



EKONOMIA
ETA ENPRESA
FAKULTATEA
FACULTAD
DE ECONOMÍA
Y EMPRESA

Ekonomia eta Enpresa Fakultatea – Gipuzkoako Atala

Enpresen Administrazio eta Zuzendaritza Gradua

Gradu Amaierako Lana

ZORPETZEA PANDEMIA GARAIAN

Leire Salgueiro Brun

Tutorea: Andoni Maiza

2022ko uztaila

AURKIBIDEA

1.	SARRERA	4
2.	MARKO TEORIKOA	6
2.1	Zorpetzearen onurak	7
2.1.1	Epe luzerako hazkundera sustatzea	7
2.1.2	Epe laburreko gorabehera makroekonomikoak egonkortzea	7
2.1.3	Aktibo seguruak ematea	7
2.2	Zorpetzearen kostuak	8
2.2.1	Zorraren iraunkortasunaren narriadura	8
2.2.2	Finantza-krisiarekiko kalteberatasuna areagotzea	9
2.2.3	Gobernuaren jarduna mugatzea atzeraldietan	10
2.2.4	Zerga-politikaren eraginkortasuna murriztea	10
2.2.5	Inbertsioa eta hazkundera moteltzea	10
2.3	Zor uholdeak	11
2.3.1	Lehen zor uholdea	11
2.3.2	Bigarren zor uholdea	12
2.3.3	Hirugarren zor uholdea	14
3.	PANDEMIAREN TESTUINGURUA	15
3.1	Zuzeneko eragina ekoizpen globalean	15
3.2	Hornidura- eta banaketa-kateak etetea	16
3.3	Finantza-ondorioak enpresetan eta burtsa-merkatuetan	17
3.4	Espainiaren kasua	17
4.	PANDEMIAREN ERAGINA ZOR PUBLIKOAN	19
4.1	Barne Produktu Gordina (BPG)	19
4.2	Gastu publikoa	20
4.3	Zor publikoa	23
4.4	Espainiaren kasua	29
5.	PANDEMIAREN ERAGINA ZOR PRIBATUAN	31
5.1	Aurrezki-tasa	31

5.2 Kontsumoa	33
5.3 Zor pribatua	34
6. EUROPAKO BANKU ZENTRALAREN DILEMA	37
6.1 Euroguneko zor publikoaren sentiberatasuna interes-tasaren igoera baten aurrean	37
6.2 Inflazioaren eboluzioa eurogunean: Errusiak Ukrainiari eraso	39
6.2.1 Errusiaren Ukrainiako eraso	40
6.3 Europako Banku Zentralaren dilema politika monetarioarekin	42
6.3.1 Politika monetario hedatzailearen eta murriztailearen oinarritzko ondorioak	42
6.3.2 Europako Banku Zentralaren dilema	44
7. ONDORIOAK	47
8. BIBLIOGRAFIA	49

1. SARRERA

Zorraren izaerari buruzko eztabaidak ugaritzen ari dira arduradun politiko eta iritzi publikoaren artean. Alde batetik, zorra (bereziki gobernuen zor subiranoa) berez arazotsua dela antzematen da, eta finantza-krisiak eta kapitalen ihesa eragin ditzake, batez ere garapen-bidean dauden herrialdeetan. Bestetik, azken bi hamarkadetako krisialdi errepikatuertarako politika makroekonomiko gogokoenaren irtenbidea moneta-politika oso laxoa izan da, eta horrek zorraren maila handitzea ekarri du.

Batzuen ustez eragile pribatuak (etxeak eta enpresek) hartutako zorra merkatura bideratuago dago, eta, beraz, bideragarriagoa da gobernuak hartutako zorra baino. Hala ere, esperientzia berriak argi erakutsi du zordun pribatuak ez betetzeko joera handiagoa dutela, eta, normalean, estatuak esku hartu behar dutela eragile pribatuen zor kobraezinak ziurtatzeko, bermatzeko eta, azken buruan, beren gain hartzeko.

Okerreko ideia horiek are gehiago zabaldu dira pandemian, zorraren bidez finantzaturako gastu publikoa masiboki handitzea eskatu baitu. Osasun-krisia hasi baino askoz lehenago, munduko hainbat herrialde oso zorpetuta zeuden. Munduko finantza-krisiaren ondorengo aldirian, munduko zorra asko handitu zen (Ghosh, 2021).

Gradu Amaierako Lan honetan zorraren garapena pandemia garaian aztertuko dut, bai zor subiranoarekiko (zor publikoa) eta baita zor pribatuarekiko ere. Lan hau aukeratzearren arrazoi nagusia gaia bera izan zen. Gradua hasi nuenetik, makroekonomia izan da nire irakasgai gustukoena eta lan honek gai horretan sakontzen ahalbidetuko zidala uste nuen. Gainera, tutorea hainbat aldirian irakasle gisa izan nuen eta uneoro oso ondo moldatu naiz berarekin. Haren metodoa ezaguna nuen eta nire lan egiteko erarekin oso bateragarria da. Bere laguntza ezinbestekoa izan da lan hau egituratu eta garatu ahal izateko, baita momentu zailetan beharrezko bultzada emateko ere.

Lanaren metodologiari dagokionez, analisi gehiena iturri ofizialetako datu baseetan oinarrituko dut. Bertatik aterako dut zenbakizko informazio gehiena. Hainbat aldagai ezberdinekin egingo dut lan. Horretarako, dokumentu batean bilduko dut informazio guztia gero bertatik data eta eremu geografikoekin jolasteko eta beharrezko informazioa egokitzeko. Gainera, horrek grafikoak sortzea ahalbidetuko dit testuari euskarri bisuala emateko.

Zorraren analisia egin eta pandemiak eragindako aldaketak ulertu ahal izateko, funtsezkoa da zorraren eboluzioa urteetan zehar aztertzea. Lehendabizi, bigarren kapituluan, zorraren onurak eta kostuak aztertuko ditut. Pandemia garaiko zor metaketa ulertu eta alderatu ahal izateko beste erreferentzia historikoak behar ditut. Horregatik, beste krisialdiei eta beste zor metaketa garaiei buruz arituko naiz. Ondoren, hirugarren kapituluan, analisiaren garai historikoa deskribatuko dugu pandemiari buruzko testuingurua azalduz, betiere ikuspuntu ekonomiko bat kontuan izanda.

Jarraian, laugarren eta bosgarren kapituluetan, zorpetzearen eboluzioa aztertuko dut. Horretarako, Eurogunea hartu dut eremu geografiko bezala, alde batetik,

pandemiaren eragina gehien sufritu duen eremuetako bat delako eta, bestetik, gertukoa dugulako. Zor publikoak izandako aldaketak ulertu ahal izateko, funtsezkoa da beste hainbat aldagai ekonomiko aztertzea, esate betarako, BPGa eta gastu publikoa (zor publikoaren ratioan eragin zuzena baitute). Zor pribatuaren kasuan, bestetik, aurrezki-tasari eta kontsumo pribatuari erreparatzea beharrezkoa iruditu zaigu.

Seigarren kapituluan zorpetzean egungo egoeran duen inpaktua labur aztertuko dut. Horretarako, inflazioak eta Errusiaren Ukrainako inbasioak sortutako arazo ekonomikoak azalduko ditut. Halaber, Europako Banku Zentralak (EBZ) egun aurre egin beharreko dilema aipatuko dut aukera ezberdinak eta hartutako erabakiak aurkeztuz. Bukatzeko, azken atalean, lan honen ondorio nagusiak jasotzen ditut.

Jakina, ondorio horiek lanaren helburu nagusiekin lotuta daude, eta, horren harira, argi dago lan honen helburu nagusia zorrak pandemia garaian izandako portaera aztertzea eta ulertzea dela, eta analisi hori zuzena izateko zor publikoaren eta zor pribatuaren banaketa egingo dugu. Bigarren helburu nagusia, egungo egoeran zorpetzeak eragindako problema azaltzea da, inflazioak eta atzeraldiak bat egin baitezakete.

Pandemiaren konfinamenduan, askok telebistari itsatsita bizi ginen, eguneroko albisteen zain. Osasun-larrialdiari buruzko albisteak ez ziren onak, baina egoera ekonomikoari buruzkoak ez ziren atzean geratzen. Azken hamarkadetako krisi ekonomikorik handienetako batean sartzen ari ginela zirudien, eta urteak beharko genituzkeela putzutik ateratzeko. Lan honen bidez jakin nahi dut zorpetzearekin benetan zer gertatu zen, egoera esaten zen bezain larria al zen eta hartutako neurriak egokiak izan ziren ala ez.

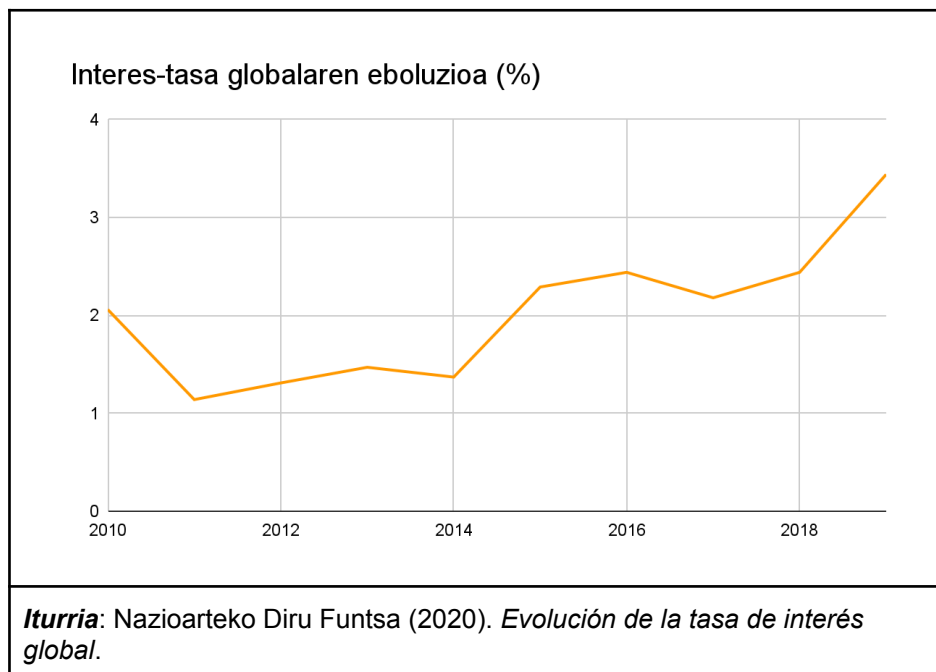
Metodologiari dagokionean, lan honek informazio bilaketa zabala eskatzen du eta horretarako, iturri ofizialetara jotzea. Nire helburuetako bat estatistika-institutuek eta finantza-erakundeek webgune ofizialek eskaintzen dituzten datu guztiak ulertzen ikastea da. Datu horiek guztiek zer esan nahi duten jakitea eta horietatik ondorio objektiboak atera ahal izatea.

Azkenik, lan honen bidez, neure iritzi kritikoa eraikitzeke gai izan nahi nuke (gai honetarako zehazki orain eta beste batzuentzat etorkizunean). Orain arte egindako lan gehienak ezarritako gidoi batean oinarritzen ziren, eta oso emaitza zehatzak lortu behar genituen. Lan honekin hutsetik abiatu nahi nuke. Ikerketaren mundua ezagutu nahi dut, analisiaren azken emaitzak benetan zeintzuk izango diren jakin gabe lan egiten ikasi. Lan honen helburua da nire erosotasun-eremutik ateratzea eta dena eginda ez dagoen egoera errealistago batera hurbiltzea.

2. ZORPETZEAREN ONURAK ETA KOSTUAK: ANALISI TEORIKOA

Inbertsioa urria izanik eta interes-tasak txikiak direla kontuan hartuta, zorpetze publiko gehigarria aukera erakargarria izan liteke hazkundera sustatzen duten ekimenak finantzatzeko, hala nola giza kapitalean eta kapital fisikoan inbertitzea. Hala ere, zorrari buruzko teoriak zuhurtziari deitzen dio: zorra birfinantzatzearen kostuak bat-batean gora egin dezake finantza-tentsioko aldietan eta krisi garestiak eragin ditzake; zor handi batek gobernuek atzeraldietan zerga-pizgarriak emateko duten gaitasuna mugatu dezake; eta zor handi batek epe luzeko inbertsioa eta hazkundera pisatu ditzake.

1. grafikoa: Interes-tasa globalaren eboluzioa (ehunekotan)



Aurrekaririk gabeko munduko zorpetze-mailaren erdian, interes-tasa txikiak eta hazkunde geldoek eztabaida bizia eragin dute zorraren azken hazkunde azkarrak kezka eragiten ote duen. Batzuek diote herrialdeek, batez ere erreserba-txanponak jaulkitzen dituztenek, interes-tasa txikiaz baliatu beharko lirakekeela mailegu gehiago eskatzeko lehentasunezko gastuak finantzatzeko (Blanchard, 2019). Beste batzuek ohartarazi dute zor handi batek pisu handia duela epe luzeko hazkundera, krisi-arriskua handitzen duelako, pizgarri fiskal antiziklikoen irismena mugatzen duelako eta inbertsio pribatua geldiarazten duelako (Alcidi eta Gros, 2019).

Eztabaida hori batez ere ekonomia aurreratuetan oinarritu bada ere, sortzen ari diren eta garatzen ari diren merkatu-ekonomiek ere antzeko arazoei egin behar diete aurre. Horietako asko ere zorpetu dira neurri handi batean, eta kasu askotan, munduko finantza-krisia baino lehen hainbeste kostatu zen zor publikoaren ratioen

murrizketak inbertitu egin dira neurri handi batean azken hamarkadan (Vorisek eta Yu, 2020).

2.1 Zorpetzearen onurak

Garpen bidean dauden merkatuetan eta garapen-bidean dauden ekonomietan zor gehiago pilotzea hazkundera bultzatzen duten proiektuetan inbertitu beharrak justifika lezake, hala nola azpiegituretan, osasunean, hezkuntzan eta talde kalteberak babestean. Hazkunde ahuleko aldietan, egokia izan daiteke, halaber, zorpetzea jarduera sustatuko duen zerga-politika hedakorra erabiltzeko.

