conveniència?

- La Fig. 1 indica que en certs períodes de 2005, 2006 i 2007 es considerava superior el risc d'impagament del deute alemany que el risc d'impagament del deute espanyol. Arran l'esclat de la crisi de 2008 (mitjans de setembre de 2008), la percepció va ser de creixent risc d'impagament del deute espanyol respecte del risc d'impagament de l'alemany. El 2009 se superaren el 100 punts bàsics (100 punts bàsics representa un 1%): la rendibilitat del deute públic espanyol havia de ser un punt percentual superior a la rendibilitat de l'alemany per a compensar els compradors de deute per la percepció del risc superior d'impagament en el cas espanyol.
- Al juliol de 2012 la prima del deute espanyol superava els sis punts percentuals (més de 600 punts bàsics). Aquest valor de la prima de risc evidenciava que els compradors de deute no consideraven igual el govern d'Espanya que el govern d'Alemanya malgrat compartir moneda i Banc Central. S'entenia que la capacitat del govern d'Espanya de controlar el seu dèficit/deute era inferior a la capacitat del govern d'Alemanya i es feia pagar el govern d'Espanya per la diferència. El paradoxal del cas és que la creença de més risc d'insolvència espanyol provocava un augment de la prima de risc espanyola que incrementava el risc d'insolvència (atès que el govern d'Espanya havia de pagar una taxa d'interès pel seu deute superior a l'alemanya, tot malgrat compartir Banc Central). La Fig. 2 il·lustra la magnitud del problema.



Fig. 2. Prima de risc d'Espanya (2006-2024)

<https://datosmacro.expansion.com/prima-riesgo/espana>

- En una economia en expansió i amb taxes d'interès suficientment baixes potser en la pràctica no fa gaire diferència ser Govern I o ser Govern II. La confiança dels compradors de deute en la capacitat d'un Govern II de retornar els préstecs fa que el Govern II tingui un marge de maniobra relativament gran a l'hora de decidir el volum de despesa, dèficit i deute públic. El rang de valors de despesa, dèficit o deute públic es considera prou ample.
- En una economia en contracció (o que creix 'insuficientment') el marge de maniobra d'un Govern II es redueix, principalment perquè els compradors de deute creuen que es redueix (i exigint-ne una rendibilitat superior contribueixen ells mateixos a reduir-lo).

- Un Govern I disposa del seu propi Banc Central per a rescatar-lo, si cal. En la pràctica no cal que el Banc Central rescati el govern, perquè els compradors de deute públic d'un Govern I saben quel el govern té l'ampara d'un (del seu) Banc Central.
- Un Govern II no disposa d'un Banc Central que el pugui rescatar: el govern s'ha de rescatar tot sol, en gran mesura convencent els compradors de deute que farà el que calgui per a auto-rescatar-se (reduir despesa, augmentar taxes impositives, canviar la Constitució per a donar prioritat al pagament del deute públic...). La intensa pujada de la prima de risc espanyola entre principis de 2010 i mitjans de 2012 és símptoma que el govern d'Espanya no va ser prou persuasiu (no és descartable que res del que poguéis fer el fes prou persuasiu).
- El problema de la prima de risc no es va limitar a Espanya: Portugal, Irlanda, Itàlia, Grècia... van patir primes superiors (la Fig. 3 mostra la mitjana anual de la prima de risc grega). Aquesta va ser la salvació d'Espanya: molts països de l'eurozona ('el sud de l'eurozona') s'enfrontaven a primes de risc altes i creixents respecte de la resta de membres ('el nord de l'eurozona': Alemanya, Àustria, Països Baixos...), per la qual cosa calia aportar una solució global al problema i no pas confiar que cada país se'n podria sortir pel seu compte.

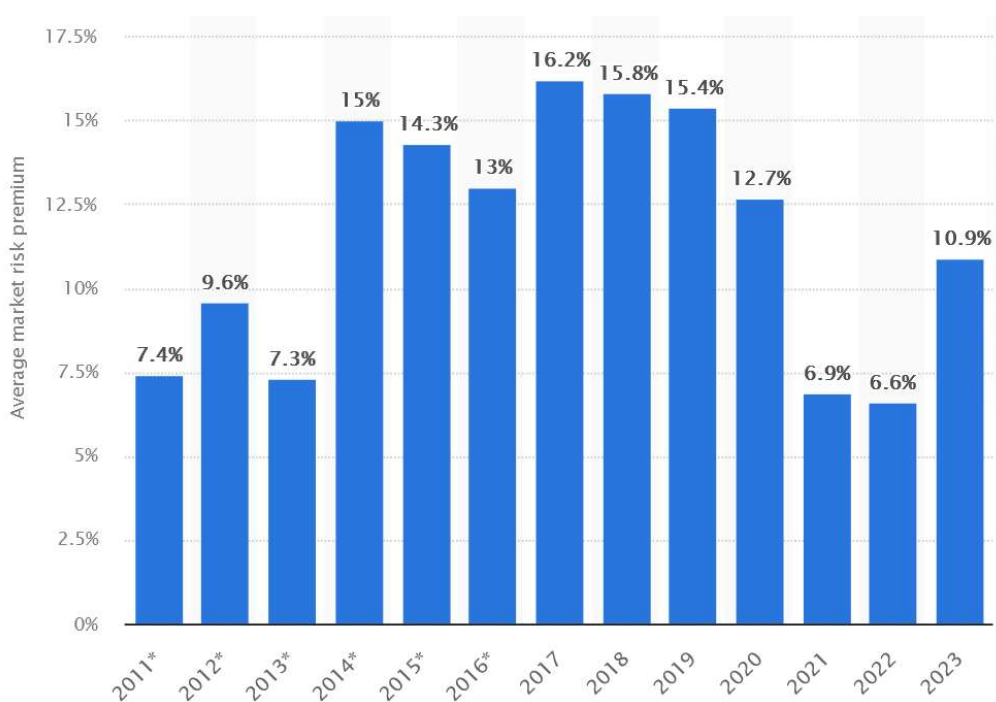


Fig. 3. Prima de risc de Grècia (2011-2023, mitjana anual)

<https://www.statista.com/statistics/664934/average-market-risk-premium-greece-europe/>

- El cost (financer, econòmic, reputacional) que generava una prima de risc elevada i creixent va conduir a algun govern (el grec) a considerar tornar a ser un Govern I, això és, recuperar la moneda pròpia i abandonar l'euro. Plantejar el que es considerava impensable va fer finalment conscients els responsables del Banc Central Europeu que calia rescatar governs.
- Un Govern I té un Banc Central que, en cas de necessitat, actuarà com a banc del govern. L'experiment de l'eurozona va crear un Banc Central que no actuava de banc de cap govern. Potser hi havia governs (l'alemany, el francès) que podien passar sense un banc (tot i que els

poderosos sempre cauen per l'orgull⁵). Però el que la dinàmica de la prima de risc de certs països deixava clar és que no tots els governs eren igual de forts o, si més no, no durant un temps indefinit. Solució: el Banc Central Europeu va finalment fer de Banc Central dels governs de l'eurozona. I només va caldre un discurs per a convèncer tothom que els governs de l'eurozona, de facto, esdevindrien Govern I.

- El 26 de juliol de 2012, en el pitjor de la crisi de l'euro i de les primes de risc, el president del Banc Central Europeu, Mario Draghi, va manifestar públicament el següent:

"The first message I would like to send, is that the euro is much, much stronger, the euro area is much, much stronger than people acknowledge today. Not only if you look over the last 10 years but also if you look at it now, you see that as far as inflation, employment, productivity, the euro area has done either like or better than US or Japan.

(...) When people talk about the fragility of the euro and the increasing fragility of the euro, and perhaps the crisis of the euro, very often non-euro area member states or leaders, underestimate the amount of political capital that is being invested in the euro.

And so we view this, and I do not think we are unbiased observers, we think the euro is irreversible. And it's not an empty word now, because I preceded saying exactly what actions have been made, are being made to make it irreversible.

But there is another message I want to tell you.

Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough."