2.1.1 Epe luzerako hazkundera sustatzea

Kapital fisikoan eta giza kapitalean egindako inbertsio publikoak oinarri garrantzitsua eman dezake epe luzera hazkunde handiagoa izateko. Inbertsio horiek premia handiagoa hartu dute, espero zen barne-produktu gordin potentzialaren dezelerazioaren ondorioz (Fatás, 2019).

Azken bi hamarkadetan arlo askotan aurrerapen handiak egin diren arren, Garapen Jasangarriko Helburu (GIH) batzuk oraindik ere oso urrun daude haien irismenetik. GIHak lortzeko, gorabidean dauden merkatuek eta garapen-bidean dauden ekonomiek inbertsio-premia handiak dituzte. Zorraren maila handitzeak helburu horiek lortzen lagun diezaieke.

Azpiegituretan inbertitzeak hazkunde-onura bereziki garrantzitsuak izan ditzake, isolatutako erkidegoak merkatuekin lotzen baditu, enpresek eskala-ekonomiak egin baditzakete merkatuaren tamaina handitzean edo lehia-presioak areagotzen baditu (Calderón eta Servén, 2010).

2.1.2 Epe laburreko gorabehera makroekonomikoak egonkortzea

Aldi baterako zorraren pilaketak ere zeregin garrantzitsua izan dezake epe laburrera atzeraldi ekonomikoak murrizten eta iraultzen laguntzeko. Atzeraldietan zehar, zorpetzeak edo zerga-murrizketek finantzatutako gastu publikoa eskariari eta jarduerari laguntzeko pizgarri izan daiteke.

Ekonomia aurreratuetan, zerga-politika proaktiboak garrantzia irabazi du azken hamarkadan, potentzialki behintzat, diru-politikaren interes-tasak zero azpiko mugara hurbildu edo gainditu diren heinean (Yared, 2019).

2.1.3 Aktibo seguruak ematea

Finantza-krisialdi kritikoak alde batera utzita, zor subiranoa aktibo nahiko seguruak da inbertitzaileentzat, zor pribatuaren alternatiba gisa, haren jaulkitzaileek ez ordaintzeko aukera handiagoa baitute. Arriskuarekiko ezinikusiak gora egiten duenean, aktibo aseguruaren eskaria handitu egiten da, eta mailegu-hartzaile

pribatuen zorpetze-murrizketak, berriz, gogortu egiten dira. Egoera horretan, etheen edo enpresa pribatuen errentarako laguntza finantzatzeko zorpetze publikoak finantzaketa-murrizketak arindu ditzake. Aktibo segurua mailegu pribatuetarako erreferentzia denez eta berme gisa erabil daitekeenez, zor publikoak zeregin garrantzitsua izan dezake finantza-sakontzean. Zor publikoko tresnen eskuragarritasuna da, halaber, aktibo seguruen berrerosketan edo merkatu irekiko eragiketetan oinarritzen diren moneta-politikako eragiketetarako aurretiatzeko baldintza (Kumhof eta Tanner, 2005).

2.2 Zorpetzearen kostuak

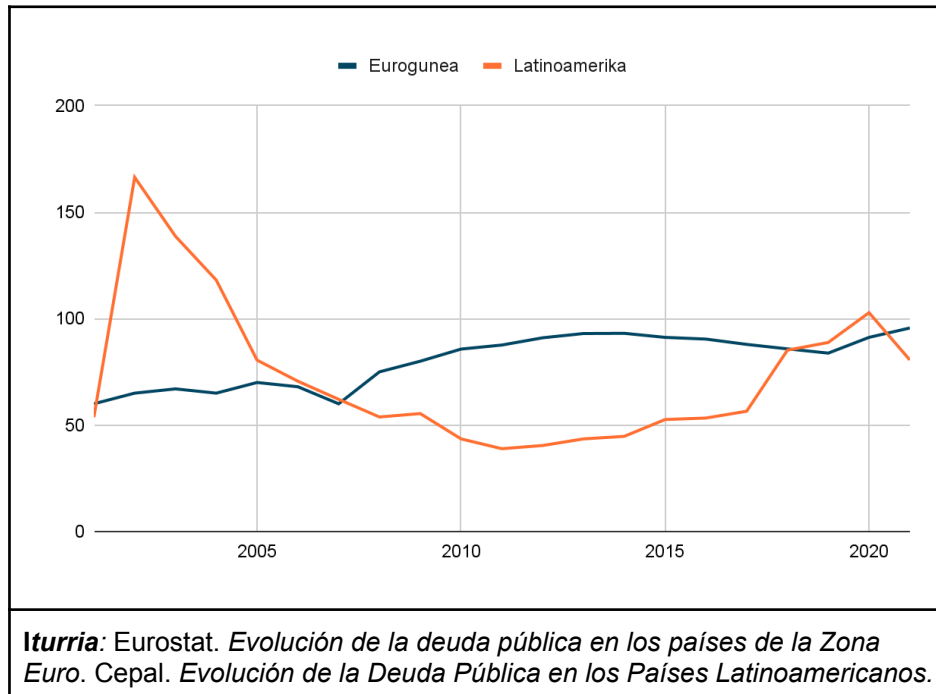
Zor publikoaren kosturik oinarrizkoena zerbitzuaren kostua da (hartzekodunei ordaindu beharreko interesak). Kostu hori zorrak finantzatzeko gastuaren errendimendu-tasarekin aldera daiteke, zorpetze publikoak merezi duen jakiteko gida errazena emateko. Zorpetzearen aurkako argudio garrantzitsu bat, kasu batzuetan zorpetzearen onurak gailu ditzakeena, birfinantzaketa-kostuak finantza-tentsioko aldietan bat-batean handitzeko arriskua da, baita finantza-krisia eragiteko arriskua ere.

2.2.1 Zorraren iraunkortasunaren narriadura

Zorrari buruzko eztabaida interes-tasa nominalen eta BPG nominalaren hazkundearen arteko diferentzian oinarritu da, oro har ekonomia aurreratuetan negatibo nabarmena bihurtu baita. Interes-tasa nominalak (kapitalaren kostua) ekoizpen nominalaren hazkundera (kapitalaren errendimenduaren ustezko tasa) baino txikiagoak badira, zor jakin baten karga errealak murriztu egingo da denborarekin, zorrak finantzatzeko gastuaren errendimendu-tasak haren zerbitzua gaitzeko duelako. Hala ere, interes-tasaren hazkundearen diferentziaz zor berriaren metaketarekin haztatu behar da. Urtero defizit primarioak iraganen amortizatzen dena baino zor handiagoa gehitzen badu, zorraren stockak goranzko joerari eutsiko dio. Igoera hori iraunkortasun-arrailan jasotzen da, zorraren ibilbidearen adierazle sintetiko gisa (Henderson, 2019).

Zorraren iraunkortasuna okertu egin da munduko finantza-krisiaz geroztik, bai ekonomia aurreratuetan, bai garapen bidean dauden merkatuetan eta garapen-bidean dauden ekonomietan. Ekonomia aurreratuetan, zorra murrizteko posizio fiskalak, 2007an, zorra handitzeko posizio fiskal bihurtu ziren 2008tik aurrera. Garapen bidean daudenetan, zorra murrizteko posizioak, 2007an, zorra handitzeko posizio bihurtu ziren 2015ean (Mauro eta Zhou, 2019).

2. grafikoa. Zor publikoa BPGaren gain



Grafiko honetan ikusi daiteke bi ekonomia mota ezberdinen garapenaren arteko ezberdintasunak. Ekonomia garatuen kasuan (Eurogunea) finantza-krisiak zor-ratioaren hazkunde neurrigabea eragin zuen, Europar Batasunaren historian aurrekaririk gabeko mailetaraino, eta neurri handiagoan zakartu zen erreskateek kaltetutako herrialdeekin, haiek izan baitziren egoera horretan benetako kaltetuak. Garapen bideko ekonomietan, aldiz (Latinoamerika), finantza-krisiak ez zuen hainbesteko eragina izan. Kasu honetan, eragin handiena 2000 hamarkadaren hasiera sortutako zor uholdea izan zen.

2.2.2 Finantza-krisiarekiko kalteberatasuna areagotzea

BPGarekiko zorraren proportzio gero eta handiago batek inbertitzaileen konfiantza higatu lezake, eta horrek gobernua behartuko luke bere zorreratik arrisku-prima gero eta handiagoa ordaintzera. Presio horiek zorraren krisia eragin lezakete, inbertitzaileak beldur badira zor publikoaren metaketa ez dela jasargarria. Zorraren pilaketa azkarrak diru-krisia ere eragin dezake, baldin eta inbertitzaileak atzerri-moneta deituriko zorra itzultzeko gaitasunaren inguruan kezkatuta badaude, eta horrek espekulazio-eraso bat eragiten badu moneta finko edo lotu baten aurka, edo banku-krisi bat, sektore pribatuko balantzeen ahuleziek banku-panikoak eragiten badituzte.

Dibisak igortzen dituzten ekonomia aurreratuen kasuan, arrisku-sariekin gora egitea ezinezkoa dela argudiatu da, herrialde horiek babesleku segurutzat hartzen baitira merkatuko zurrumbilo-aldietan.

Hala ere, garapen-bidean dauden ekonomien kasuan, arrisku hori zorrotzagoa da. garapen-bidean dauden ekonomien zorpetze-kostuek bat-batean gora egiteko joera izan dute finantza-tentsioko aldietan, eta zorraren zerbitzuaren kostuen igoerak zorraren dinamika hondatzea eta birfinantzaketa-arriskua handitzea eragin dezake. Finantza-krisiek kostu ekonomiko handiak dakartzate. Kasu askotan, finantza-krisiei lotutako atzeraldiak beste batzuk baino larriagoak izan dira (Arellano eta Ramanarayanan, 2012).

2.2.3 Gobernuaren jarduna mugatzea atzeraldietan

Zor handiak mugatu egiten du gobernuak atzeraldiei politika fiskal antiziklikoarekin erantzuteko duten gaitasuna. Hori da zerga-posizio ahulak atzeraldi sakonagoekin eta luzeagoekin lotzeko arrazoietakoa bat. Egoera hori larriagotu egiten da sektore pribatua ere zailtasunetan sartzen bada eta bere zorrak balantze publikoetara migratzen badu gobernuak enpresa pribatuak erreskatatzen saiatzen denean (Obstfeld, 2013).

2.2.4 Zerga-politikaren eraginkortasuna murriztea

Zor publiko handi batek politika fiskal hedakorrari eraginkortasuna kentzen dio. Biderkatzaile fiskalen tamaina murriztu dezake bi kanalen bidez.

- Kanal rikardiarra. Zor handia duen gobernu batek zerga-pizgarri bat aplikatzen duenean, kontsumitzaileek gehiago espero dezakete laster zergak igotzea, zorra txikia denean baino. Itxaropen horrek kontsumitzaileak kontsumoa murriztera eta gehiago aurreztera eramango ditu .
- Inbertitzaileen sentimenduaren kanala. Zor subirano handia duten herrialdeek aukera gehiago dituzte maileguak lortzeko arrisku-prima bat ordaindu behar izateko. Zorra handiagoa denean, zerga-pizgarriak areagotu egin dezake hartzekodunen kezka zor subiranoaren kreditu-arriskuagatik, hobari subiranoen etekinak eta, beraz, maileguen kostuak handituz ekonomia osoan. Horrek, era berean, inbertsio eta kontsumo pribatuak mugiaraziko ditu, zerga-biderkatzailea murriztuz (Bocola, 2016).

2.2.5 Inbertsioa eta hazkundera moteltzea

Zorpetze handiagoak zorraren zerbitzu handiagoa ekarri ohi du. Zorraren zerbitzuko gastua maileguak gehituz, zergak handituz eta gastu publikoa murriztuz finantzatu behar da. Gastuaren murrizketek gobernu-funtzio kritikoetako gastua ere barne har dezakete, hala nola gizarte-segurantzako sareak edo hazkundera bultzatzen duen inbertsio publikoa. Zor handi batek ziurgabetasuna sor lezake aurreikuspen makroekonomiko eta politikoen inguruan, baita gobernuak zorra eta defizita geldiarazteko fiskalitate distortsionatzaile bat berriro aplikatu behar izatearen arriskua ere (Panizza eta Presbitero, 2014).

2.3 Zor uholdeak

Pandemiak zorraren gorakadan izan duen eragina ulertu ahal izateko, ezinbestekoa da historian zehar izan diren beste zor metaketa batzuk aztertzea. Horri esker, alderdi komunak aztertu ahal izango ditugu, baita desberdintasunak ere, inaktuaren ondorioak atera ahal izateko. Gainera, olatu bakoitzaren ondoren hartutako neurriek egoera arintzeko har daitezkeen neurrien berri emango digute.

Hazten ari diren eta garatzen ari diren merkatu-ekonomien sektore publiko eta pribatu ez-finantzarioen zor osoa izugarri handitu da azken mende erdian, 1970eko barne-produktu gordinaren %47tik 2018ko %170ra. Zor publikoa %26tik %50era igo da, eta zor pribatua sei aldiz biderkatu da aldi horretan. Gertakari horiek finantza-krisian amaitu zuten batzuetan, eta horien ondoren, palanka-kentze aldi luzeak izan ziren.

Zorraren gehikuntza-boladak 1970-89, 1990-2001 eta 2002-09 aldietan gertatu ziren. Uholde baten amaiera, gaingiroki, honela definitzen da: eskualde edo herrialde-talde horretan zorraren guztizko proportzioa BPGrekiko bere puntu gorenera iristen den urtea, bi urtez jarraian jaisten delarik. Olatuen amaiera-data ere bat dator, gutxi gorabehera, uholdeak eragin zituzten finantza-krisiak konpontzeko politikak aplikatu ziren unearekin.

2.3.1 Lehen zor uholdea

Lehen boladak 70eko eta 80ko hamarkadak hartu zituen, Latinoamerikako garapen bidean zeuden ekonomiak mailegu sindikatuen merkatuetako merkataritzea-bankuekin gogor zorpetu zirenean. Latinoamerikan, zorraren metaketak krisi bat ekarri zuen, 1982ko mundu-atzeraldiarekin batera gertatu zena, eta eskualdeko mailegu-hartzaileen zorpetze orokortuak ezaugarritu zuena. Zorraren krisiak konpontzeko saiakerak, hasieran, ez ziren eraginkorrak izan.

Zorra finantzatzeko aukera mugatua zen 1979a baino lehen. Bigarren Mundu Gerraren ondoren, garapen bidean zeuden ekonomiek ez zuten sektore pribatuko hartzekodun atzerritarren eskuragarritasunik. Zorpetze osoaren mailak nahiko txikiak ziren, eta sektore publikoa zen gehien zorpetzen zena.