- Les darreres paraules significaven que el Banc Central Europeu estava disposat a rescatar governs, comprant el seu deute i, així, rebaixant la prima de risc⁶. És el que va succeir: prima

⁵ En 2025 l'economia 'malalta' és l'alemanya no pas l'espanyola. El divulgador de la Teoria Monetària Moderna William Mitchell, en el seu blog, critica l'arquitectura monetària i fiscal de l'eurozona. Respecte d'Alemanya, assenyala que ara s'evidencien els límits de la visió ortodoxa que en política fiscal han aplicat els seus governants: "The blog posts cited above trace the way in which Germany's obsession with fiscal surpluses and reducing government debt, coupled with its suppression of domestic spending capacity (through the real wage suppression etc), was slowly undermining the viability of the common currency, but also steadily undermining its own economic model. In recent years, it is becoming clear that the German industrial powerhouse is now compromised after years of poor government policy and hubris among the industrial leaders." (<https://billmitchell.org/blog/?p=62339>)

Respecte del finançament del deute públic a l'eurozona generat per la resposta a la pandèmia, diu: "There are repeating episodes in world macroeconomics that demonstrate the absurdity of the mainstream way of thinking. One, obviously is the recurring debt ceiling charade in the US, where over a period of months, the various parties make threats and pretend they will close the government down by failing to pass the bill (...) Another example is the European Union 'budget' deliberations which involve excruciating, drawn out negotiations (...) One of the controversial bargaining aspects (...) is the rather significant quantity of joint EU debt that was issued during the pandemic to help nations through the crisis. How that is repaid is causing grief and leading to rather ridiculous suggestions of further austerity cuts and more. My suggestion to cut through all this nonsense is that the ECB takes over the debt and insulates the Member States from repayment. After all, the debt wasn't issued because the Member States were pursuing irresponsible and profligate fiscal strategies." (<https://billmitchell.org/blog/?p=62355>)

⁶ L'expressió que ha fet carrera és 'whatever it takes' (el que calgui fer). El discurs es coneix com 'whatever-it-takes speech'. Van haver de passar gairebé 4 anys des de l'inici de la crisi financera per a què el president del Banc Central digués públicament el que sembla obvi: que un Banc Central farà el que calgui per a preservar l'existència de la moneda que el Banc Central crea i gestiona. Que calgués dir-ho públicament suggereix que l'arquitectura institucional de l'eurozona era deficient, en crear un Banc Central tan independent que no tenia govern a qui servir. Una altra conclusió que es pot extreure de l'episodi de crisi de l'euro és que les monedes no existeixen perquè sí, si no que serveixen les necessitats dels governs. Les monedes són instruments al servei d'objectius establerts pels governs i no una autoritat a qui els governs hagin de retre homenatge i subordinació.

a la baixa i desaparició de la 'crisi de l'euro'. Una lliçó de l'experiència és que sembla una mala idea separar un govern del seu Banc Central. La il·lusió que cadascú pot fer de manera independent de l'altre no passa d'il·lusió: un govern no emparat per un Banc Central és com un cotxe sense benzina. Potser no cal la benzina quan la carretera fa baixada, però és il·lús de pensar que no et trobaràs una carretera que s'enfilí.

- L'emergència sanitària provocada per la covid-19 és un exemple de carretera d'alta muntanya. Un altre és la invasió russa d'Ucraïna. En els dos casos sembla que es va aprendre de l'experiència de la crisi financera de 2008: les Figs. 4 i 5 mostren l'impacte no traumàtic dels dos esdeveniments sobre la prima de risc d'Espanya.

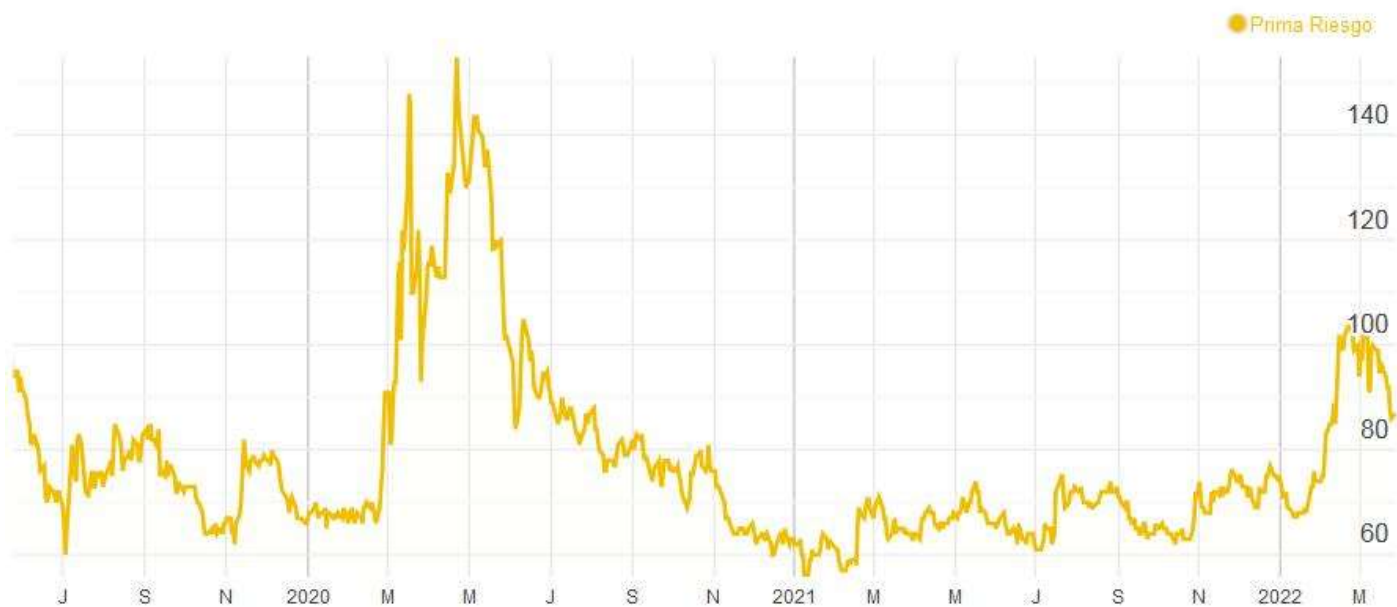


Fig. 4. Prima de risc d'Espanya abans i després de l'emergència de la covid-19 (març 2020)

<https://datosmacro.expansion.com/prima-riesgo/espana>

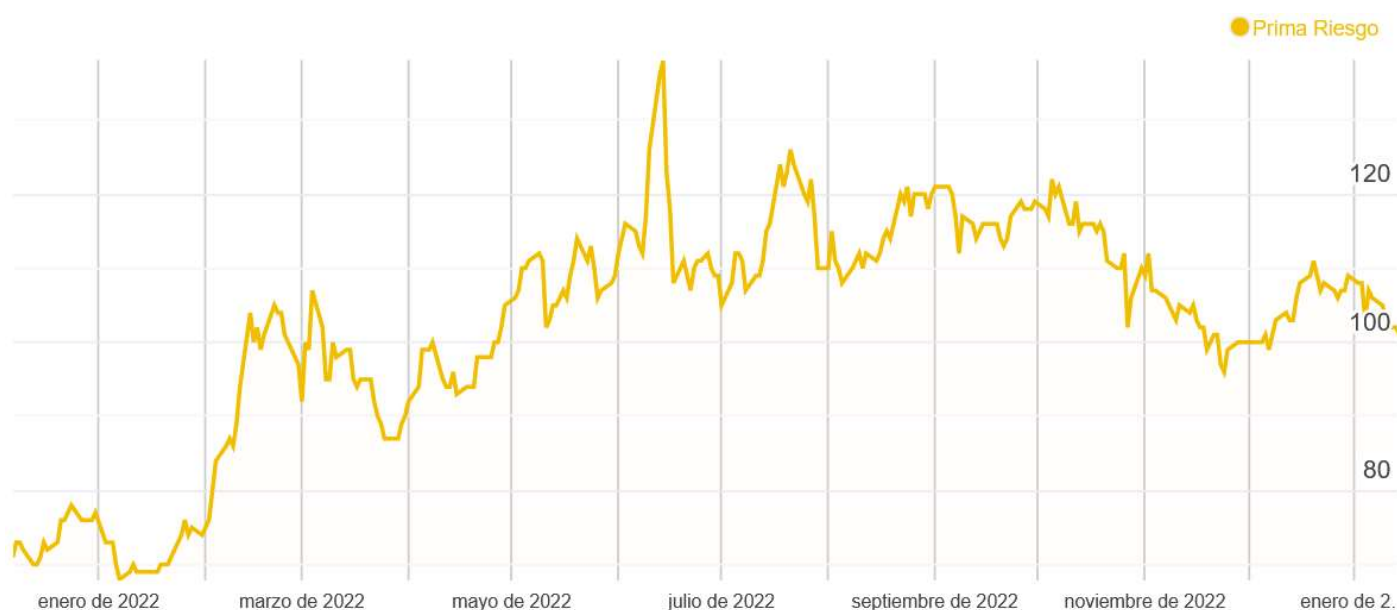


Fig. 5. Prima de risc d'Espanya abans i després de la invasió russa d'Ucraïna (febrer 2022)

<https://datosmacro.expansion.com/prima-riesgo/espana>

35. A quins objectius ha de servir la capacitat de despesa del govern?

- La visió tradicional és que la despesa pública té la missió primordial d'arribar on no hi arriba la despesa privada, ja sigui en termes quantitativus o qualitativus.
- Quan la despesa privada és insuficient (en períodes de contracció de l'activitat econòmica), la despesa pública pot servir transitòriament per a cobrir el volum considerat insuficient de despesa privada.
- D'altra banda, la despesa pública pot cobrir mancances qualitatives de la despesa privada, això és, certs tipus de despesa que el sector privat no realitza o ho fa de manera considerada insuficient: despesa sanitària, en educació i formació professional, en assistència social, en infraestructures...
- Quan es tracta de compensar una despesa privada quantitativament insuficient, es pot interpretar que l'objectiu últim de la despesa pública és mantenir els resultats que s'obtingrien si la despesa privada no fos insuficient. Entre els resultats principals a mantenir hi ha l'ocupació general de l'economia i, més específicament, l'activitat econòmica de sector econòmic la viabilitat dels quals es considera desitjable des d'un punt de vista global (per exemple, perquè són sectors dels quals en depèn la viabilitat de molts altres sectors).
- Els objectius de complementar qualitativament la despesa privada són essencialment dos.
 - Un d'eficiència: executar aquest tipus de despesa pública facilita i potencia l'activitat econòmica privada (per exemple, crear i mantenir infraestructures bàsiques com carreteres, línies ferroviàries, xarxes elèctriques, aeroports, jutjats, comissaries de policia...⁷).
 - I un altre d'equitat (de justícia distributiva): que la despesa pública contribueixi a reduir desigualtats econòmiques derivades de l'activitat del sector privat (per exemple, proveir serveis gratuïts d'educació, proveir assistència sanitària universal, pagar subvencions a col·lectius desfavorits o que mereixen protecció especial...).
- La visió convencional és que el manament prioritari per a la despesa pública és no perjudicar la despesa privada: la despesa pública ha de subordinar-se als interessos de la privada. Des d'aquest punt de vista, com menys despesa pública, millor.
- A l'altre extrem hi ha la Teoria Monetària Moderna que, prenent la perspectiva d'un Govern I, manté que la despesa pública ha de ser funcional (destinar-se prioritàriament a assolir els objectius que la motiven) i que l'únic fre al volum de despesa és que l'impacte de la despesa pública sobre l'evolució de la inflació és consideri excessiu. El límit últim de la capacitat de despesa del govern és la capacitat productiva de l'economia. En general, es pren l'evolució de la inflació com a indicador de com a prop està la demanda total de l'economia de la seva capacitat de servir aquesta demanda.