Horrek mailegu sindikalak gehitzea ekarri zuen. Zor-merkatuen egitura eta tamaina izugarri aldatu ziren 1970eko hamarkadan mailegu sindikatuen merkatuaren garapenarekin. Mailegu sindikatu batean, banku talde batek mailegu-hartzaile bakar bati mailegua ematen zion, lotutako arriskua partekatuz. Mailegu sindikalek mailegu-hartzaile handiei maileguak emateko modu eraginkorra zirela erakutsi zuten. Mailegu-hartzaile subiranoentzako mailegu sindikatuen merkatuan banku estatubatuarrak ziren nagusi.

Mailegu sindikatuen merkatua ere 70eko hamarkadako petrolioaren prezioen krisiek bultzatu zuten. Krisi horiek desoreka handiak eragin zituzten munduan kontu

korronteko balantzan, superabit handiak izan ziren petrolioia esportatzen zuten herrialdeetan, eta dagozkien defizitak inportatzaileetan. Defizit fiskalak ez ziren hondatu hurrengo urteetan. Kanpo-zorraren eta BPGaren arteko erlazioa BPGren %23tik %43ra igo zen 1975 eta 1982 artean. Interes-tasa baxuak eta likidezia handia konbinatzeak pizgarri handia ekarri zuen garapen-bidean zeuden ekonomiek mailegu handiak lor zitzaten (Gadanecz, 2004).

1979an, Irango iraultzaren ondoren, petrolioaren prezioen bigarren gorakada gertatu zen, eta nabarmen bikoiztu ziren. Prezioen igoerak hazkunde txikiagoa eta inflazioaren gorakada eragin zuen petrolioia inportatzen duten ekonomietan. Latinoamerikako herrialdeen kanpo-zorraren interesen ordainketak nabarmen igo ziren. Herrialde horiek beren zorraren zerbitzuari aurre egiteko zuten zailtasuna areagotu egin zuen munduko hazkundearen geroko dezelerazioak. Ekonomia aurreratu gehienek atzeraldia izan zuten 1980ko hamarkadaren hasieran. Gainera, interesen ordainketak gero eta zailago bihurtu ziren, interes-tasa gero eta handiagoekin berriro beharreko epe laburreko zorraren proportzio handia zela eta.

Horrek guztiak Latinoamerikako zorraren krisia eragin zuen. 1982an hasi zen, Mexikok bere zorraren zerbitzuari ezingo ziola aurre egin iragarri zuenean. Krisia berehala hedatu zen Latinoamerikako beste herrialde batzuetara, baita eskualdetik kanpoko ekonomia garatuetara ere.

Dibisak nabarmen gainbaloratu ziren, herrialdeek beren parekotasunak mantendu baitzituzten inflazioa kontrolatzen saiatzeko. Gainbalorazio horrek kapitalen eskala handiko ihesa eragin zuen. Latinoamerikako herrialde gehienek beheranzko presioa jasan zuten beren txanponetan, eta moneta-parekotasunak dibisa-erreserbekin defendatu behar izan zituzten. Hala ere, erreserba-mailak ez ziren nahikoak izan, eta herrialde askok beren txanponak biziki devaluatu behar izan zituzten (World Bank, 1985).

2.3.2 Bigarren zor uholdea

1990eko hamarkadaren hasieran, zorraren beste hazkunde-bolada bat hasi zen. Olatu hori eta lehenengoa desberdinak izan ziren, sektore pribatuaren zorraren pilaketak garrantzi handiagoa izan baitzuen. Finantza-merkatuen garapen batek kapital-sarrerak handitu zituen. Hori bi arrazoi ezberdinengatik gertatu zen.

Kapital-sarrerak gehitzeari dagokionez, finantza-merkatua liberalizatzeko politikek eta 80ko eta 90eko hamarkadetan hainbat ekonomia aurreratutan kapital-kontuak gehiago irekitzeak garapen-bidean dauden ekonomietarantzko kapital-fluxuak handitzen lagundu zuten. Banku-merkatuen eta balore-merkatuen desarautzearen ondorioz, banku-sektorea asko sendotu zen, banku handiagoetara aldatu zen, nazioarteko eragiketa handiagoekin, eta nazioarteko finantzak hedatu ziren. Aldaketa horiek, garapen bidean dauden ekonomietako finantza-merkatuaren eta kapital-kontuaren liberalizazioarekin batera, kapital-fluxuen hazkunde esanguratsua ahalbidetu zuten ekonomia aurreratuetatik garapen bidean dauden ekonomietarantz.

1988 eta 1996 bitartean, garapen-bidean dauden ekonomien kanpo-zorraren guztizko bolumena urteko %7ko tasara igo zen, eta epe laburreko zorra, berriz, urtean %12 igo zen.

Bigarren arrazoia garapen bidean dauden ekonomietako bonu subiranoen merkatuen agerpena da. 1990eko hamarkadan ere aldaketak izan ziren zor-merkatuetan, eta bonu subiranoek gero eta garrantzi handiagoa izan zuten. Brady planaren¹ esparruan mailegu sindikatuak bonu titulizatu bihurtzeak amaiera eman zion atzerriko bankuak nagusi izateari garapen bidean dauden ekonomietako gobernuen kanpo finantzaketan, eta garapen bidean dauden ekonomien zorraren bigarren mailako merkatuaren jardura sustatzen lagundu zuen (Chester, 1991).

Hainbat faktorek lagundu zuten 1990eko hamarkadan garapen bidean zeuden ekonomietako bonuen² nazioarteko merkatua azkar hedatzen. 1980ko hamarkadaren amaieran, eurobonoen merkatua sendotuta zegoen, inbertitzaile instituzionalen presentzia gero eta handiagoarekin eta bigarren mailako merkatu likidoarekin (Chester, 1991).

Horrek guztiak Ekialdeko Asiako finantza-krisia ekarri zuen. Zorraren hazkundearen abiadura gorabehera, eskualdeko zorraren eta BPGaren arteko harremana ia laua izan zen, BPGa ere azkar hazi baitzen aldi horretan. Zor osoaren ratioak, nahiko laua, sektore pribatuaren zorraren goera handia ere ezkutatu zuen.

Zor pribatua batez ere merkataritza-bankuek finantzatu zuten, eta enpresa nazionalak atzerrian zorpetu ziren neurri handi batean, bai zuzenean nazioarteko mailegu-emaeleekin, bai zeharka, nazioarteko finantzaketa eskuratu zuten finantza-erakunde nazionalekin. Bankuak behar bezala ez arautzeak eta gainbegiratzeak, gobernuak bankuentzat dituen berme inplizituekin batera, finantza-sektore nazionalak gehiegizko arriskuak bere gain hartzea sustatu zuten, eta, horri esker, enpresek mailegu handiak lor zituzketen, palankadaka. Finantza-erakundeek eta enpresek atzerriko finantzaketarekiko zuten mendekotasuna areagotu egin zuten dolar estatubatuarrari lotutako kanbio-tasek, kanbio-arriskua gutxietea sustatzen baitzuten.

1997an, Asia Ekialdeko eta Ozeano Bareko zenbait herrialdek epe laburreko kanpo-mailegurekiko gehiegizko mendekotasuna eta kontu korronteko defizit handiak garatu zituzten. Ahulezia horiek hainbat akats politikoren ondorioz sortu ziren. Asia

¹**Brady plana.** 1989an abiarazi zuen Estatu Batuetako administrazioak, Latinoamerikako zorraren krisia behingoz konpontzeko modu gisa, zorra arinduz, bonuetan zeuden maileguak titulizatu eta berregituratuz. Planak aurretik gailentzen zen iritziaren aldaketa bat islatzen zuen, hau da, zordunek zor zutena ordaindu behar zutela, zordunek ordain zezaketena ordaindu behar zutela onartu aurretik. Horrela, zorra arintzea onuragarria izan liteke hartzekodunentzat zein zordunentzat, hazkunde-aurreikuspenak bultzatzen baitzuten eta inbertitzaileen azken galerak murriztu (Goldberg eta Spiegel, 1992).

² **Eurobonoak.** negoziatzen diren herrialdeko dibisaz bestelako dibisa batean jaulkitako nazioarteko zor publikoko tituluak dira, herrialde jakin bateko jurisdikzioaren mende ez daudenak eta interesak garbiak dituztenak, zergarik eta atxikipen fiskalik gabekoak direlako (Díaz, 2016).

Ekialdeko eta Pazifikoko herrialdeek 1997-98 urteetan bankuko eta monetako krisia jasan zuten.

Krisiak konpontzeko politika-programak Nazioarteko Diru Funttsaren, beste erakunde multilateral batzuen eta herrialde elkartuen laguntzarekin diseinatu eta aplikatu zituzten inplikaturako herrialdeek. Epe laburrean, politika monetario zorrotzenak, interes-tasen igoerarekin, funtsezkoak izan ziren diru-galerak geldiarazteko. Gobernuak finantza- eta enpresa-sektoreetako krisi sistematikoak konpontzeko esparruak ezarri zituzten, besteak beste, banku txarrak sortzea, bankuak birkapitalizatzea eta enpresen zorra berregituratzea (Mishkin, 1999).

2.3.3 Hirugarren zor uholdea

Zorraren hirugarren hazkunde-olatuaren ezaugarri nagusia, munduko finantza-krisiaren aurretik, garapen bidean zeuden ekonomien maileguen gorakada handia izan zen nazioarteko zor-merkatuetan, batez ere egoitza Estatu Batuetan eta Europar Batasunean zuten bankuetan. Munduko interes-tasak txikiak ziren bolada honen hasieran, aurreko bietan bezala. Garapen bidean dauden ekonomiei emandako mugaz gaindiko maileguen murrizketa bortitzak, 2008ko munduko finantza-krisiaren eta 2009ko mundu-atzeraldiaren ondoren, kreditu-krisi larriak eta atzeraldi ekonomikoak eragin zituen Europa eta Asia erdialdeko ekonomietan, neurri handi batean EBko bankuen mugaz gaindiko maileguen mende baitzeuden.

AEBetako arrisku handiko hipoteken merkatuko ez-ordainketek eraginda, AEBetako finantza-sistemak tentsio gero eta larriagoak jasan zituen 2007ko eta 2008ko bigarren seihilekoan, eta krisi handi batean amaitu ziren 2008. urtearen amaieran. Krisi horrek agerian utzi zuen handizkako finantzaketaren mende zeuden bankuen ahultasuna epe laburrean, funtsezkoa izan baitzen titulizazioa azkar hazteko (Duffie, 2019).

Estatu Batuetan eta EBn egoitza zuten bankuek jasan zuten zirrarak garapen bidean zeuden ekonomien finantza-sisteman eragina izan zuen. Mailegu sindikalak eta atzerriko bankuen mugaz gaindiko beste mailegu batzuk, bai eta atzerriko jabetzako bankuen mailegu nazionalak ere, bat-batean uzkuritu ziren. Kanpo-kapitalen merkatuen finantzaketaren mende zeuden garapen-bidean zeuden ekonomietako banku nazionalak eta atzerriko jabetzako bankuek maileguak murriztu zituzten. Garapen bidean dauden ekonomietako bonu merkatuek likidazio salmentak jasan zituzten, eta garapen bidean dauden ekonomietarantzko bonu eta akzio fluxuak irauli egin ziren.

Garapen bidean zeuden ekonomia gehienak krisiaren aurka agertu ziren arren, neurri handi batean EBko eta Estatu Batuetako finantza-erakundeek maileguen mende egon zirenek atzeraldi larriak izan zituzten. Finantza-baldintzen narriadura bereziki nabarmena izan zen Europa eta Asia erdialdean, mendebaldeko Europako bankuak erretiratzeak kredituaren uzkuritze handia eragin baitzuen (Frank eta Hesse, 2009).

3. PANDEMIAREN TESTUINGURUA

2019ko abenduan, pneumonia eta arnas gutxiegitasuna ezaugarri dituen gaixotasun berri baten ondorioz ospitaleratutako pazienteen zenbait kasuren berri eman zen Huabei probintzian (Txina) (Ferrer, 2020). 2020ko otsailaren 11n, Osasunaren Mundu Erakundeak agente etiologiko hori COVID-19 gisa izendatu zuen. Ondoren, eta eusteko neurri zabalak hartu arren, gaixotasunak aurrera egiten jarraitu zuen Asiako, Ekialde Erdiko eta Europako gainerako herrialdeei eragin arte. Martxoaren 11n, Tedros Adhanom Ghebreyesus Osasunaren Mundu Erakundeak zuzendari nagusiak pandemia deklaratu zuen mundu mailako prentsaurreko batean (WHO, 2020).

Kutsatze masiboa geldiarazteko, gobernuek alarma-egoera eta konfinamendu baten hasiera dekretatzen dute. Bat-batean, populazioak erresistentzia fisiko eta psikikoa frogatzen duen fenomeno berri bati egin behar dio aurre: berrogeialdia. Aldi horretan, herritarren bizi-ikuspegia eta lehentasun-eskala aldatu egiten dira. Baina koronabirusak konfinamenduan utzitako aztarna bezain garrantzitsua da etorkizunera begira uzten duena: epe labur eta ertainera berehalako krisi-egoera (Fernández, 2022).

Munduak mende bateko izurriterik larriena jasan ari zen. Ez ziren inorentzat une errazak, eta are zailagoa zen gutxien zutenentzat egoera jasatea. Hildako milaka pertsonen eta kaltetutako hamarnaka milaren tragedia pertsonalari, herritarrek konfinamendua errespetatzeko modu eredugarrian egiten ari ziren ahalegin izugarriari, osasun-sistemek jasaten zuten tentsio handiari, lehen lerroan bizitza jokoan zuten osasun-langileen zailtasunei, horri guztiari epidemiaren ondorio ekonomiko eta sozialak gehitu behar zitzaizkion.

Koronabirusaren krisian, gobernuek baliabide publiko ugari mobilizatu zituzten osasuna eta gizarte-zerbitzuak indartzeko eta langileak, autonomoak eta ETEak babesteko, baita pertsona ahulenak ere (Gizarte eskubideen Ministerioa eta Agenda 2030, 2020)

Mundu osoko milioika pertsonaren bizitzaren gaineko eraginaz haratago, koronabirus berriaren pandemiak ere kolpe latza hartu zuen ekonomiaren bilakaeran, maila globalean. COVID-19aren krisiak astindu zituen herrialde nagusietako gobernuek birus horrek eragindako moteltze ekonomikoa arintzeko neurriak bultzatu zituzten arren, haren hedapenak munduko ekonomian eragin hirukoitza izan zezakeela ikusi zen: eragin zuzena maila globaleko ekoizpen-bolumenetan, disrupzioak eta nahasmenduak hornidura- eta banaketa-kateetan eta finantza-inpaktua enpresetan eta balore-merkatuetan (Deloitte, 2020).

3.1 Zuzeneko eragina ekoizpen globalean

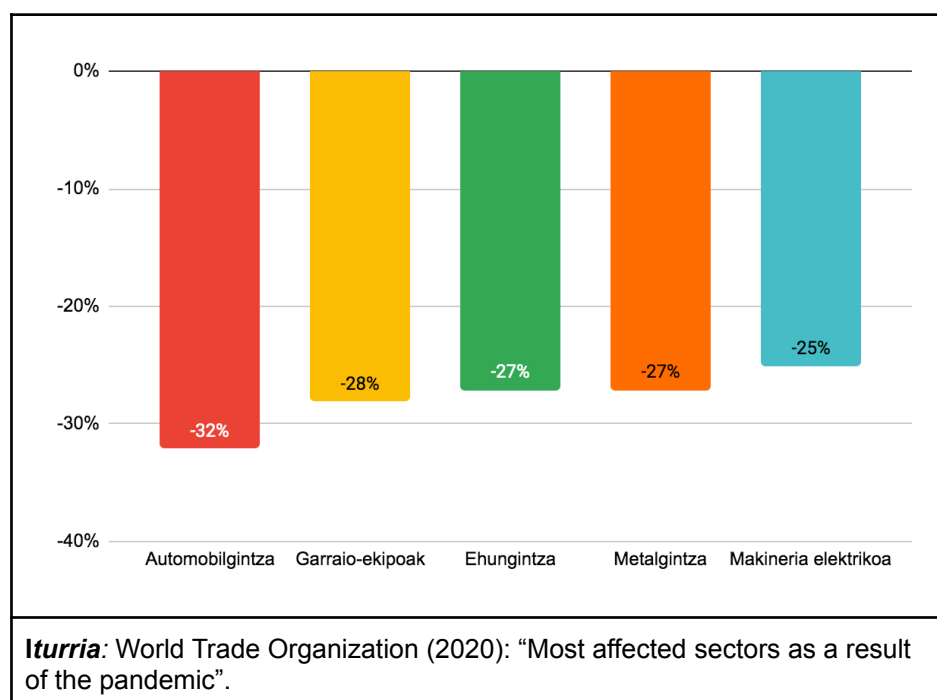
Txinako ekoizpenean eragin handia izan zuen Hubei probintziako industrien itxierak eta osagai txinatarren esportazioetarako berebiziko interesa duten beste eremu batzuek. Ondorioz, Txinako dezelerazioak berehalako albo-eragina izan zuen

herrialde honetako esportatzaile nagusien ekoizpen-mailetan: Estatu Batuak, Hong Kong, Ipar Korea eta Japonia.

Aldi berean, koronabirusaren kutsaduraren hedapenak eragin zuen ekoizpen mailen gaineko eragin zuzena Asiako gainerako herrialdeetan eta Europa eta Ipar Amerikako herrialde nagusietan ere oso indartsu sentitzea (Deloitte, 2020).

Munduko enpresaburu gutxik ikusi zuen koronabirus berriaren pandemiak sortutako krisi hain bat-batekoa eta globala. Osasun publikoaren krisia, enpresen eta pertsonen oinarriari zuzenean erasotzen diona, eta munduko ekonomia mugitzen duten kateetako bakoitzaren funtzionamendua aldatzen duena. Bertan, abagune horren giza izaeran datza aukera nagusia, gizarteari bere eredu ekonomikoa berreraikitzeke betebeharra ezartzen baitio, eta industriako liderrei negozioak egiteko, ekoizteko eta onurak sortzeko modu berriak birpentsatzekoa (Rodríguez, 2020).

3. Grafikoa: Munduko sektore kaltetuen ekoizpenaren murrizketa pandemia garaian (ehunekotan)



3.2 Hornidura- eta banaketa-kateak etetea

Kontsumo-ondasunen ekoizle eta fabrikatzaile ugari pandemiak eragindako Txinatik eta Asiako beste herrialde batzuetatik inportatutako osagaien eta piezen mende daude. Era berean, konpainia asko Txinako salmenten mende daude beren finantza-helburuak lortzeko.

Horrela, koronabirusak kaltetutako herrialdeen jarduera ekonomikoaren dezelerazioak eta garraioaren murrizketek munduko enpresa jakin batzuen ekoizpenean eta errentagarritasunean eragina izango zutela aurreikusi zen. Batez ere, manufakturen sektorea osatzen dutenak eta kontsumo-ondasunak ekoizteko erabilitako lehengaiak lortzearekin zerikusia dutenak.

Ukitutako eskualdeetako tarteko osagaien mende dauden eta hornidura-iturriak erraz aldatu ezin dituzten enpresen kasuan, inpaktuaren tamaina jarduera geldiarazteko neurrien iraupenaren arabera izan daiteke. Egoera horretan, enpresa txiki eta ertainek zailtasun handiagoak izango lituzkete koronabirusak eragindako asalduratik bizirik irauteko (Deloitte, 2020).

Koronabirusak 2020an eragindako osasun-mehatxua agertu ondoren, mundu osoko milioika pertsonaren bizitzako esparru guztietan aldaketak izan ziren. Murrizketa aipagarrienetako bat mugikortasunaren mugaketa izan zen, hasiera batean eta etxeko konfinamenduaren ondorioz ia erabatekoa izan zena, eta apurka-apurka egoeraren berrikuntzetara egokitu zena, kasu batzuetan herrialdeen artean eta baita herrialde horien barruan ere bidaiatzeko mugak mantenduz.

Turismo-sektoreari dagokionez, prebentzio-neurri horiek aplikatu zirenetik, COVID-19aren krisiak gogorren kolpatu zuen sektoreetako bat izan zen, datozen urteetan bideragarritasuna zalantzan jar zezaketen ondorioekin. Zehazki, 2020a jarduera turistikoaren %69ko jaitsierarekin itxi da, 2019ko maila maximoekin alderatuta (Delgado, 2021).

3.3 Finantza-ondorioak enpresetan eta burtsa-merkatuetan

Ondasunen eta osagaien ekoizpenean izandako aldi baterako asaldurek enpresa batzuk tentsioan jar zitzaizkiren, bereziki likidezia eskasa zutenak. Merkatuen gaineko eragina balorazio negatiboetan eta arriskuaren igoeran gauzatu zen. Era berean, arriskua handitzearen ondorioz, egungo baldintzetan errentagarriak izango ez ziren inbertsio-posizioak sortu ziren, eta horrek are gehiago ahultzen zuen finantza-tresna eta merkatuekiko konfiantza.

Aurreko baieztapenetik eratorritako gertaera bat balio-merkatuen asaldura handia zen, kontrapartida-arriskuarekiko kezka areagotu ahala. Horrekin, burtsako kotizazioak eta bonu korporatiboak nabarmen murriztu zitezkeen, inbertitzaileek nahiago izango bailukete gobernuaren baloreak mantendu, pandemiak sortutako ziurgabetasuna dela eta (Deloitte, 2020).

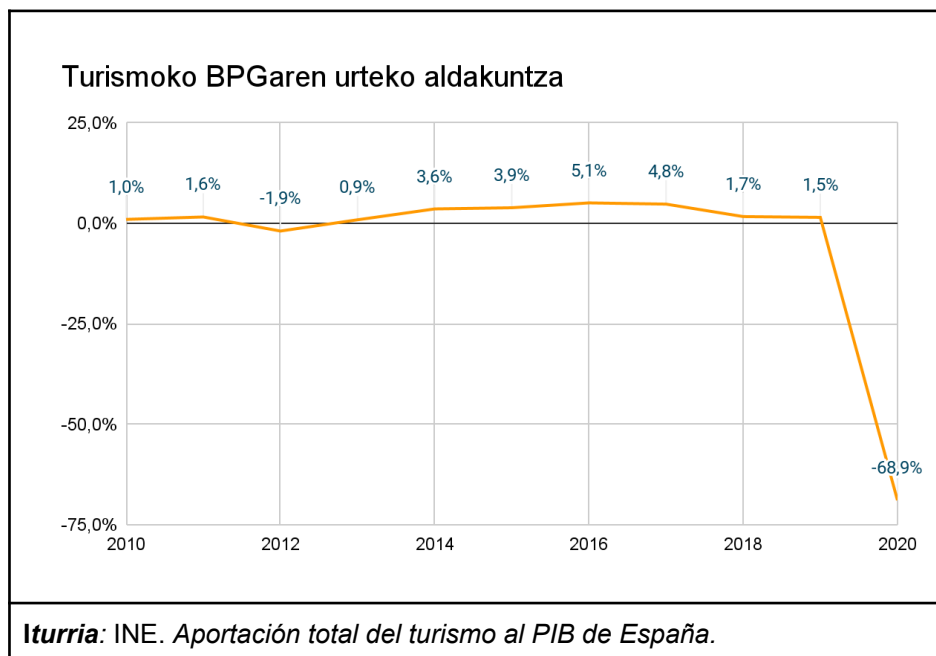
3.4 Espainiaren kasua

Espanian, gaixotasun horren lehen kasua 2020ko urtarrilaren 31n diagnostikatu zen Gomera uhartean, Kanarietan. Alemaniaren nazionalitatea zuen turista batena izan zen. Bigarren kasua otsailaren 10ean baieztatu zuten Palma de Mallorca uhartean, Balear Uharteetan, lehenengo kasutik 2.500 kilometrora. Bi kasu horiei alta eman zitzaizkien.

Otsailaren 24an birusak penintsulara egin zuen salto, eta lehenengo kasuak Madril, Katalunia eta Valentzian izan ziren, baina martxoaren 8tik aurrera gaixotasuna deskontrolatu egin zen, Madrilgo Erkidegoan kasu asko agertu baitziren.

Ordutik, apirilaren hasierara arte, kutsatuen kopuruak gora egin zuen etengabe autonomia-erkidego guztietan, baina batez ere Madrilen. Gaixotasun horren banaketa geografikoak Madrilgo Erkidegoa nabarmendu zuen krisia hasi zenetik. Ondoren Katalunia, Gaztela-Mantxa, Gaztela eta Leon, Euskadi eta Andaluziako erkidegoak etorri ziren (Sánchez, 2021).

4. Grafikoa: Espainiako turismoko BPGaren urteko aldakuntza



4. PANDEMIAREN ERAGINA ZOR PUBLIKOAN

Egungo osasun-krisi honek behaztopa izugarria eragin du zor subiranoaren azken krisiaren susperraldi handian (2009-2012). Euroguneko ekonomiak ez ziren erabat suspertu, eta berriro aurre egin behar zieten 2020ko aurrekontu-defizit publiko handiei eta pandemiak eragindako zor publikoen aurrekaririk gabeko hazkundera, berrogeialdiko nahitaezko bi-hiru hilabeteei, gizarte-ibilgetzeari, mugen itxierari, nazioarteko merkataritzaren murrizketari eta langabezia-tasa izugarriei.

Funtsezkoa da euroguneko herrialdeen zor publikoaren bilakaera eragin duten faktore nagusiak zeintzuk diren aztertzea. Gai horrek garrantzi handiagoa du, oraindik ez baitago batasun fiskalik, eta ez baitago enplegu-sistema eta pensio-sistema bezalako gizarte-politikako erregulazio homogoneorik. Bigarren ikerketa-faktorea zorpetze publikoa behar bezala kudeatu den deklaratzeko ahalbidetzen duen ebaluazioari buruzkoa da, ekonomia- eta finantza-faktoreen, faktore sozialen eta erakunde-kalitateko faktoreen bilakaeraren arabera. Bigarren gai hori aldeztetik jorratzen da, Covid-19aren pandemiaren erdian lortutako erlazioak eta adierazle ekonomiko eta sozial berriak oinarri hartuta.

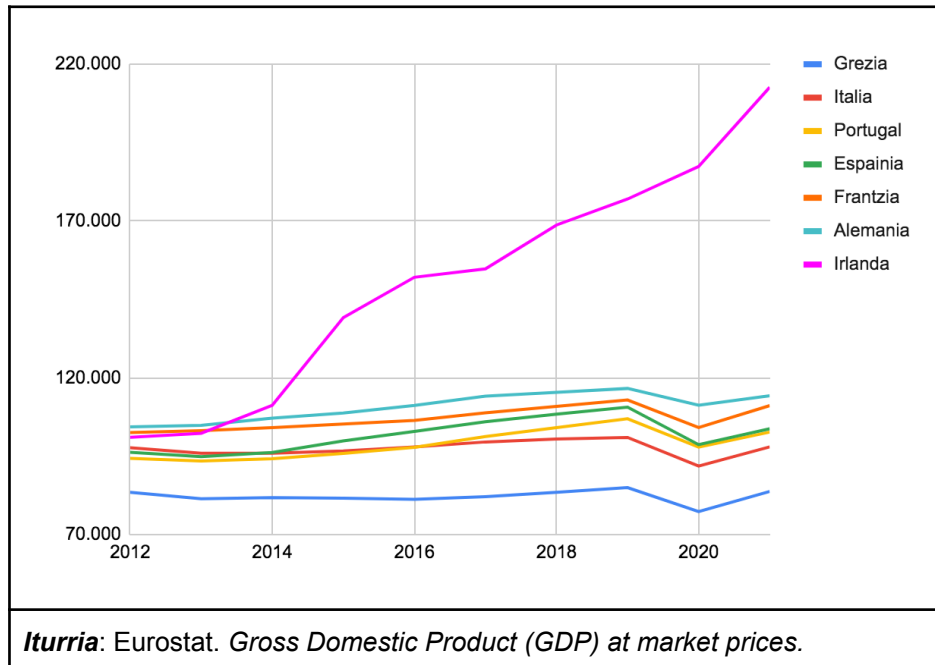
Jasangarritasun fiskala funtsezko gaia da gaur egun Covid-19aren pandemiaren erdian, nazioarteko finantza-analistekin, inbertitzaileekin eta inbertsioak kalifikatzeko erakundeekin gai honetan zentratzen dira gobernu batek hartzekodunekin dituen zor-eta pasibo-konpromisoak betetzeko duen gaitasuna ebaluatzeko, eta horrek, aldi berean, eragina du arrisku subiranoaren puntuazioan eta gobernuentzako zor publikoaren kostuan.