⁷ L'economia alemanya ja no sembla ser l'ideal a copiar. El model ordoliberal alemany (l'economia social de mercat) fa figa, si més no respecte de l'estat de les infraestructures: "Ageing, clapped-out infrastructure and badly planned projects are among some of the most visible problems facing Europe's top economy, whose malaise has become a key issue in the February 23 parliamentary election. Germany's reputation for efficiency no longer holds true, critics contend — trains do not run on time, internet and mobile phone coverage is often patchy, and roads and bridges are in a state of disrepair." (<https://www.france24.com/en/live-news/20250216-late-trains-old-bridges-no-signal-germany-s-infrastructure-woes>)

- Per contra, un Govern II pot veure's forçat a donar prioritat al compliment de certes regles fiscals⁸ i, fins i tot en cas de complir-les, poden ser obligats per les circumstàncies a assumir com a objectiu prioritari de política fiscal reduir el dèficit públic i/o el deute públic (objectiu que usualment va associat amb la reducció de la despesa pública, per molt necessària que pugui ser funcionalment: cas d'Espanya des de 2010).
- Segons la Teoria Monetària Moderna, la funció dels impostos és regular l'estat de l'economia (evitar una despesa agregada excessiva en relació amb la capacitat productiva) i servir a propòsits redistributius (reduir desigualtats excessives de riquesa o d'ingressos) i no pas finançar la despesa pública (que no necessita d'imposts per a finançar-se).

36. Una analogia per a explicar la relació entre impostos i despesa pública

- Un professor estableix certes activitats que els estudiants han de realitzar, a classe i a casa. Aquestes activitats determinen els coneixements i habilitats a obtenir en el curs. El professor decideix d'assignar punts als estudiants en funció de les activitats realitzades. Com el professor voldria que els estudiants les desenvolupessin voluntàriament, no explicita cap criteri que relacioni l'obtenció de punts amb la superació del curs. Predicció: probablement la majoria dels estudiants no tindrà interès en realitzar les activitats. La solució al problema sembla òbvia: concretar com la nota final dependrà del nombre de punts aconseguits.
- En aquesta analogia, el professor és el govern, els estudiants són el sector privat, les classes del professor són la despesa pública, les activitats són els objectius macroeconòmics que el govern vol assolir i els punts són els impostos. El professor no necessita els impostos per a res: són un instrument per a què els estudiants facin voluntàriament allò que desitja el professor. A més, els punts no són necessaris per a fer les classes: les classes són una oportunitat per a assignar punts. Tampoc no obeeix a cap propòsit preguntar-se d'on treu el professor els punts ni si ha d'acumular prou punts abans de fer classes i assignar-los en fer-les.
- Què passa si el professor dona molts punts per gairebé tot? Que el valor de les activitats expressat en punts s'ensorra. L'estudiant mitjà perd l'incentiu a fer activitats si amb unes poques de ben fàcils assoleix la quota de punts que condueix a l'aprobat. Qui es dedicaria a les feines (com la de metge o enginyer) que requereixen anys de preparació i sacrificis si totes les feines tinguessin el mateix sou?
- L'equivalent d'aquesta situació per a una economia s'anomena 'inflació': els productors dels béns demanen una quantitat creixent de diner (punts) per unitat de bé per a estar disposats a proveir el bé.
- La conclusió és que de la mateixa manera que el professor ha de ser prudent en l'assignació de punts, un Govern I també ha d'aplicar prou prudència en l'expansió de despesa pública (que

⁸ Els governs de països de l'eurozona tenen unes quantes regles fiscals a respectar. A tall d'exemple: dèficit públic no superior al 3% del PIB; deute públic no superior al 60% del PIB; i, prèviament a la confecció del pressupost públic, determinació del sostre de despesa pública ('techo de gasto'). Aquest sostre estableix el límit superior de despesa no financera de l'Administració Central (en queden fora administracions locals, comunitats autònomes, Seguretat Social i pagament del deute públic). El sostre de 2024 fou 199.120 MEUR, un 0,5% superior al sostre de 2023. El sostre de 2025 aprovat pel Govern el setembre de 2024 va ser 199.171 MEUR (fons europeus inclosos; sense ells, 195.353 MEUR).

<https://www.hacienda.gob.es/es-ES/Prensa/En%20Portada/2023/Paginas/20231212-MONTERO-CM-TECHO-GASTO.aspx>
<https://www.servimedia.es/noticias/gobierno-aprueba-techo-gasto-199171-millones-para-2025-identico-julio/1410249890>

és el mecanisme a través del qual el govern introdueix diner en l'economia). Aquesta conclusió no invalida l'afirmació prèvia que un Govern I pot fer la despesa que, i quan, vulgui. L'autèntic límit d'aquesta potestat són les conseqüències de la despesa que el govern no desitgi que es produeixin. Per tant, la prudència que es pot exigir al govern no és absoluta, sinó relativa: la concreció del requisit de prudència la defineix el propi govern (es pot interpretar que la visió convencional dicta que sigui el sector privat qui concreti la prudència que ha d'orientar l'acció del govern en les decisions de despesa).

37. És el deute públic una càrrega per a generacions futures?

- Quina mena de càrrega? Una càrrega real? En una primera aproximació, superficial, el deute públic que es pugui generar en el present no afecta al conjunt de béns i serveis que estiguin disponibles en el futur. Segons aquesta aproximació, el deute públic no és una màquina del temps que prengui béns i recursos del futur: són allà i hi continuaran allà. No es coneix que ara mateix cap país estigui pagant cap deute públic enviant ordinadors, mòbils, llibres electrònics, cotxes, avions, carreteres, aerogeneradors, aliments, roba, habitatges... al passat...
- En una segona aproximació, el deute públic present pot ajudar a mobilitzar recursos i desenvolupar tecnologies que es tradueixin en millores de benestar en el futur. El futur sempre se'n beneficia de les innovacions i descobriments del passat, i no cal que ho reinventi tot. La despesa pública que crea dèficit ara i deute per al futur pot contribuir a dinamitzar l'activitat econòmica i estalviar l'esforç creatiu a les generacions futures. Si de cas, el deute públic no seria una expressió de cap càrrega sobre generacions futures sinó de l'herència que les generacions presents transmeten a les futures.
- Una rèplica és que aquesta mobilització de recursos en el present implica no permetre que els utilitzin les generacions futures per allò que creguin oportú. En canvi, si els utilitzem nosaltres ara, per impuls de la despesa pública, els hi estem prenent la llibertat d'emprar-los i els forcem a acceptar la nostra preferència sobre en què cal aplicar-los. Amb tot, aquesta rèplica seria aplicable no només a la despesa pública sinó també a la privada: l'ús de recursos per iniciativa privada restringeix la possibilitat d'emprar-los en el futur. A favor de la despesa pública hi hauria l'argument que la despesa pública pot ser determinada sobre la base de criteris de benestar, o d'objectius, col·lectius, mentre que la despesa privada no està sotmesa a rendició de comptes sobre com i per què es fa.
- Si el deute públic de dècades i centenars d'anys anteriors fossin una càrrega per a nosaltres, com és que les economies actuals són les més riques de la història? En què estem patint la presumpte càrrega del deute públic pretèrit? Impedeix aquest deute estudiar, consumir, estalviar, treballar, jubilar-se, anar de vacances...?
- I encara que hi hagués un deute a pagar a les generacions passades, de quina manera la pagaríem, si aquestes generacions no existeixen? Potser la millor manera de pagar el que les generacions passades ens han llegat és emprar el deute públic per a passar augmentat el llegat a les generacions futures. L'autèntica càrrega és no llegar al futur una economia prou desenvolupada, si es renuncia a una despesa pública que afavoreix el desenvolupament.