4.1 Barne Produktu Gordina

Herrialdeen zor publikoa aztertzerakoan, familia batena edo enpresa baten kasuan bezala, komeni da hura perspektiban jartzea eta haren diru-sarrerekin edo sortzen duenarekin alderatzea. Zor publikoaren kasuan, BPGarekin erlazionatu ohi da, eta horrela lortzen da zor/BPG ratioa. Herrialde baten zor publikoa eta ekoizpen ekonomikoa alderatzen dituen metrika da.

Barne-produktu gordina (BPG) adierazle ekonomiko bat da, lurralde batek denbora-tarte jakin batean ekoiztutako azken ondasun eta zerbitzu guztien diru-balioa islatzen duena. Herrialde batek sortzen duen aberastasuna neurtzeko erabiltzen da. Horrela, herrialde batek bere zorra ordaintzeko duen gaitasun teorikoa neur daiteke, herrialde batek urtebetean zenbat zor duen eta zenbat ekoizten duen alderatzen ari baita.

5. Grafikoa: Europako herrialdeen Barne Produktu Gordinaren eboluzioa



1. Taula: Europako herrialdeen Barne Produktu Gordinaren hazkunde-tasa

Herrialdea	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Grezia	-5,5	-10,1	-7,1	-2,5	0,5	-0,2	-0,5	1,1	1,7	1,8	-9,0	8,3
Italia	1,7	0,7	-3,0	-1,8	0,0	0,8	1,3	1,7	0,9	0,5	-9,0	6,6
Espainia	0,2	-0,8	-3,0	-1,4	1,4	3,8	3,0	3,0	2,3	2,1	-10,8	5,1
Frantzia	1,9	2,2	0,3	0,6	1,0	1,1	1,1	2,3	1,9	1,8	-7,8	6,8
Alemania	4,2	3,9	0,4	0,4	2,2	1,5	2,2	2,7	1,1	1,1	-4,6	2,9
Irlanda	1,8	1,1	-0,1	1,3	8,7	25,2	2,0	8,9	9,0	4,9	5,9	7,0

Iturria: Eurostat. Real GDP growth rate.

4.2 Gastu publikoa

Sektore publikoak, eragile ekonomiko gisa, hainbat helburu eta funtzio ditu. Horien artean daude, besteak beste, desberdintasunak murriztea, aberastasuna birbanatzea edo herrialde bateko herritarrei behar desberdinak asetzea. Gastu publikoa sektore publikoak bere jarduerak garatzeko ordaintzen duen guztizko diru-zenbatekoa da.

2008ko krisiarekin, Europako gobernuek aurrekontu-murrizketa handiak aplikatu zituzten, finantza publikoen sinesgarritasuna hobetuko zutelakoan. Egia esan, ez gastatzeko ahaleginek jardueraren beherakada areagotu zuten, eta Europako periferiako gobernuek beren zorra garestiago ordaindu zuten azkenean.

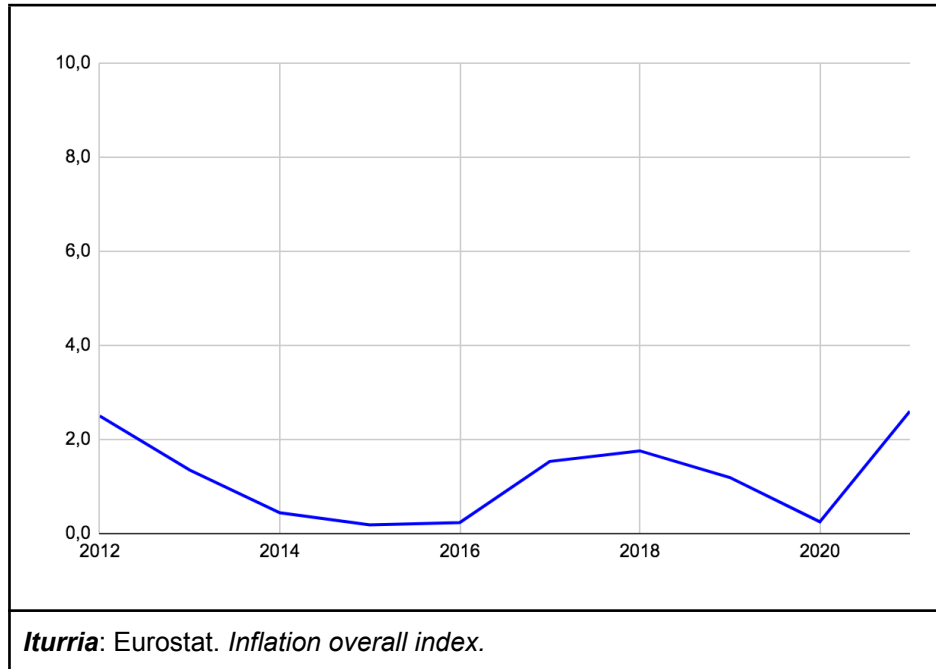
Covid-19ari emandako erantzuna guztiz kontrakoa izan zen: alde fiskaletik, gobernuek eta Europako Batzordeak gastua handitu zuten, duela hamarkada bat ez bezala, eta horrek euroaren estatu guztiek pilatzen zuten zorra handitzea eragin zuen. Hala ere, zorpetzeak gora egin zuen arren, zorraren interesek behera egin zuten eta Europako estatuak inoiz baino gutxiago ordaindu zuten beren bonu-jaulkipenengatik.

Horren lehenengo arrazoa Europako Banku Zentralaren erantzuna bera izan zen. Erakunde monetarioak argi utzi zien inbertitzaileei behar zenean ekonomistek azken auzialdiko mailegu-emaile³ deitzen dutena bezala jokatu zuela; hau da, EBZk zorraren merkatuetan bonuak erosteko erabiltzen duen dirua sortzen du. Erosketa horiekin, gobernuek beren zorragatik ordaintzen dituzten interesak gehiegi haztea saihestuko luke, eta, horrela, erabateko kaudimena bermatuko lieke.

Kontuan hartu beharreko beste elementua inflazioa da, hau da, kontsumoko ondasunen eta zerbitzuen prezioen hazkundera, Europan oso txikia baitzen. EBZk urteko %2tik hurbil mantentzeko agindua zuen, baina urteak zeramatzan kopuru horren oso azpitik. Inflazio apalak zorraren interesak oso maila baxuetan mantentzen lagundu zuen, bi arrazoiengatik. Lehenik eta behin, Europako bonuak erakargarriak izaten jarraitzea eragin zuen. Eta bigarrenik, EBZk argitu zuen ez zuela prezioen igoerarik espero etorkizun hurbilean, eta, beraz, gutxienez 2023ra arte eutsiko zuela erosketa-programei.

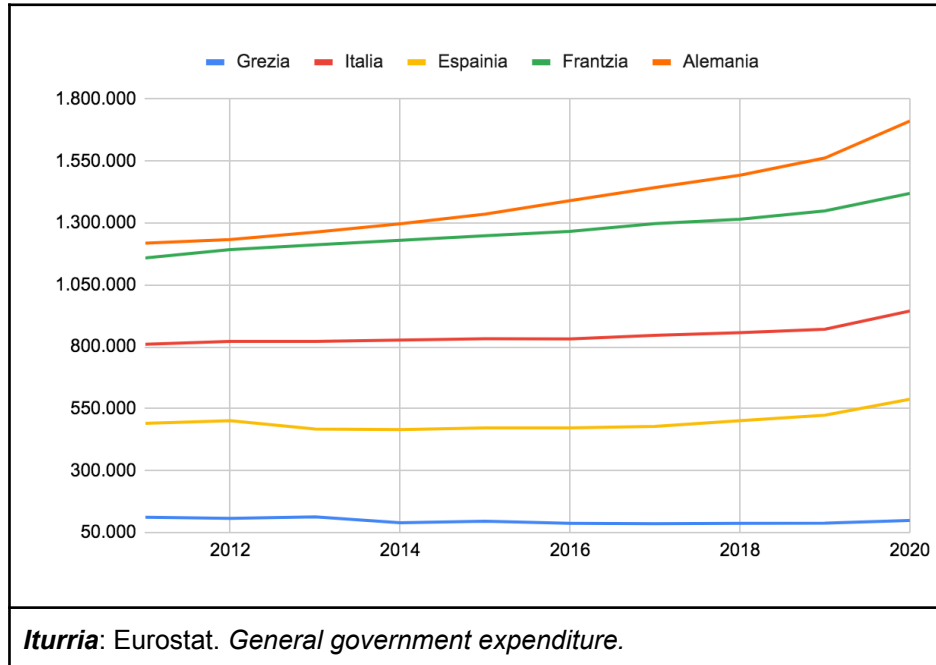
³ **Azken auzialdiako mailegu-emailea.** Bankuak likidezia krisi batean, pasibo likidoaren zati handi bat kentzeko eta aktibo likidoak finantzatzen jarraitu ahal izateko, azken auzialdiako mailegu emaile bat behar da. Azken instantziako mailegu emailearen papera banku zentralak betetzen dute, bankuei funts gehigarriak mailegatu ahal dizkietelako, beren aktiboak berme gisa hartuta.

6. Grafikoa. Euroguneke inflazio-tasa (portzentajea)



Mundu osoko herrialdeek hainbat estrategia aplikatu zituzten koronabirusaren pandemiari aurre egiteko, baina ia denek egin zuten zerbait komunean: gastu publikoa handitu osasun-krisiari aurre egiteko. Osasun gastuez gain, gobernu gehienek laguntza finantzarioa eskaini zieten pandemiak eragindako paralisiak ekonomikoki kaltetutako pertsoneri eta negozioei. Nazioarteko Diru Funtsak (NDF) kalkulatu zuen mundu mailan 12 bilioi US dolar gastatu direla covid-19aren "kolpea moteltzen". Neurri fiskal horiek "bizitzak eta bizirauteko bitartekoak salbatu dituzte", nabarmendu zuen erakundeak.

7. Grafikoa: Europako herrialdeen gastu publikoaren eboluzioa (milioi eurotan)



4.3 Zor publikoa

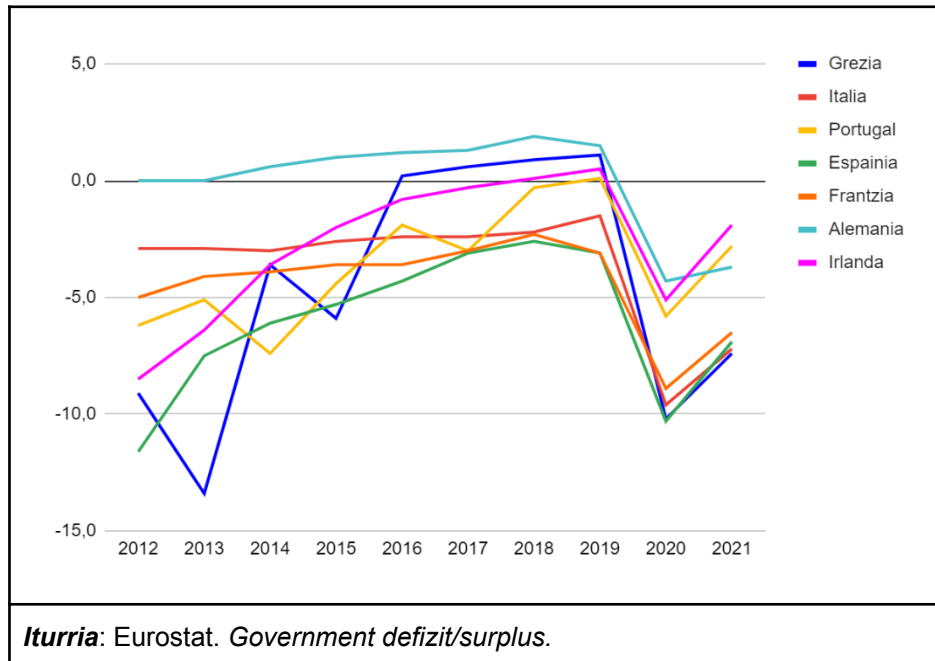
Nazioarteko gastu publikoaren hazkundeak, jarduera gelditzearen ondorioz zerga-sarreretan izandako beherakada handiari gehituta, inoiz ikusi gabeko zerbait ere eragin du: munduko zor publikoa bere maximo historikora iritsi da, eta, lehen aldiz, nazioarteko Barne Produktu Gordinaren (BPG) %100 ingurukoa izan da (BBC News, 2020). Beste era batera esanda, historian lehen aldiz zor publiko globala munduko ekonomiaren tamainarekin berdintzea eragin zuen.

Zor publikoa edo zor subiranoa estatu batek inbertitzaile partikularrekin edo beste herrialde batekin duen zor osoa da. Estatu batek defizit publikoa egiten duenean, sartu duena baino gehiago gastatu duelako, besteren finantzaketa-iturri bat aurkitu behar du, eta, horretarako, finantza-aktiboen jaulkipenak egiten ditu. Ohikoena da estatu batek defizit hori zor-tituluen jaulkipenen bidez finantzatzea (altxorren letrak⁴, bonuak edo obligazioak⁵).

⁴ **Altxorren letrak.** Altxorren letrak epe laburrera jaulkitzen dira (bi urtetik beherakoak), eta haien interesak modu bateratuan ordaintzen dira kontratatutako aldiaren amaieran.

⁵ **Bonuak eta obligazioak.** Bonuek eta obligazioek aldi behingo interesa dute, normalean urtekoa, eta ordaindu egiten da. Bonuak hiru eta bost urtera jaulkitzen dira; obligazioek, berriz, bost urtetik gorako epemuga dute.

8. Grafikoa. Europako herrialdeen defizita/superabita %tan BPGarekiko



Hainbat faktorek azal dezakete euroguneko herrialde batzuek gaur egun duten zor publikoaren maila handia; bereziki, beren BPGaren %100 baino gehiago duten herrialdeetan. Esate baterako, Espainiaren kasuan, zor subiranoaren krisia izan liteke (2009-2012), 2012ko laugarren hiruhilekoan 100.000 milioi euro zorpetu ondoren. Era berean, krisi prepandemiko horren ondorioz, Greziak, Irlandak eta Portugalek zor publikoa handitu zuten, 2011n erreskatatuak izan ondoren.

2020. urtean Malthus motako iragarpen⁶ batek eragin du zor publikoaren igoera, COVID-19aren pandemiak herrialde kaltetuenak osasun- eta prebentzio-sistemetan egiten duten gastu publikoa nabarmen handitzera behartu baititu, bi sistemetako egungo alderdi ahulak zuzentzeko; halaber, langabezia-asegurua finantzatzera behartu ditu, langabeen biziraupen-bitartekoak ziurtatzeko.

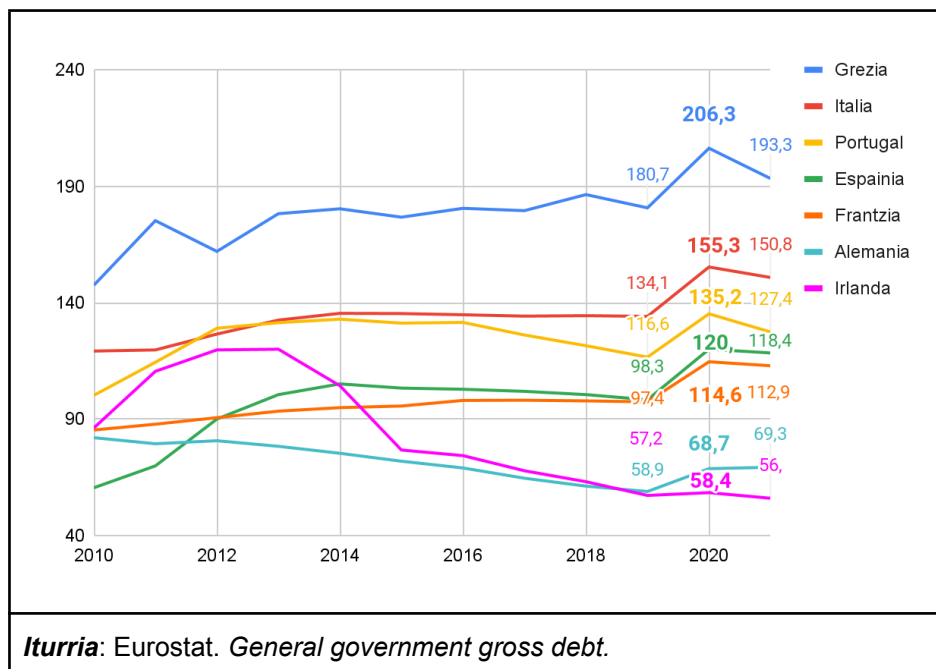
Ekonomiaren atzeraldi sakonaren ondorioz, zerga-errentek uko egiten zioten, gobernuek pandemiaren eraginpean zeuden negozio eta etxeei laguntza fiskal handia zabaltzearekin batera. Gobernuek finantza-merkatuetan hartu zuten mailegua, eta, ondorioz, zor subiranoa eta BPG ratioak funtsean igo ziren.

2021. urtean, herrialde askok urteko BPGaren %100etik gorako zorra zuten. Interes-tasak zero inguruan edo negatiboan eta, garrantzitsuena, BPGaren hazkunde-tasatik behera mantentzen ziren bitartean, erraz jasaten dira zor altuko

⁶ **Malthus motako igarpena.** Malthuseko legeak etorkizunean katastrofe malthusiarra izeneko fenomeno bat gertatuko zela iragartzen zuen, non elikadura-baliabideak argi eta garbi jasanezinak izango ziren munduko populazioa mantentzeko, eta gerra eta gosete larriak etorriko ziren, gizateria txikituko zutenak.

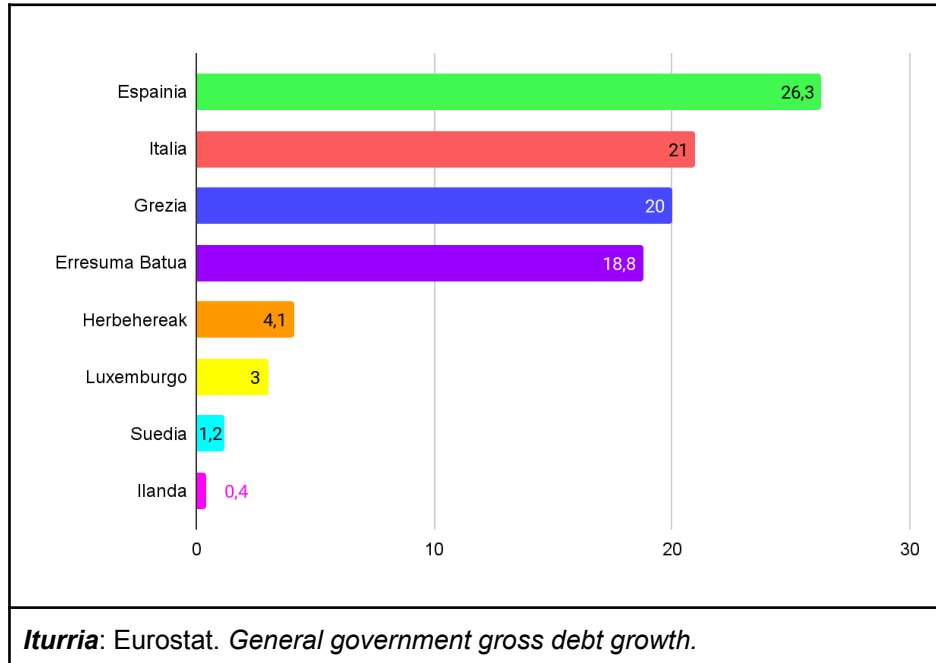
ratioak. Hala ere, herrialdeek prestatu behar dute finantzazio subiranoaren igoera BPG hazkunderen tasa baino handiagoa ez izateko. Bereziki problematiko da, herrialde askotan, zor ratioek ez zutela behera egin 2013tik 2019ra arte berreskuratutako urteetan ere, eta herrialde horiek, oso finantzazio baldintza eskasak zituzten. Europan, adibidez, Frantzia eta Italia. Ondorioz, herrialde horiek koronabirus krisian sartu ziren hasierako posizioa, iraunkortasun fiskalari dagokionez, beste batzuetan baino okerragoa zen, non zorra murriztu egin baitzen (Wieland, 2022).

9. Grafikoa: Europako herrialdeen zor publikoaren eboluzioa BPGarekiko



Europako zor publikoa orokorrean handitu zen pandemia garaian, baina eraginak askoz gehiago nabaritu ziren herrialde batzuetan beste batzuetan baino. Irlandak, administrazio publikoen zor gordinari dagokionez, ehuneko 0,4 puntuko igoera besterik ez zuen izan 2019ko laugarren hiruhilekoaren amaieratik 2021eko hirugarren hiruhilekoaren amaierara arte. Espainiaren zor publikoa, aldiz, 26,3 puntu igo zen. Horrela, herrialdeak hazkunderik handiena izan zuen aldi horretan EBko estatu kideen eta Erresuma Batuen artean, Erresuma Batuko Estatistika Bulego Nazionalak (ONS) jasotako zifrekin bat etorritik. Agintaritza britainiarraren datuen arabera, EBko herrialdeetan, batez beste, 12,9 puntu portzental igo zen.

10. Grafikoa: Zor publikoaren hazkundera 2019tik 2021era (puntu portzentualetan)



Hogeita zazpi herrialdeen artean, 2021eko hirugarren hiruhilekoaren amaieran Greziak (%200,7), Italiak (%155,3), Portugalek (%130,5) eta Espainiak (%121,8) zituzten zor publikoaren ratio handienak (Eurostat, 2022).

1. kutxa. Irlandaren kasua

BPGan oinarritutako Irlandako ekonomiaren azterketa ikusgarria da. Ekonomiak hazkunde positiboarekin salbatu zuen 2020a, eta jarduerak behera egin zuen Europako gainerako herrialdeetan. Hala ere, Irlandako ekonomiaren osasuna "apaintzen" duten datu horiek guztiek nolabaiteko tranpantojoa sortzen dute, errealitate desberdina ezkututzen duena, non ikus daitekeen enpresa multinazionalak funtsezko papera jokatzeko dutela BPGa artifizialki handitzeko orduan eta ekoizpen osoa oinarri edo ratio gisa erabiltzen duten adierazle guztiak puzteko (esaterako, BPGren gaineko zor publikoarena). Egia esan, susperraldiaren zati handi bat atzerriko enpresa multinazionalen sektore nabarmenak bultzatzen du.

BPGa hiru aldetatik neur daiteke: gastuarena, eskaintzarena eta errentena. Irlandan gertatzen dena ulertzeko argigarriagoa da BPG errentaren aldetik aztertzea, hau da, soldata-masa, ustiapeneko soberakin gordina⁷ eta ekoizpenaren eta inportazioen gaineko diru-laguntzen zerga garbiak batuta. BPGk barnean sortutako errenta horien guztien "nazionalitatea" kontuan hartu gabe kontabilizatzen dituzenez, multinazionalak ordaintzen dituzten irabaziak eta zergak Irlandako BPGan islatzen dira. Irlandako ekonomia pandemian zehar gelditu bada ere, bere BPGak beste ekonomia aurreratu gehienek baino emaitza hobekak izan ditu 2020an. Horrek finkatu egiten du Irlandak Europan duen BPGren lidergo-posizioa. Itxurazko indar hori, neurri handi batean, enpresa multinazionalak sortutako produktu farmazeutikoen eta informazioaren teknologien esportazioen etengabeko gorakadari zor zaio, eta sektore gehienetan enpleguaren eta jardura ekonomikoaren kolapso handia estaltzen du (Nieves, 2021).

2020an, Irlandako zor publikoa 217.879 milioi eurokoa izan zen, eta 13.893 milioi hazi zen 2019tik, 203.986 milioi eurokoa izan baitzen. Kopuru horrek esan nahi du 2020ko zorra Irlandako BPGaren %58,4ra iritsi zela, 1,2 puntuko igoera 2019koaren aldean, orduan zorra BPGaren %57,2 izan baitzen. Zor publikoak gora egin du 2010etik, zor globalari dagokionez, 144.230 milioi eurokoa izan baitzen, baina jaitsi egin da BPGren ehunekoan, urte hartan BPGaren %86,2koa izan baitzen (Datosmacro, 2020).

Argitaratutako azken datuaren arabera, 2020an, biztanle bakoitzeko zorra 43.521 eurokoa izan zen Irlandan, eta, beraz, biztanleak munduko zorpetuenen artean daude. 2019an 41.089 eurokoa izan zen; beraz, biztanleko zorra 2.432 euro igo da (Datosmacro, 2020).

Per capita errentaren eta kontsumoaren zatirik garrantzitsuenetan eskuragarri dauden datuetan sakontzen dugunean, Irlandaren nazioarteko posizio erlatiboa zortzigarren eta hamabigarren lekuen artean aurkitzen da Europar Batasunean, normalean uste dena baino askoz ere beherago. Sailkapenaren beherakada hori multinazionalen distortsioak ezabatzetik dator, eta baita Irlandako kontsumitzailearen prezioak nahiko altuak direla kontuan hartzetik ere.

Desberdintasun horren adibide on bat erosteko ahalmenaren parekotasunaren arabera BPG per capitaren datuak etxeetako errenta erabilgarrikoekin alderatzean ikus daiteke. Eurostaten arabera, Irlandako erosteko ahalmenaren parakotasunaren arabera BPG per capita 62.700 eurokoa da, eta Europako ekonomiarik aberatsena da, adierazle horren arabera. Aldiz, erosteko ahalmenaren parekotasunaren arabera familien errenta erabilgarri doituak Irlanda 21.877 euroekin uzten du, euroguneko batez bestekoaren azpitik, baina baita Italia bezalako herrialdeetatik edo Espainiako ekonomia bezalako ekonomietatik oso gertu ere.

⁷ Ustiapeneko soberakin gordina. Enpresa-mozkinak, autonomoen errenta, interesak, alokairuak...

2. kutxa. Greziaren kasua

Greziaren zor publikoa 353.389 milioi eurokoa izan zen 2021ean, 12.256 milioi hazi zen 2020tik, 341.133 milioi eurokoa izan zenean, eta munduan zor gehien duten herrialdeen artean dago. Kopuru horrek esan nahi du 2021ean zorra Greziako BPGren %200,7ra iritsi zela, hau da, 2020an baino 6 puntu gutxiago, orduan zorra BPGren %206,3 izan baitzen. Grezia munduko BPGrekiko zor handiena duten herrialdeen artean dago. Argitaratutako azken datuaren arabera, Greziaren 2021ean biztanle bakoitzeko zorra 33.093 eurokoa izan zen, eta, ondoren, biztanleak munduko zorpetuenen artean daude. 2020an 31.945 eurokoa izan zen; beraz, biztanleko zorra 1.148 euro igo zen (Datosmacro, 2021). Baina zergatik eman da sekulako egoera Grezian?

Greziako zorraren berezitasunari erreparatzen badiogu, ikusiko dugu ez dela azaltzen bere herritarren ustezko finantza-arduragabekeriagatik. Ekonomia Lankidetzaren eta Garapenerako Antolakundearen arabera, Greziako enpresen eta familien zorpetze bateratua euroguneko txikiaren artean zegoen 2007an (kreditu-burbiularen unerik gorena). BPGaren %113 zen, Alemaniako %161, Frantziako %200 eta Espainiako %275a baino askoz txikiagoa. Gaur egun, Grezia zorpetze pribatu txikiaren duten Europako ekonomien artean dago oraindik, baina egoera hori ez da zor subiranoari dagokionez gertatzen.

Greziaren egitate bereizgarria bere sektore publikoaren funtzionamenduan datzala adostu da. 2007an, Espainiako zor publikoa BPGren %35,5ean zegoen bitartean, Greziaren zorra %103,1era iristen zen. Greziako sektore publikoa gairik gaitzesatuta zegoen. Akats larria egon zen politika ekonomikoan.