- I si es considera la presumpta càrrega en termes nominals? No obliguem a les generacions futures a pagar diner que sense el deute no hauríem de pagar? Una possible resposta és que les generacions futures no paguen diner a les generacions presents: el deute públic a pagar en el futur estarà en mans de gent del futur. El deute públic implicarà el govern del futur pagarà diner a gent del futur. Fins i tot acceptant la premissa que el govern futur treurà diner del futur (augmentant-ne impostos, per exemple) el resultat serà que gent del futur pagarà diner a gent del futur. Exactament igual que el deute que generi el sector privat: la 'càrrega' del deute emès per famílies o empreses implicarà que, en el futur, gent rebrà diner de gent. També igual que si gent del futur demana un préstec a gent del futur.
- De fet, el deute públic és equivalent a un compte d'estalvi o a termini d'un banc: algú dona diners a un banc que el retorna en el futur amb un extra. En el cas del deute, aquest algú dona diners al govern, que fa exactament el mateix en el futur: retornar el préstec amb un interès. Com s'ho faria el banc a l'hora de pagar a l'inversor? Li crea un compte on anota l'import del que ha de pagar o, si el compte ja existeix, n'apuja el saldo. Com s'ho fa el govern? Exactament igual: el govern, a l'hora de pagar el deute, ordena al banc on l'inversor tingui un compte que n'incrementi el saldo en la quantia corresponent. En paral·lel, transfereix el mateix import en reserves al banc, que se les anota en l'actiu. I d'on treu el govern les reserves? N'emet més títols de deute...
- Els bancs tenen generalment prou interès a comprar-los, perquè aquests títols serveixen de col·lateral per a demanar reserves al Banc Central quan en tinguin necessitat d'elles i no les puguin aconseguir d'altres bancs (que, molt probablement, també demanin actius de garanties, com els títols de deute públic, per a fer el préstec de reserves).
- Quan el deute el compren bancs, la mecànica del pagament és trivialment simple i indolora. En la mesura que el deute públic pren la forma d'un compte a termini en el Banc Central (com en els EUA), al venciment el pagament consisteix a traslladar el valor del compte a termini a un compte ordinari de reserves en el Banc Central on s'hi ha afegit l'interès del deute.
- Simètricament, l'endeutament del govern (mitjançant la creació de deute públic) significa moure el valor que els bancs compradors del deute tenen en el seu compte ordinari en el Banc Central a un compte a termini allà mateix. Per als EUA, els 34,56 bilions de dòlars de deute públic (març de 2024) és l'import anotat en els 'comptes a termini' de la Reserva Federal.
<https://fiscaldata.treasury.gov/americas-finance-guide/national-debt/>
- I si els bancs no volen refinançar el deute del govern, comprant-ne més quan venç una part del deute? Quan el govern paga al banc el deute que acaba de vencer, hi ha una transferència del compte a termini del banc en el Banc Central al seu compte corrent. Però allà les reserves no propocionen cap rendibilitat (o, en condicions normals, molt baixa). En canvi, movent novament les reserves cap al compte a termini se n'obté una rendibilitat superior: la que pagui el deute públic. Per tant, si no hi ha alternatives de rendibilitat superior a la del deute, l'opció natural és refinançar-lo. En condicions de liquiditat massiva (entre 2015 i 2022 el BCE va executar un programa de compra massiva d'actius), no hi ha millor opció per a tota la liquiditat disponible que refinançar deute públic (en la plana web del Tresor d'Espanya, la

informació sobre les subhastes de Lletres del Tresor indica que la demanda de lletres és regularment molt superior, entre el doble i el triple, de l'oferta).

<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230302~41273ad467.en.html>

- En resum, el deute públic no és cap problema: és el manà que alimenta el sector financer⁹.

38. Es torna un govern més vulnerable si hi ha estrangers que compren deute públic?

- La resposta torna a dependre de si es tracta d'un Govern I o d'un Govern II. Un Govern II és més vulnerable pel fet de ser un Govern II, ja que no pot crear el diner que ha de pagar i, per tant, necessita aconseguir-lo (via impostos o via endeutament). Que el deute d'un Govern II el compri un nacional o un estranger no fa cap diferència substancial. L'única possible diferència és que el prestigi financer internacional del govern pateix més si no paga a un inversor estranger que si no paga a un inversor nacional.
- En general, amb independència de la nacionalitat del comprador del deute públic, un Govern II es pot entendre més vulnerable que un Govern I pel fet que un Govern II és usuari del seu diner i en canvi un Govern I n'és un creador. Un Govern II depèn més dels seus prestadors que no els prestadors del govern. Mantenir satisfets i tranquils aquests prestadors és convenient per a un Govern II. La tranquil·litat passa per no endeutar-se 'massa'; la satisfacció, per recompensar la compra del deute amb un interès atractiu. Com a resultat, un Govern II s'ha de preocupar que els prestadors (sobretot els internacionals, que tindran més capacitat de pressió i d'exigència d'adopció de polítiques) creguin que el seu nivell d'endeutament és 'pagable'. Si res els fa creure el contrari, exigiran una taxa d'interès més elevada per a prestar al govern i això en si mateix contribueix a estendre la idea que l'endeutament és menys pagable. La conseqüència és que un Govern II a prop de límit de l'endeutament que hom considera sostenible ha de renunciar a part de la seva sobirania, tot adoptant mesures de política econòmica (retallar despeses, apujar impostos, reduir prestacions monetàries, eliminar la prestació de serveis) que els prestadors internacionals veuen amb bons ulls. En la pràctica, doncs, un Govern II dependent dels prestadors internacionals és susceptible a ser víctima d'un xantatge, més o menys explícit: adopta les mesures que volem o no et refinancem.
- Per exemple, la segona reforma de la constitució espanyola (2011) va introduir una clàusula que dona prioritat al pagament del deute sobre les despeses domèstiques. És obvi a quins interessos serveix aquesta modificació, que no va ser sotmesa a referèndum.
- Un Govern I no s'immuta per qui li compri el deute. La visió convencional al respecte és difícil de pair. Posem que un govern estranger (d'un país Y) compra deute públic (d'un país X). La moneda d'X necessària per a adquirir el deute probablement prové de vendes de béns i serveis que Y ha fet a X. Avaluem l'intercanvi: el país X obté el fruit de l'esforç dels residents d'Y i a

⁹ La majoria dels bancs centrals tenen prohibit, per llei, finançar de manera automàtica i directa la despesa pública (i si es fa, que sigui de manera temporal, per imports limitats i a taxes de mercat). En concret, des dels anys 1980, s'ha estès la prohibició de comprar deute públic en els mercats primaris; vegeu Marco Arnone et al. (2007): *Central Bank Autonomy: Lessons from Global Trends*, IMF Working Paper, WP/07/88. Amb tot, un cop el deute està creat els bancs centrals no tenen restriccions per a comprar-los en els mercats secundaris. De fet, les operacions de mercat obert comporten sovint la compra o venda de títols de deute públic.

canvi pagar amb números anotats en els comptes del Banc Central d'X. Qui guanya amb aquest intercanvi? I quan toca pagar el deute, amb què paga el país X? Amb números més grans anotats en els comptes del seu Banc Central. En quin sentit es pot dir que X esdevé vulnerable a Y pel fet que Y compra deute d'X?

- L'única contraprestació efectiva a tenir diner d'una altra economia són béns o serveis d'aquesta altra economia. Però aquesta pèrdua de producció nacional (exportacions) és la contrapartida natural (justa) al que va provocar la sortida de diner cap a una altra economia: la importació de béns o serveis. La visió clàssica de la balança comercial és que les importacions es paguen amb exportacions.

39. Visió heterodoxa de la política fiscal, del dèficit i del deute públics

L'anomenada 'Teoria Monetària Moderna' (TMM) té una visió a grans trets oposada a la visió ortodoxa o convencional. Aquesta visió s'aplica a països que tenen Banc Central i, per tant, moneda, propis. És el cas de la majoria de països: EUA, Canadà, Austràlia, Regne Unit, Japó, Índia, Brasil, Rússia, Xina, Mèxic, Argentina... Espanya, i la resta de països de l'eurozona, no tenen ni Banc Central propi ni moneda pròpia: no són països monetàriament sobirans. Segons la TMM, el següent és vàlid per a països monetàriament sobirans¹⁰.

- Un govern no necessita recaptar impostos per a fer despesa pública. La visió ortodoxa considera que un govern és com un particular, que no pot gastar si abans no ingressa: primer es recapten impostos i després es fa la despesa. La visió heterodoxa manté que el govern és diferent: com que en última instància té el control de la seva moneda, pot crear-la a voluntat per a finançar la despesa pública; en aquest cas, primer es fa la despesa i després, si cal, ja es recaptarà.
- La funció dels impostos no és pas finançar la despesa pública, sinó regular la demanda agregada (quan es considera excessiva i es creen pressions inflacionistes, un augment dels impostos rebaixa la pressió). En la visió ortodoxa, la política monetària és la més efectiva per a controlar la inflació; en la visió heterodoxa, la política fiscal.
- Dèficit i deute públics no són en si mateixos cap problema econòmic, atès que un govern mai no pot fer fallida (a diferència d'un particular o d'una empresa). La raó és que un govern té el poder de crear el mitjà que liquida els seus deutes: un govern s'endeuta en la seva pròpia moneda i si cal la pot crear per a saldar el deute¹¹.
- El dèficit públic és un instrument per a assolir un objectiu, no pas una finalitat en si mateixa. La qüestió rellevant no és si el dèficit públic (o el deute públic) és 'massa elevat', sinó si compleix l'objectiu que el justifica: mantenir o impulsar l'activitat econòmica i mantenir o

¹⁰ Vegeu Warren Mosler (2010): *Los siete fraudes inocentes capitales de la política económica*, <http://mosler.economics.com/wp-content/uploads/2021/06/7-Fraudes-inocentes-capitales-1.pdf>, i/o la plana web d'en Bill Mitchell sobre Teoria Monetària Moderna, <http://bilbo.economicoutlook.net/blog/>, i/o Stephanie Kelton (2021): *El mito del déficit. La teoría monetaria moderna y el nacimiento de la economía de la gente*, Taurus.