Arrazoi asko daude Greziaren egoera hain txarraren zergatia azaltzeko. Lehenik eta behin, krisi ekonomikoa askoz ere sakonagoa izan zen Grezian. Greziarrek gastu publikoa %17,4 murriztu zuten. Gainera, BPGaren -%23,1eko uzkurte nominala egon zen. Horri guztiari diru-sarreraren %12ko murrizketa gehitu behar zaio. Krisiaren bezperan, diru-sarreraren eta gastu publikoaren arteko aldeak -2,2 puntuko defizit primarioa adierazten zuen. Zorra ez da balio absolutuetan neurtzen, herrialde bakoitzaren BPGaren arabera baizik. Horrela, zorraren ratioen igoeraren zati bat izendatzailearen murrizketari dagokio, ez zenbakitzailean gertatzen denari. Eragin horren ondorioz, zorra BPGarekiko 42,8 puntu igo zen Greziaren kasuan (Fuentes, 2015).

Bigarrenik, Grezia krisiaren hasieran askoz zorpetuago zegoenez, kostu handiagoa jasan behar izan zuen interes gisa (metatutako zorrarekiko proportzionalak dira interes horiek). Zor publikoaren lehergarritasuna esaten zaio horri, izan ere, interesak hazi egiten dira zorraren bolumena handia delako, eta zorraren bolumena hazi egiten da interesak altuak direlako.

COVID-19aren pandemiaren osasun-krisiak behin betiko aldatu du finantza publikoak eta beste politika publiko batzuk egiteko modua Eurogunean, ez soilik haren finantzak eta faktore instituzionalak jarraitzeko, baita gizarte-segurantzako eta osasun-laguntzako sistemak ere. Jakina da azken hamarkadan bizi-itxaropenak gora egin duela euroguneko herrialdeetan, eta horrek gizarte-gastuari ere eragiten dio, hala nola osasunari, erretiro-pentsioei eta zaharren egoitzei. Izan ere, etorkizunean gaixotasunak eta pandemiak prebenitzeko berrikuntzan, ikerketan eta garapenean (I+G) egindako osasun-gastu publikoak ere zehaztuko du finantza publikoaren ibilbidea. Gainera, ezinbesteko baldintza da osasun-langileen soldata eta lan-baldintzak hobetzeko, hainbat mailatan. Horrenbestez, garrantzitsua da zor publikoaren gaur egungo determinatzaileak ebaluatzea, Covid-19aren pandemiaren erdian zor publikoaren iraunkortasuna gehiago ebaluatzeko irizpen-elementu gehiago izateko.

4.4 Espainiaren kasua

Espainiako ekonomian %1,8ko hazkundera aurreikusten zen, baina COVID-19aren krisiak %9,7ko jaitsiera eragin zuen, %10 inguruko defizit publikoarekin batera. Ekonomiaren dezelerazioari dagokionez, Txinako hornidura-kateak izurritearen eztandaren arabera hautsi zirenez, Espainiako fabrika askok ekoizpena moteldu zuten, osagairik ez zegoelako. Espainian alarma-egoera deklaratuak jada bidean zegoen prozesu bat baino ez zuen bizkortu, funtsezkoak ez ziren sektore ekonomikoen hibernazioa (Sérvulo, 2020).

COVID-19ak sortutako pandemiak Espainiako ekonomiak 2020rako espero zuen hazkundera hautsi zuen. Ondorio negatiboenetako bat kontu publikoetan eragin zuen kaltea izan zen. Egoera horrek ahalegin jarraituak eskatuko ditu ondorengo urteetan defizita eta zor publikoa 2019ko mailara bideratzeko. Shock exogeno horren ondorioz, Espainiako barne-produktu gordina (BPG) %5,1 uzkurtu zen 2020ko lehen hiruhilekoan. Bigarren hiruhilekoko uzkurduz askoz ere handiagoa izan zen, hiruhilekoko -%18,3ko tasarekin. Azken beherakada horren arrazoi nagusia funtsezkoak ez diren ekoizpen-jardueren geldiera izan zen (INE, 2020).

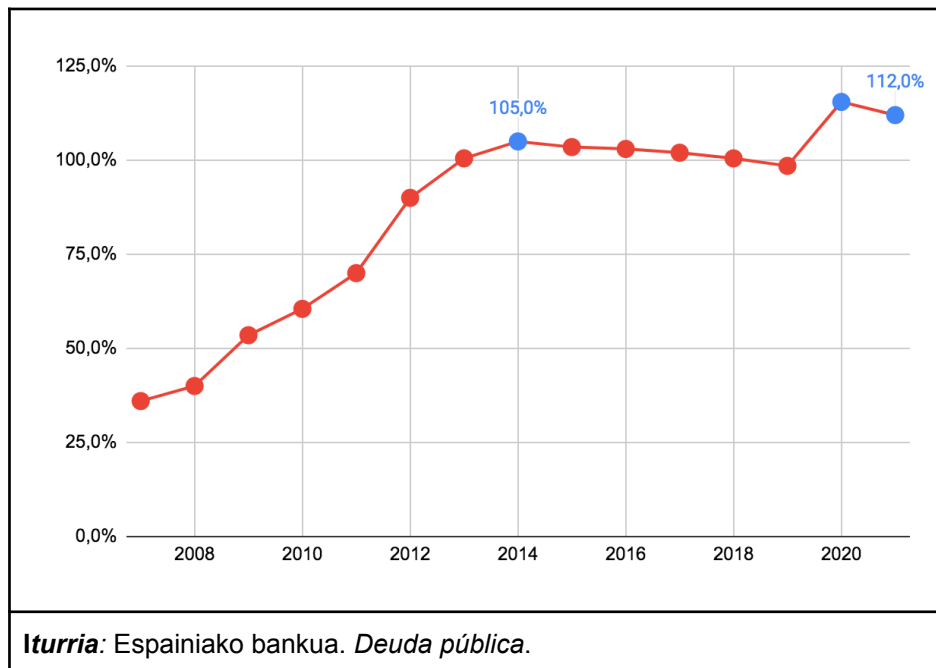
2020ko Egonkortasun Programaren Eguneratzearen (2020ko EPE) arabera, zor publikoaren maila BPGren %115,5ean kokatuko zen 2020. urtean, 20 puntuko igoerarekin (%95,5etik). Zenbatespen horien arabera, zor publikoa 1,189 bilioi eurotik (2019) 1,293ra (2020) handituko zen, 103,8 mila milioiko igoerarekin. Halere, Espainiako Bankuak zorraren stockari buruz emandako azken datuek erakutsi zuten zorraren hazkundera gobernuak 2020KO EPEan aurreikusitakoa baino askoz handiagoa izango zela. Hala, 2020ko ekainean zor publikoaren stocka 1,289 bilioi eurokoa izan zen, eta kopuru hori gobernuak 2020 osorako egindako kalkuluaren ia berdina zen. Sei hilabetez zor publikoa 101.000 milioi euro igo zen, gobernuak urte osorako aurreikusitako 103.800 milioi euroen aldean. Hazkunde horren %87 martxotik ekainera bitartean gertatu zen, hilean 22.000 milioi euroko batez bestekoarekin. Hazkunde-erritmo horri jarraituz gero, 2020. urtearen amaieran Espainiako zor publikoa 230.000 milioi euro ingurukoa izango litzateke. Beraz, pandemia hasi zenetik ikusitako joeraren ondorioz, litekeena da 2020ko amaieran zor publikoaren stocka 1,4 bilioi eurora hurbiltzea (Espainiako Bankua, 2020).

Hamarkada batean, bigarren aldiz gertatu da Espainiako zor publikoaren maila horrenbeste aldatzea. 2008ko finantza-krisia zor publikoaren maila 65 puntu igo zuen zazpi urtean soilik: EBko zorpetze-maila txikienetako bat izatetik (2007an %35,8), altuenetako bat izatera igaro zen (2014an %100,7). 2008ko finantza-krisiaren eta COVID-19ak sortu berri zuen krisiaren ondorioz, Espainiako zor publikoaren maila 2008 eta 2020 artean BPGaren 80 puntu baliokide baino gehiago handitu zen, gutxi gorabehera 0,9 bilioi eurora. 2014tik 2019ra, hedapen-fase betean, zor publikoaren maila BPGren 5,2 puntu murriztu zen. Hala ere, murrizketa hori zor-ratioaren izendapen-efektuagatik bakarrik gertatu zen: zirkulazioan zeuden pasiboek %14,4; BPG, berriz, %20,6 hazi zen. 2020an, Espainiako zor publikoak beste koska bat egin

zuen gora, eta, horren ondorioz, BPGaren 25 puntu igo zen gutxienez (Espainiako Bankua, 2020).

Hortaz, 2020tik aurrera Espainiak epe luzeko zorraren iraunkortasun-arazo bati egin behar dio aurre. Beste arazo batzuez gain, epe ertainean sor litezkeen finantzaketak, zor-maila handi batek murrizketa handiak ezartzen ditu etorkizuneko shock exogenoak eta politika kontraziklikoa bere gain hartzeko. Erakunde batzuen arabera, beharrezkoa litzateke epe luzeko kontsolidazio fiskaleko prozesu bat planifikatzea, zorraren ratioa %60tik behera kokatzeko. Hain zuzen ere, Erantzukizun Fiskaleko Agintaritza Independentek (EFAI) egindako simulazioak erakutsi zuen gutxienez bi hamarkada beharko zirela zorra covid aurreko egoerara eramateko, betiere defizita 0,5 puntu murrizten bazen urtero, superabit primarioa lortu arte. Eta defizita murrizteko bide horrekin berarekin, %60ko helburua betetzea ezingo litzateke lortu gutxienez 2050era arte EFAIren arabera (Burriel, 2020).

11. Grafikoa: Espainiako zor publikoaren eboluzioa (BPGaren gain)



5. PANDEMIAREN ERAGINA ZOR PRIBATUAN

Pandemian ezarritako politika ekonomikoek krisiak familien finantza-egoeran sortutako eragina arindu zuten. Alde batetik, etxeen diru-sarreraren beherakada handiagoa saihestu zen; beste alde batetik, Europako Banku Zentralaren moneta-politika egokituak zorraren interesengatiko ordainketak murriztea ekarri zuen. COVID-19aren krisiak etxeetan izan zuen eragina oso esanguratsua izan zen. Baina, politika ekonomikoen zeregina erabakigarria izan zen pandemiak familien finantza-egoeran dituen ondorio ekonomiko kaltegarriak arintzeko (Montoriol-Garriga, 2021).

Zerga-arloan, etxeetako errentei eusteko neurri batzuk aktibatu ziren, eta horien artean nabarmentzekoak dira aldi baterako lan-erregulazioak eragindako langileentzako transferentzia publikoak. Gainera, langabezia-prestazioak indartu ziren, oinarrizko hornidurak ziurtatu ziren, alokairuak ordaintzen laguntzea barne, eta gutxieneko bizi-sarreraren eskema bat jarri zen martxan. Era berean, maileguen lege- eta sektore-luzamenduak⁸ ere ezarri ziren, hipoteka-bermearekin nahiz bermerik gabe, zailtasunak zituzten familiek finantza-betebeharrak ez betetzea eragozteko.

Moneta-politikari dagokionez, EBZaren jardueren azkartasunak eta sendotasunak finantza-baldintza oso onuragarriak eustea ahalbidetu zuten, eta familiek hartutako zorrari lotutako interesengatiko ordainketak murrizten lagundu zuten. Familien zorpetze-ratioa zertxobait handitu zen 2019ko laugarren hiruhilekotik 2021eko bigarren hiruhilekora, baina finantza-karga murriztu egin zen zorraren batez besteko kostuaren jaitsierari esker, gutxieneko historikoetan baitzegoen (Montoriol-Garriga, 2021).

5.1 Aurrezki-tasa

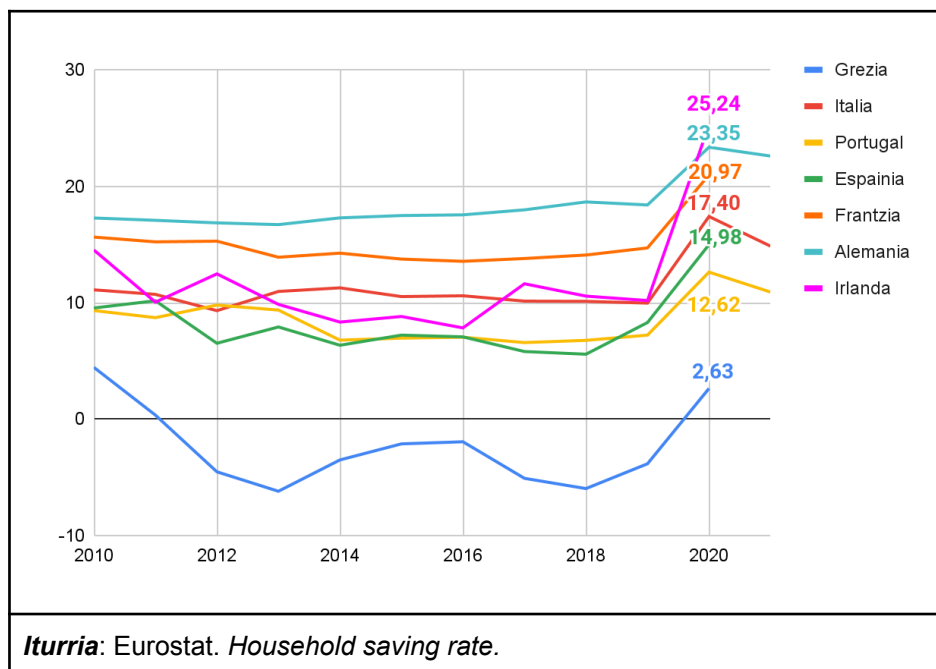
Aurrezki-tasa, ekonomian, aurrezkira bideratzen den barne-produktu gordinaren (BPG) ehunekoa adierazten duen adierazlea da. Hau da, aurreztera bideratzen den errentaren ehunekoa. Esaten badugu herrialdeak aurrezki-tasa handia duela, horrek erakusten du, *a priori*, herrialdeak baduela etorkizunean bere inbertsioak finantzatzeko gaitasuna. Hala ere, horrek adieraz dezakeen bezala, kontsumoa baxua izaten ari dela erakusten du, eta, beraz, kontsumitzaileek etorkizun ekonomikoari buruz duten konfiantza txikia den sintoma izan daiteke; horretarako, etorkizuneko arazoaren aurrean aurreztearen areagotzen dute.