¹¹ Una altra història és que un govern s'endeuti en moneda estrangera. Però per quin motiu fer-ho si es pot endeutar en moneda que ell mateix pot crear?

impulsar l'ocupació. La visió heterodoxa parla de 'despesa pública funcional': l'important de la despesa pública no és el seu volum sinó si serveix per a assolir objectius desitjables.

- Allò que converteix un nivell de dèficit o deute en problemàtic no és pas el seu nivell (sigui quin sigui) sinó si provoca una inflació excessiva. Per aquesta raó, no es defensa que el dèficit o el deute públics siguin sempre irrelevants. Però, a diferència de la visió ortodoxa, no s'accepta la idea que sempre siguin rellevants.
- El dèficit públic crea riquesa financera neta per al sector privat (la visió ortodoxa diu que no). Per la identitat de saldos (i, per a simplificar, suposant que el saldo exterior és zero),

$$\text{saldo sector privat} + \text{saldo sector públic} \equiv 0.$$

En conseqüència, si el sector privat desitja tenir una superàvit (vol acumular actius financers), és necessari que el sector públic estigui en dèficit (creï actius financers per al sector privat). Així que el dèficit públic no pren estalvis del sector privat, sinó que els crea.

- No hi ha efecte expulsió d'un augment de la despesa pública finançat amb deute públic. Quan el govern s'endeuta, no pren diners del sector privat: atès que, en gran part, els bancs compren els títols de deute públic, el paguen amb diners nous. Igual que amb un préstec privat, els bancs creen el diner (dipòsits, diner bancari) quan presten al govern. Això, si de cas, no pressiona a l'alça la taxa d'interès, sinó més aviat a la baixa.
- La despesa pública crea diner. Si la despesa pública es finança amb l'emissió de títols de deute públic i si aquests títols els compren els bancs creant-ne nous dipòsits, aquests dipòsits passen al sector privat no bancari quan el govern fa la despesa pública (compra béns i serveis i paga amb els dipòsits que han creat els bancs en comprar el deute públic). Això fa que la política fiscal sigui una política monetària més àgil i efectiva que la pròpia política monetària del Banc Central, atès que quan el govern paga compres o fa transferències fa arribar el nou diner bancari directament al sector privat i, si vol, una part específica del sector privat; en canvi, el Banc Central necessita la col·laboració d'uns intermediaris: els bancs¹².
- El pagament d'imposts destrueix diner. A la pràctica, un govern opera com un banc (amb l'única diferència que no crea diner bancari). Així, quan un contribuent ordena el seu banc el pagament d'un impost a càrrec dels seus dipòsits, el banc liquida part del dipòsit però la forma de diner que envia al govern no és el dipòsit (el dipòsit del propi banc) sinó reserves (del Banc Central). Un motiu és l'operativitat: els bancs no accepten dipòsits d'altres bancs, però sí reserves. Si el govern acceptés el dipòsit del banc com a pagament d'imposts, tindria limitada la capacitat d'emprar aquesta forma de diner per a pagar a altres bancs. Les reserves, no els dipòsits, són la forma 'natural' interbancària de diner. Que el pagament d'imposts destrueixi diner bancari reforça l'efectivitat de la política fiscal com a política monetària.

¹² Si es considera el sector privat no bancari, l'efecte net del dèficit públic és crear dipòsits (aquí es produeix la creació de riquesa financera neta per al sector privat no bancari: més dipòsits). Si es considera tot el sector privat (bancari i no bancari), aleshores els dipòsits es cancel·len (són actiu per al sector privat no bancari però passiu per al sector privat bancari). Amb tot, persisteix la creació de riquesa financera neta (ara per a tot el sector privat) perquè els bancs tenen els títols de deute públic (que són un actiu del sector privat però no pas un passiu del mateix sector: són un passiu del sector públic).

40. Neoliberalisme

El neoliberalisme és la doctrina segons la qual la millor política econòmica és 'deixar-ho tot al mercat' i eliminar intervencions públiques en l'economia. Les darreres dècades han presenciada una reorientació de la política econòmica cap al neoliberalisme. Els canvis associats amb la reorientació neoliberal de la política econòmica inclouen:

- descartar la política fiscal en favor de la política monetària;
- els objectius de política no es concentren en atur i creixement sinó en inflació i estabilitat de preus;
- atribuir les causes de l'atur al funcionament del mercat laboral i, en concret, a la seva 'inflexibilitat' (resistència a la baixa de salaris, dificultats d'acomiar treballadors...);
- el problema de l'atur només se soluciona a través de 'reformes' del mercat laboral i l'eliminació de les seves 'rigideses', associades amb el poder dels sindicats, els contractes laborals de llarga durada i les regulacions sobre el salari mínim;
- la solució al problema de l'atur no deriva de polítiques de demanda ni de polítiques industrials o regionals dissenyades per a enfrontar-se al problema de l'atur estructural;
- la liberalització i desregulació dels mercats (en particular, mercats financers) i l'eliminació de controls de capital que regulen el flux de capital entre països.

41. El liberalisme clàssic

El liberalisme clàssic defensava, per damunt de tot, la llibertat i l'autonomia individual. Com a conseqüència, propugnava polítiques econòmiques que:

- afavorien la llibertat de mercat i la llibertat econòmica;
- eren respectuoses amb els drets individuals;
- implicaven una intervenció limitada dels poders públics en l'economia;
- desregulaven l'activitat econòmica;
- minimitzaven el recurs als impostos (aranzels inclosos);
- no tenien caràcter social (no s'hi veia necessitat en un estat del benestar).

https://en.wikipedia.org/wiki/Classical_liberalism

El neoliberalisme és el liberalisme clàssic farcit d'esteroides. "Neoliberalism is characterized by the privatization of virtually every industry and the complete commercialization of culture. It's responsible for the rapidly increasing cost of healthcare, higher education, and hospitality (...) Instead of being reinvested to stimulate the economy, neoliberal profits are concentrated among executives."

"Neoliberalism is an economic philosophy turned into a social ideology; money comes first. Classical liberalism, on the other hand, began as a social philosophy and then turned into an economic framework. Classical liberal philosophers were writing about individual liberty during the era of monarchies; personal self-determination came first. Yet neoliberal sophists use this classical liberal language to justify economic policies that overwhelmingly infringe on individual liberties for the majority of the population."

42. Ordoliberalisme

L'ordoliberalisme és la variant alemanya del liberalisme econòmic. En la visió econòmica ordoliberal, els poders públics estan subordinats als interessos i necessitats del sector privat: la principal feina econòmica del govern és garantir les condicions per a què pugui fruir la llibertat de mercat i la competència entre els agents econòmics privats. El govern és arbitre i facilitador, no protagonista. La missió econòmica del govern és evitar la concentració en el mercat: monopolis i oligopolis distorsionen el bon funcionament d'una economia de mercat i, per mitjà de la captura política, soscaven la bona governança.

L'ordoliberalisme aplica la divisió de funcions a la política econòmica. D'una banda, la política monetària s'assigna al Banc Central, al qual s'encarrega la missió de garantir l'estabilitat financera i de preus i, a tal efecte, se l'aïlla de l'enfrontament polític en convertir-lo en un organisme 'tècnic'. De l'altra, la política fiscal s'atribueix al govern, qui té la responsabilitat d'equilibrar ingressos i despeses. En paral·lel, s'institucionalitza el diàleg entre sindicats i patronals com a instrument d'estabilització macroeconòmica.

Respecte de l'estat del benestar, l'ordoliberalisme no té un posicionament favorable ni desfavorable. L'ordoliberalisme defensa l'economia social de mercat com a model socioeconòmic. El fonament del model és una economia capitalista de lliure mercat on polítiques socials i regulació apropiades assegurin el bon funcionament de l'economia (principalment, assegurant la lliure competència). Com d'extenses i profundes siguin les polítiques socials (l'estat del benestar) resta indeterminat i dependre de l'economia o situació econòmica particular.

<https://en.wikipedia.org/wiki/Ordoliberalism>

43. Socialisme

En les relacions econòmiques entre sector públic i sector privat, el liberalisme clàssic i el neoliberalisme se situen en l'extrem on el paper del sector públic és residual o mínim. L'ordoliberalisme apuja el pes del sector públic, però es manté en una posició subordinada respecte del sector privat. El socialisme travessa a l'altre costat de l'escala i col·loca el sector públic en posició dominant respecte del sector privat.

Els diferents models socioeconòmics dits socialistes atribueixen un paper fonamental a la propietat pública o col·lectiva dels mitjans de producció i defensen la importància de la regulació de l'activitat econòmica privada (per causa de nombroses i serioses externalitats de l'activitat econòmica privada). En la versió 'central' del socialisme sector privat i públic coexisteixen. Fruit de la coexistència i col·laboració sorgeix el socialisme de mercat com a model socioeconòmic. Entre el socialisme de mercat i el capitalisme liberal hi hauria la tercera via de l'economia social de mercat de l'ordoliberalisme (que cerca compatibilitzar justícia social i liberalisme clàssic).

Els marxismes i les visions més extremes del socialisme arriben a l'altre extrem, defensant que el sector privat ha de ser residual o mínim. Amb l'eliminació del capitalisme de mercat es pretén evitar totes les externalitats negatives que s'hi generen espontàniament i inevitable en el sector

privat, concretades en crisis econòmiques d'alt cost social i econòmic i en distribucions immoralment desiguals de riquesa.

<https://en.wikipedia.org/wiki/Socialism>

https://en.wikipedia.org/wiki/Market_socialism

El model socioeconòmic d'economia mixta barreja institucions del capitalisme (economia de mercat, empreses privades) i del socialisme de mercat (empreses públiques, regulació de l'activitat econòmica privada).

https://en.wikipedia.org/wiki/Mixed_economy

44. El model socioeconòmic de la constitució espanyola

La constitució espanyola sembla adoptar un model d'economia mixta, tot i que deixa marge per a transitar fins a un model de socialisme de mercat proper a una economia planificada característica del marxisme.

- Art. 38: "Se reconoce la libertad de empresa en el marco de la economía de mercado. Los poderes públicos garantizan y protegen su ejercicio y la defensa de la productividad, de acuerdo con las exigencias de la economía general y, en su caso, de la planificación."
- Art. 40.1: "Los poderes públicos promoverán las condiciones favorables para el progreso social y económico y para una distribución de la renta regional y personal más equitativa, en el marco de una política de estabilidad económica. De manera especial realizarán una política orientada al pleno empleo."
- Art. 41: "Los poderes públicos mantendrán un régimen público de Seguridad Social para todos los ciudadanos..."
- Art. 128.1: "Toda la riqueza del país en sus distintas formas y sea cual fuere su titularidad está subordinada al interés general."
- Art. 128.2: "Se reconoce la iniciativa pública en la actividad económica."
- Art. 131.1: "El Estado, mediante ley, podrá planificar la actividad económica general para atender a las necesidades colectivas, equilibrar y armonizar el desarrollo regional y sectorial y estimular el crecimiento de la renta y de la riqueza y su más justa distribució."

45. Previsions de dèficit públic a Espanya

La primera taula de la dreta mostra la variació del dèficit a les administracions públiques d'Espanya. La segona mostra projeccions fetes el març de 2018 (segons presentació del *Tesoro Público* a inversors aquell mes).

Net Lending(+)/Borrowing. (% of GDP. Excl. Financial Sector One-Offs)						
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Central Government	-5.4	-4.3	-4.5	-3.6	-2.6	-2.52
Autonomous Regions	-3.4	-1.9	-1.6	-1.8	-1.7	-0.82
Local Governments	-0.4	0.3	0.6	0.5	0.5	0.64
Social Security Administrations	-0.1	-1.0	-1.1	-1.0	-1.2	-1.62
General Government	-9.3	-6.8	-6.7	-5.9	-5.1	-4.33

Net Lending(+)/Borrowing. (% of GDP. Excl. Financial Sector One-Offs)					
	2016	2017	2018	2019	2020
Central Government	-2.48	-1.0	-0.8	-0.3	0.0
Autonomous Regions	-0.84	-0.6	-0.4	-0.1	0.0
Local Governments	0.61	0.0	0.0	0.0	0.0
Social Security Administrations	-1.59	-1.4	-1.1	-0.9	-0.5
General Government	-4.29	-3.0	-2.3	-1.3	-0.5

La taula a continuació indica les previsions publicades el 28 d'abril de 2023. Un tret comú d'aquestes estimacions és la seva escassa fiabilitat. A tall d'exemple, la projecció de 2018 (segona taula) era un dèficit públic de 0% per a 2020; la realitat que mostra la tercera taula és dèficit del 7,7% (es podrà al·legar que el 2020 va ser any de pandèmia; el cas és que sempre hi haurà algun factor no anticipat significatiu que invalidi la previsió: la incògnita és el seu marge d'error).

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Administración Central	-7,7	-6,1	-3,1	-3,1	-3,0	-2,8	-2,8
Comunidades Autónomas	-0,2	-0,1	-1,1	-0,3	0,0	0,1	0,1
Corporaciones Locales	0,2	0,3	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,2
Seguridad Social	-2,5	-1,0	-0,5	-0,5	-0,2	-0,1	0,0
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS	-10,1	-6,9	-4,8	-3,9	-3,0	-2,7	-2,5

<https://www.hacienda.gob.es/Documentacion/Publico/GabineteMinistro/Notas%20Prensa/2023/S.E.PRESUPUESTOS-Y-GASTOS/28-04-23-Presentacion-Programa-Estabilidad-2023-2026.pdf>

La taula a continuació mostra les previsions macroeconòmiques del govern d'Espanya, publicades el 28/04/2023 ('Escenario macroeconómico 2023-26'), on el percentatge de variació és respecte de l'any anterior i (b) és 'Ocupació equivalent a temps complet'.

	2022	Previsiones			
		2023	2024	2025	2026
PIB real por componentes de demanda					
Gasto en consumo final nacional privado (a)	4,4	2,1	3,0	1,7	1,9
Gasto en consumo final de las A.A.PP.	-0,7	1,9	0,9	0,7	0,8
Formación bruta de capital fijo	4,6	0,9	5,0	2,4	0,9
Bienes de equipo y activos cultivados	4,1	0,4	5,7	1,3	0,9
Construcción	4,7	0,2	5,2	3,3	0,6
Demanda Nacional (*)	3,1	1,7	2,9	1,6	1,4
Exportación de bienes y servicios	14,4	1,5	2,5	2,2	1,9
Importación de bienes y servicios	7,9	0,7	3,9	1,9	1,3
Saldo exterior (*)	2,4	0,4	-0,5	0,1	0,3
PIB real	5,5	2,1	2,4	1,8	1,7
PRECIOS					
Deflactor del PIB	4,3	4,0	3,5	2,1	1,9
Deflactor del consumo privado	6,8	3,9	3,2	2,0	1,9
MERCADO LABORAL					
Empleo total (b)	3,8	2,1	2,3	1,6	1,5
Tasa de paro (% población activa)	12,9	12,2	10,9	10,3	9,8
SECTOR PUBLICO (% PIB)					
Cap (+) / Nec (-) financiación A.A.PP.	-4,8	-3,9	-3,0	-2,7	-2,5
SECTOR EXTERIOR (% PIB)					
Cap(+) / Nec(-) financiación frente Resto del Mundo	1,5	2,4	2,1	1,9	1,8

https://www.thespanisheconomy.com/Documents/20230428_Escenario_Macroeconomico_es.pdf
<https://www.hacienda.gob.es/CDI/Varios/20230428-Escenario-Macroeconomio-2023a2026.pdf>

Les taules de la pàgina següent indiquen les projeccions del govern de 2024 a 2031, publicades el 15 d'octubre de 2024 en el 'Plan fiscal y estructural de medio plazo 2025-2028' (<https://portal.mineco.gob.es/es-es/economiaayempresa/EconomiaInformesMacro/Documents/Infor>

Cuadro 1 Compromiso fiscal

		2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Gasto primario neto financiado a nivel nacional	(tasa de crecimiento)	5,3	3,7	3,5	3,2	3,0	3,0	2,5	2,4
	(tasa de variación acumulada)	5,3	9,2	13,0	16,6	20,1	23,7	26,8	29,9

Fuentes: Ministerio de Economía, Comercio y Empresa con base en la metodología DSA de la Comisión.

Cuadro 2 Principales variables

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
		Variación anual (%)							
PIB potencial	1,9	1,9	2,0	2,1	1,8	1,6	1,6	1,2	1,1
Deflactor del PIB	6,2	3,1	2,7	2,4	2,4	2,4	2,3	2,3	2,3
		% PIB							
Capacidad/necesidad de financiación neta	-3,5	-3,0	-2,5	-2,1	-1,8	-1,6	-1,5	-1,2	-0,8
Saldo estructural	-3,3	-3,1	-2,9	-2,5	-2,0	-1,5	-1,2	-0,8	-0,5
Saldo estructural primario	-0,9	-0,6	-0,2	0,2	0,7	1,1	1,5	1,9	2,3
Deuda bruta	105,0	102,5	101,4	100,1	98,4	96,6	94,8	92,8	90,6
Variación de la deuda bruta	-4,4	-2,5	-1,1	-1,3	-1,7	-1,8	-1,8	-2,0	-2,3

46. Regles de política fiscal

- Regla d'or de la política fiscal: el govern manlleua per a invertir, no pas per a finançar despesa corrent.
- Regla d'or de l'estabilitat pressupostària, formulada com a límit constitucional de dèficit públic.

47. Estabilitat pressupostària constitucional a Espanya

- Esmena de pressupost equilibrat. El setembre de 2011 es va modificar la Constitució de 1978 (la segona modificació en 33 anys) per a establir que el dèficit estructural (el dèficit independent del cicle econòmic) no podia superar el 0,4% del PIB i per a donar prioritat al pagament del deute públic.
- Art. 135.1: "Todas las Administraciones Públicas adecuarán sus actuaciones al principio de estabilidad presupuestaria."
- Art. 135.2: "El Estado y las CCAA no podrán incurrir en un déficit estructural que supere los márgenes establecidos, en su caso, por la Unión Europea para sus Estados Miembros. Una ley orgánica fijará el déficit estructural máximo permitido al Estado y a las CCAA, en relación con su producto interior bruto. Las Entidades Locales deberán presentar equilibrio presupuestario."
- Art. 135.3: "El Estado y las Comunidades Autónomas habrán de estar autorizados por ley para emitir deuda pública o contraer crédito. Los créditos para satisfacer los intereses y el capital de la deuda pública de las Administraciones se entenderán siempre incluidos en el estado de gastos de sus presupuestos y su pago gozará de prioridad absoluta. Estos créditos no podrán

ser objeto de enmienda o modificación, mientras se ajusten a las condiciones de la ley de emisión.”

- Art. 135.3: “El volumen de deuda pública del conjunto de las Administraciones Públicas en relación con el PIB del Estado no podrá superar el valor de referencia establecido en el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.”
- Art. 135.4: “Los límites de déficit estructural y de volumen de deuda pública sólo podrán superarse en caso de catástrofes naturales, recesión económica o situaciones de emergencia extraordinaria que escapen al control del Estado...”

<http://www.congreso.es/consti/constitucion/indice/titulos/articulos.jsp?ini=128&fin=136&tipo=2>

48. La ‘regla de gasto’ espanyola

La Llei Orgànica 2/2012, de 27 d’abril, d’Estabilitat Pressupostària i Sostenibilitat Financera estableix que la variació anual de la despesa pública no podrà superar la taxa de variació a mitjà termini del PIB nominal, excepte per l’augment que pugui finançar-se amb ingressos addicionals permanents (art. 12). L’objectiu de déficit públic per a 2017 del govern d’Espanya va ser 3,1% del PIB. L’objectiu per a 2018, del 2,2%. La taula més avall mostra els objectius per a 2023, 2024 i 2025 segons l’actualització del Programa d’Estabilitat d’abril de 2023.



<http://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2012-5730>

<https://www.airef.es/es/contenidos/noticias/436-quieres-conocer-la-regla-de-gasto>

<http://www.elmundo.es/economia/macroeconomia/2018/04/05/5ac4c7cf22601de5588b45a7.html>

	2023		2024		2025	
	Programa Estabilidad Anterior	Programa Estabilidad Actual	Programa Estabilidad Anterior	Programa Estabilidad Actual	Programa Estabilidad Anterior	Programa Estabilidad Actual
Administración Central	-3,4	-3,1	-3,6	-3,0	-3,2	-2,8
Comunidades Autónomas	-0,1	-0,3	0,2	0,0	0,2	0,1
Entidades Locales	0,2	0,0	0,3	0,2	0,2	0,1
Fondos de la S. Social	-0,5	-0,5	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1
TOTAL	-3,9	-3,9	-3,3	-3,0	-2,9	-2,7

<https://www.hacienda.gob.es/Documentacion/Publico/GabineteMinistro/Notas%20Prensa/2023/S.E.PRESUPUESTOS-Y-GASTOS/28-04-23-Presentacion-Programa-Estabilidad-2023-2026.pdf>

“El artículo 15.5 de la Ley Orgánica 2/2012, de 27 de abril, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera, establece que el Ministerio de Economía y Competitividad, previa consulta al Banco de España, y teniendo en cuenta las previsiones del Banco Central Europeo y de

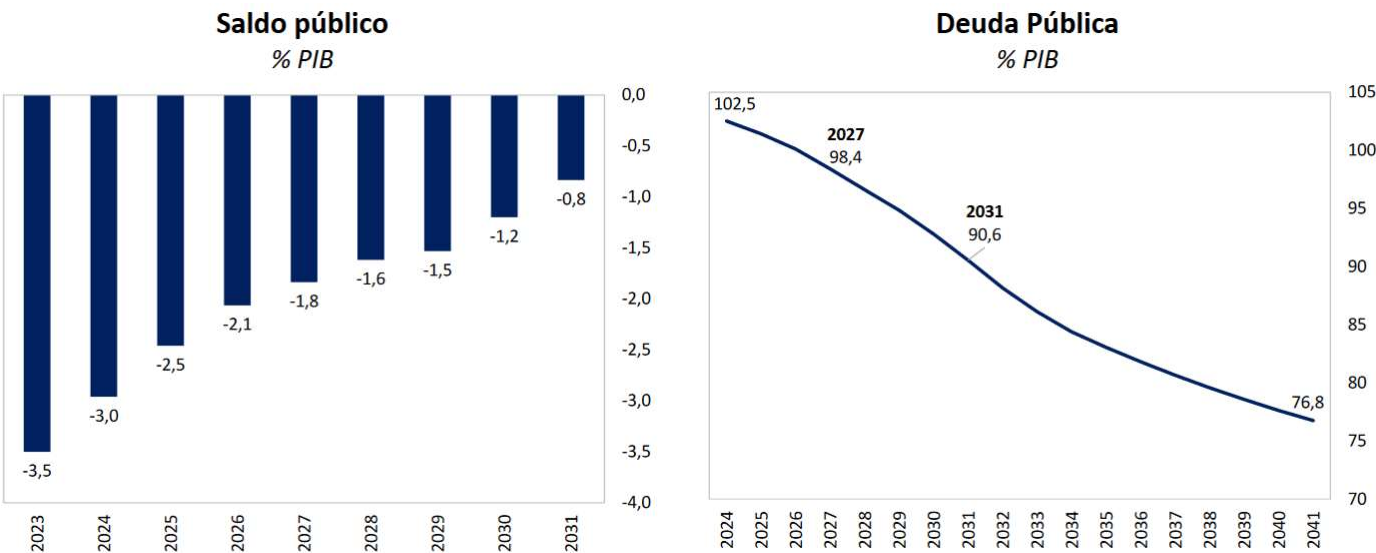
la Comisión Europea, elaborará un informe anual en el que se evalúe la situación económica que se prevé para cada uno de los años contemplados en el horizonte temporal de fijación de los objetivos de estabilidad presupuestaria y de deuda pública (referidos a los tres ejercicios siguientes).

El informe contendrá el cuadro económico de horizonte plurianual en el que se especificará, entre otras variables, la previsión de evolución del Producto Interior Bruto, la brecha de producción, la tasa de referencia de la economía española prevista en el artículo 12 de esta Ley y el saldo cíclico del conjunto de las Administraciones Públicas, distribuido entre sus subsectores.

Desde el año 2024, se ha dejado de publicar el documento resumen del escenario macroeconómico.”

<https://www.hacienda.gob.es/es-ES/CDI/Paginas/EstabilidadPresupuestaria/InformacionGeneral/EscenarioMacroeconomico.aspx>

Les gràfiques a continuació provenen de la presentació del Pla Fiscal i Estructural 2025-2028 (<https://www.hacienda.gob.es/es-ES/CDI/Paginas/EstabilidadPresupuestaria/InformacionGeneral/Plan-Fiscal-Estructural.aspx>).



https://portal.mineco.gob.es/RecursosNoticia/mineco/prensa/noticias/2024/20241015_ppt_cmin_VF.pdf

La taula següent (del Pla Fiscal i Estructural 2025-2028) projecta la dinàmica del deute i del dèficit públics d’Espanya.

Cuadro 16 Previsiones de deuda y saldo global e hipótesis subyacentes (con arreglo al escenario de referencia basado en el mantenimiento de la política fiscal)

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041
Ratio deuda / PIB	105,0	102,5	101,3	100,3	99,4	98,9	98,9	99,2	99,9	100,9	102,3	103,9	106,0	108,1	110,2	112,4	114,7	116,9	119,2
Saldo público	-3,5	-3,0	-2,7	-2,6	-2,7	-3,0	-3,4	-3,7	-4,0	-4,3	-4,6	-4,9	-5,2	-5,5	-5,7	-6,0	-6,2	-6,4	-6,6
Saldo estructural primario	-0,9	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Costes de envejecimiento	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,4	-0,8	-1,0	-1,2	-1,4	-1,6	-1,7	-1,9	-2,0	-2,2
Saldo cíclico	-0,1	0,4	0,6	0,7	0,5	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
One-offs	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gasto en intereses	-2,4	-2,5	-2,7	-2,7	-2,6	-2,6	-2,7	-2,9	-3,0	-3,1	-3,2	-3,3	-3,4	-3,5	-3,6	-3,6	-3,7	-3,8	-3,8
Tipo de interés implícito	2,4	2,6	2,8	2,8	2,7	2,7	2,9	3,0	3,1	3,2	3,3	3,3	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
Ajuste stock-flujo	1,2	0,4	1,1	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
PIB potencial	1,9	1,9	2,0	2,1	1,8	1,6	1,6	1,2	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,1	1,2	1,3	1,5	1,6	1,7
PIB real	2,7	2,7	2,4	2,2	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,1	1,2	1,3	1,5	1,6	1,7
Output Gap	-0,1	0,7	1,1	1,2	0,8	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Defactor del PIB	6,2	3,1	2,7	2,4	2,4	2,4	2,3	2,3	2,3	2,3	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,1	2,1
PIB nominal	9,1	5,9	5,1	4,7	3,8	3,6	3,5	3,5	3,4	3,4	3,3	3,3	3,2	3,3	3,4	3,5	3,6	3,8	3,9

Les taules a continuació provenen de l'actualització del Pla d'Estabilitat 2023-28 (https://portal.mineco.gob.es/RecursosArticulo/mineco/economia/macro/Programa_Estabilidad/Programa_Estabilidad_2023-2026.pdf).

Cuadro 2.4. **Perspectivas macroeconómicas**

	2022	2022	2023	2024	2025	2026
	Nivel	Variación anual (%)				
1. PIB real	109	5,5	2,1	2,4	1,8	1,7
2. PIB nominal	1.327	10,0	6,1	5,9	3,9	3,6
3. Gasto en consumo final nacional privado	106	4,4	2,1	3,0	1,7	1,9
4. Gasto en consumo final de las AAPP	112	-0,7	1,9	0,9	0,7	0,8
5. Formación bruta de capital fijo	116	4,6	0,9	5,0	2,4	0,9
6. Variación de existencias (% del PIB)		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
7. Exportación de bienes y servicios	121	14,4	1,5	2,5	2,2	1,9
8. Importación de bienes y servicios	121	7,9	0,7	3,9	1,9	1,3
9. Demanda nacional final (contribución)		3,3	1,7	2,9	1,6	1,4
10. Variación de existencias (contribución)		-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
11. Saldo exterior (contribución)		2,4	0,4	-0,5	0,1	0,3

Cuadro 2.7. **Saldos sectoriales**

	2022	2023	2024	2025	2026
	% del PIB				
1. Capacidad de financiación frente al resto del mundo	1,5	2,4	2,1	1,9	1,8
- Saldo de bienes y servicios	1,4	1,7	1,3	1,5	1,8
- Saldo de rentas primarias y transferencias corrientes	-0,8	-0,7	-0,8	-0,9	-1,0
- Cuenta de capital	0,9	1,5	1,6	1,3	1,0
2. Capacidad de financiación del sector privado	6,3	6,3	5,1	4,6	4,3
3. Capacidad de financiación del sector público	-4,8	-3,9	-3,0	-2,7	-2,5

Cuadro 5.4. **Previsiones con sesgos importantes**

Variación anual salvo indicación de lo contrario

	2018		2019		2020		2021		2022	
	Prev	Real	Prev	Real	Prev	Real	Prev	Real	Prev	Real
1. PIB real	2,7	2,6	2,2	2,0	-9,2	-10,8	6,5	5,1	4,3	5,5
2. PIB nominal	4,3	3,6	3,9	3,6	-10,1	-9,9	7,8	7,4	8,5	10,0
Componentes del PIB real										
3. Gasto en consumo final nacional privado	2,0	2,3	1,9	1,1	-8,8	-12,1	7,3	4,6	4,1	4,4
4. Gasto en consumo final de las AAPP	1,1	2,1	1,9	2,3	2,5	3,8	2,5	3,1	2,0	-0,7
5. Formación bruta de capital fijo	4,7	5,3	4,0	1,8	-25,5	-11,4	10,3	4,3	9,3	4,6
6. Variación de existencias (% del PIB)	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	-0,3	0,0	0,5	0,0	-0,2
7. Exportación de bienes y servicios	4,8	2,3	2,7	2,6	-27,1	-20,2	9,2	14,7	7,8	14,4
8. Importación de bienes y servicios	4,1	3,5	3,1	1,2	-31,0	-15,8	10,3	13,9	9,1	7,9
Contribuciones al crecimiento del PIB real										
9. Demanda nacional final	2,3	2,8	2,3	1,4	-9,7	-8,5	6,7	4,1	4,6	3,3
10. Variación de existencias	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	-0,3	0,0	0,5	0,0	-0,2
11. Saldo exterior	0,4	-0,3	-0,1	0,5	0,5	-2,0	-0,2	0,5	-0,3	2,4
Evolución de precios										
1. Deflactor del PIB	1,5	1,0	1,6	1,6	-1,0	1,1	1,2	2,2	4,0	4,3
2. Deflactor del consumo privado	1,4	1,6	1,2	1,2	-1,5	0,2	0,8	1,9	6,1	6,8
3. Deflactor del consumo público	1,1	1,1	2,0	1,9	1,8	1,4	0,9	2,1	3,1	6,0
4. Deflactor de la formación bruta de capital fijo	2,4	1,9	2,5	4,8	-2,6	1,6	1,7	1,9	5,7	6,7
5. Deflactor de las exportaciones (b. y ss.)	1,2	1,2	1,5	0,3	-2,4	-0,9	3,6	6,8	8,5	14,3
6. Deflactor de las importaciones (b. y ss.)	1,3	3,1	1,6	1,2	-2,4	-2,2	2,8	8,1	12,1	22,3
Mercado de trabajo										
1. Ocupados total	2,6	2,1	2,0	2,1	-5,2	-4,2	2,0	2,4	2,6	2,8
2. PETC	2,5	2,5	2,1	2,3	-9,7	-7,5	4,0	6,6	3,0	3,8
3. horas efectivamente trabajadas	2,0	2,8	2,7	1,5	-9,7	-12,1	7,6	7,0	3,4	4,1
4. Productividad por ocupado	0,1	0,4	0,2	-0,1	-4,2	-7,0	4,4	2,7	1,7	2,6
5. Productividad por PETC	0,2	0,1	0,1	-0,3	0,5	-3,6	2,4	-1,4	1,3	1,6
6. Productividad por hora trabajada	0,7	-0,2	-0,4	0,5	0,5	-0,5	-0,9	-1,8	0,8	1,3
7. Remuneración por asalariado	1,2	0,8	2,1	2,0	2,0	1,4	0,9	-0,6	3,2	2,0
8. Coste Laboral Unitario	1,0	0,8	1,9	2,3	1,5	5,2	-1,5	0,8	1,9	0,4
9. Remuneración de asalariados	3,8	4,1	4,3	4,7	-8,0	-5,4	4,4	5,4	6,9	6,5
10. Tasa de desempleo	15,5	15,3	13,8	14,1	19,0	15,5	15,2	14,8	12,8	12,9
Saldos sectoriales % del PIB										
1. Capacidad de fin. frente al resto del mundo	1,9	1,5	1,2	2,3	1,8	1,1	2,2	1,9	1,0	1,5
Saldo de operaciones corrientes	1,7	0,9	0,7	2,0	1,4	0,7	0,4	1,0	-0,4	0,6
- Saldo de bienes y servicios	2,9	2,0	1,8	2,8	3,6	1,5	1,5	1,5	0,0	1,4
- Saldo de rentas primarias y transf.corrientes	-1,2	-1,0	-1,1	-0,8	-2,2	-0,8	-1,2	-0,6	-0,4	-0,8
- Cuenta de capital	0,2	0,5	0,5	0,3	0,4	0,4	1,8	0,9	1,4	0,9
2. Capacidad de fin. del sector privado	4,2	3,9	3,2	5,2	12,1	12,1	10,6	8,8	6,0	6,3
3. Capacidad de fin. del sector público	-2,2	-2,5	-2,0	-2,8	-10,3	-11,0	-8,4	-6,9	-5,0	-4,8

49. El 'techo de gasto' espanyol

El sostre de dèficit espanyol és un dels mecanismes per a aconseguir l'estabilitat pressupostària. És el nivell màxim de despesa no financera que poden fer les administracions públiques. Es calcula cada any a partir del pressupost executat de l'any anterior. El sostre de despesa en 2016 va ser de 123.394 milions d'euros, un 4,4% inferior al sostre de 2015. En 2017, 118.337 milions d'euros. En 2018, 119.834 milions d'euros. El sostre per a 2023 (aprobat el 22 d'agost de 2022 i que torna a assolir un màxim) és 198.221 milions d'euros (un 1,1% més que els 196.142 de 2022).

<https://www.hacienda.gob.es/es-ES/Prensa/En%20Portada/2022/Paginas/20220726-TECHO-GASTO-2023.aspx>

“Límite de gasto no financiero para 2025

María Jesús Montero ha avanzado que el límite de gasto no financiero nacional -el techo de gasto- sin incluir los fondos europeos alcanzará los 195.353 millones de euros, un 3,2% más que en 2024, en concreto 6.138 millones más (...) El límite de gasto no financiero total, incluyendo los fondos europeos, se sitúa en 199.171 millones de euros.”

<https://www.lamoncloa.gob.es/consejodeministros/resumenes/paginas/2024/160724-rueda-de-prensa-ministros.aspx>

Atès que el Congrés dels Diputats no va aprovar els Pressuposts Generals de 2025, el govern d'Espanya va aprovar la pròrroga dels Pressuposts de 2024.

<https://www.rtve.es/noticias/20240924/claves-techo-gasto-senda-estabilidad-consecuencias/16259113.shtml>

50. El sostre de deute públic espanyol

La Llei Orgànica 2/2012, de 27 d'abril, d'Estabilitat Pressupostària i Sostenibilitat Financera manté que el volum de deute públic no podrà superar el 60% del GDP nominal (art. 13). El 44% del límit correspon a l'administració central, el 13% a les comunitats autònomes i el 3% a les corporacions locals. “El pago de los intereses y el capital de la deuda pública de las AAPP gozará de prioridad absoluta frente a cualquier otro gasto.” (art. 14)

<http://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2012-5730>

1,548,679,339,137 €

Deute públic, Espanya, 8 maig 2023: pagant un euro per segon, cadrien 49.108,29 anys per a pagar-lo

1,656,175,380,702 €

Deute públic, Espanya, 17 març 2025, 21.00

<https://commodity.com/data/spain/debt-clock/>