COVID-19aren pandemiak eragindako krisi ekonomikoari lotutako alderdi azpimarragarri bat izan zen familien aurrezki-tasak izan zuen gorakada. Izan ere, 2020ko urtariletik irailera bitartean, bai Espainian, bai eurogunean, familien

⁸ **Lege- eta sektoreko-luzamenduak.** Luzamendu horiei esker, ezaugarri jakin batzuk betetzen zituzten pertsonak denbora batez atzeratu ahal izan zuten maileguen itzulketa. Berandutza-programengatiko ordainketa-obligazioen aldi baterako etendurako kredituen saldo bizia 56.168 milioi eurokoa zen, hau da, luzamenduei atxiki ahal zitzaizkien mailegu-zorroetan emandako kredituaren balio osoaren %8.

aurrekia BPGaren ehuneko 3,5 puntu inguru handiagoa izan zen, batez beste, azken bost urteetako lehen hiru hiruhilekoetan ikusitakoa baino. Gehiegizko aurrezpen horren zati handi bat banku-gordailu gisa metatu zen (Cuenca, Martínez eta del Río, 2021).

12. Grafikoa: Europako herrialdeko familien aurrezki-tasaren eboluzioa (errenta erabilgarri gordinarekiko).



Hiruhilekoen araberako bilakaerari dagokionez, 2020. urteko bigarren hiruhilekoan iritsi zen aurrezki-tasarik handiena, %25,7, konfinamendu-aldiarekin batera, eta, ondoren, %10,6ra jaitsi zen azken hiruhilekoan. Bigarren hiruhilekoko aurrezkiaren hazkunde handia, batez ere, nahitaezko aurrezpena izan zen, jardura ekonomiko askoren itxieraren ondorioz gastu jakin batzuk egiteko ezintasunaren ondorioz. Ondorengo hiruhilekoetan, konfinamendua amaitzearekin eta negozioak berriro irekitzearekin batera, nahitaezko aurrezkiak behera egin zuen, baina ez zen desagertu, murrizketa handiak mantendu baitziren ordutegiei, edukierei, eskualdeen arteko mugikortasunari eta abarri dagokienez. Horri, egoera pandemikoak sortutako ziurgabetasunaren aurrean aurretiko aurrezpen balizko igoerarekin batera, eta, ziur asko, aurrezpen gehigarri bati ere lotuta dago, etxetik kanpoko jardueren borondatezko murrizketaren ondorioz.

Aurrezkiaren zati bat inbertsiora bideratu zen, eta, beraz, familiek finantzatzeko gaitasuna sortu zuten. Soberakin horren beste zati bat zorra murriztera bideratu zen. Zenbateko moderatua da, azken urteetakoa baino handiagoa, baina 2011tik 2016ra bitarte xede horretara bideratutako zenbatekoak baino askoz txikiagoa. Kontuan hartuta 2020an familiei emandako kreditu berria murriztu egin zela, esan daiteke

finantza-soberakina ez zela erabili zorra aldez aurretik amortizatzeko, krediturako baliabidea murrizteko baizik (Fernández, 2021).

Aurrezkiaren bilakaera hori eman zen etxeetako kontsumoaren beherakada errentena baino askoz nabarmenagoa izan zelako. Izan ere, azken hori, neurri batean, pandemiaren ondorio ekonomiko kaltegarriak arintzeko hedatu ziren laguntza publikoek sostengatuta egon ziren. Era berean, hainbat faktorek kontsumo pribatuaren atzerakada historikoari bultzatu zuten, familien diru-sarreraren murrizketaz haratago. Horrela, kontsumoaren beherakadaren zati bat familiek beren aurrezki handitzeko zuten nahiaren ondorio izan zen, osasun eta ekonomia arloko inguruabarren aurrean, ziurgabetasun handiko arretagatik. Egoera horretan, nabarmen okertu zen familiek etorkizuneko finantza-egoerari edo langabeziaren bilakaerari buruz duten pertzepzioa (Cuenca, Martínez eta del Río, 2021).

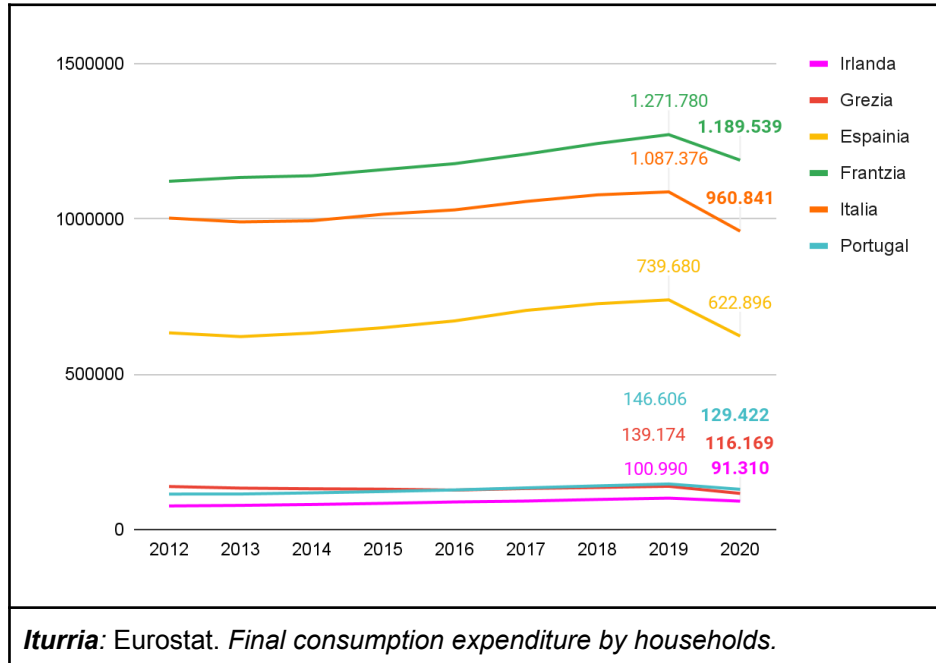
Eredu hori antzekoa izan zen eurogune osoan, nahiz eta aurrezki-tasaren hazkundera handiagoa izan zen Espainian. Zehazki, euroguneako aurrezki-tasa Espainiakoaren antzekoa izan zen bigarren hiruhilekoan, baina hasierako mailatik abiatuta, Espainian erregistratutakoaren bikoitza zen. Aurrezki-tasaren hazkunde handiago horrek kontsumo pribatuaren beherakada handiagoa islatzen zuen, krisiaren inpaktu handiagoaren eta murrizketa zorrotzagoen ondorioz. Bestalde, itxierak gehien erasandako jarduerak espainiarren gastuaren ehuneko handiagoa hartzen zuten (arrazoi kulturalak dela eta) Erkidegoko kontsumitzaileena baino, eta horrek Espainiako kontsumoaren hasierako beherakada handiagoa azaltzen lagunduko zuen (Fernández, 2021).

5.2 Kontsumo pribatua

Kontsumo pribatuaz hitz egiten da erakundeek, enpresek, familiek eta gizabanakoek denbora-tarte jakin batean egindako gastua aipatzerakoan, haien beharrak merkatuko ondasun eta zerbitzu desberdinen bidez asetzeko. Kontsumoaren jaitsiera %12 izan zen, hau da, 85.605 milioi euro, eta errentaren jaitsiera baino askoz handiagoa izan zen; horrek esan nahi du aurrezki 60.807 milioi handitu zela, 108.844 milioiraino, eta zifra horrek bikoiztu egin zuen aurreko urtekoa. Urte osoko aurrezki-tasa %14,7ra igo zen 2020an, serie historikoaren maximora (Fernández, 2021).

2020rako zifrak COVID-19aren pandemiaren ezohiko ondorioen eraginpean dauden arren, EBko etxeetako kontsumoaren bilakaerak 2000 eta 2020 artean epe luzeagoko joerak ezagutzea ahalbidetzen du. 2020. urtean, EBko familien guztizko kontsumoa BPGaren %50,5era igo zen. Jaitsiera esanguratsua da 2019 urtearekin alderatuta, orduan BPGaren %52,4ra igo baitzen. 2003, 2005, 2008, 2009 eta 2012 urteetan izan ezik, 2000tik beheranzko joera orokorra ikusten da, etxeetako kontsumoa BPGaren %55,3ko maximora iritsi baitzen (Eurostat, 2022).

13. Grafikoa: Europako herrialdeen kontsumo pribatuaren eboluzioa (milioi eurotan)



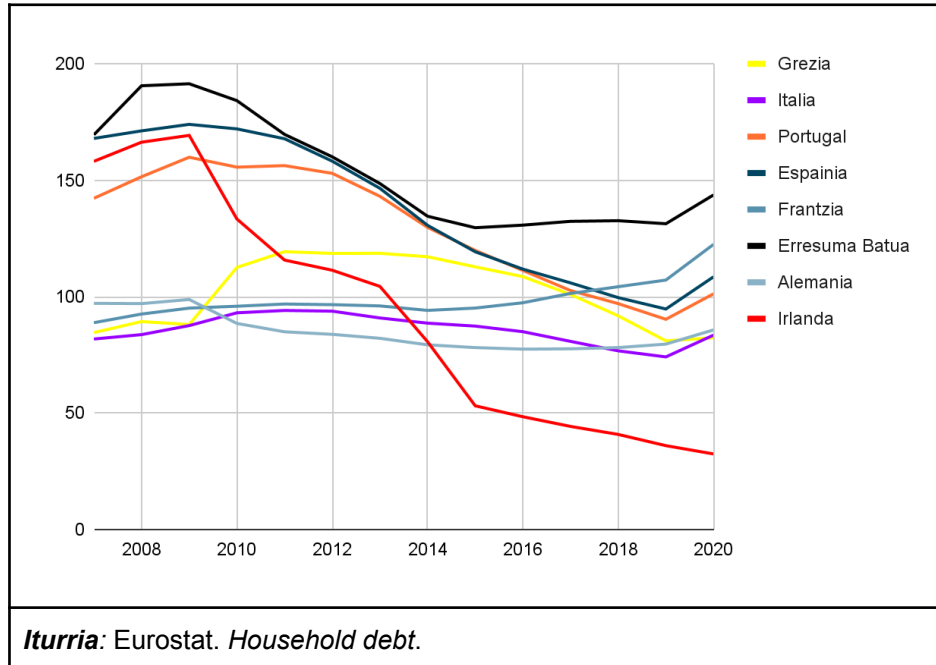
Bolumenei dagokienez, etxeetako kontsumoaren azterketak ere ideia interesgarri batzuk lortzeko aukera ematen du: bolumenek (guztira) 2010-2020 aldian izan duten bilakaerak pixkanaka gora egin duela erakusten du, salbuespen batzuekin, 2020ra arteko aldi osoan. 2020an, jaitsierek COVID-19aren pandemiaren eragina islatzen dute berriro. 2019arekin alderatuta, jaitsiera handienak "jatetxe eta hoteletan", "aisialdia eta kultura" eta "jantziak eta oinetakoak" ataletan izan dira. Hazkunderik handienak "elikagaiak eta alkoholik gabeko edariak", "komunikazioak" eta "etxeo altzariak eta ekipamendua" ataletan izan ziren (Eurostat, 2022).

5.3 Zor pribatua

Zor pribatutzat hartzen da administrazio publikoa ez den edozein pertsona fisiko edo juridikok duen zorra. Hau da, zor pribatua zor hori sortzen da pertsona batek mailegu edo kreditu bat eskatzen duenean, enpresa batek bonuak, ordaindukoak eta abar jaulkitzen dituenean. Hori guztia zor pribatua da. Herrialde baten zor pribatua herrialde horretan bizi diren enpresa, familia eta finantza-erakunde guztiek dituzten zor guztien batura da. Alde batera utzita, hori bai, zorra daukanarekin, inbertitzaile nazionalekin edo nazioartekoekin bada.

Ondorengo grafikoan Euroguneko hainbat herrialdeetan izandako zor pribatuaren datuak agertzen dira. Bertan, argi ikus daiteke pandemiaren krisi ekonomikoak ez duela 2008ko krisi ekonomikoaren eragin antzekorik izan. Hartutako neurri ezberdinek eta kontsumoaren beherakada masiboek argi islatzen dute Euroguneko biztanleek izandako erreakzioa ezberdina izan dela.

14. Grafikoa: Zor pribatuaren eboluzioa BPGarekiko

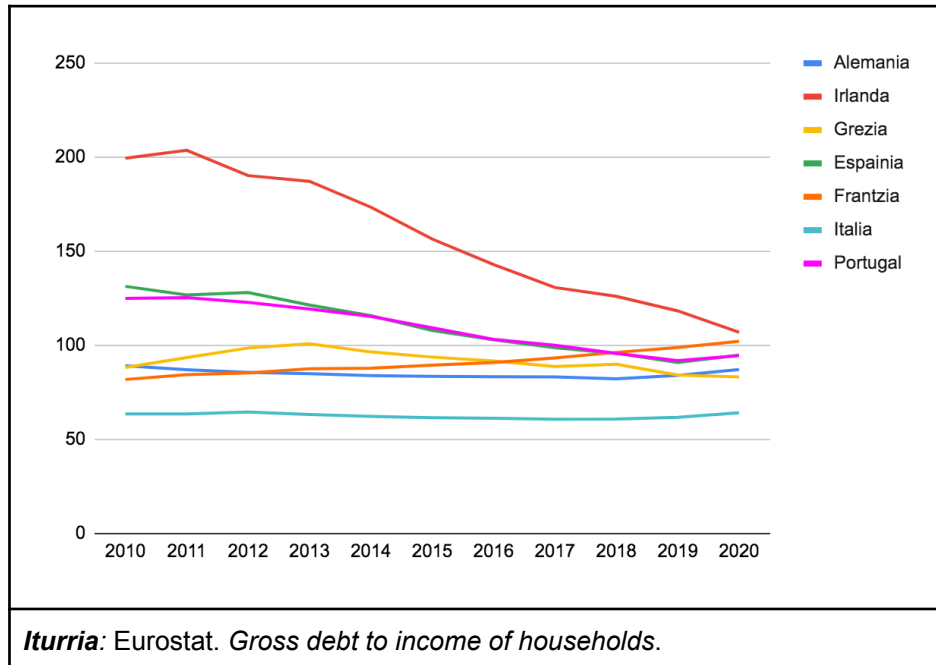


Sozietate ez-finantzarioen zorra 906.000 milioitik 963.000 milioira igo zen, hau da, BPGaren %86,6, nahiz eta enpresen arteko zorra kontuan hartuz gero, ratioa %109,7ra igo zen. Etxeko unitateen kasuan, ordea, zorra 705.000 milioitik 698.000 milioira jaitsi zen, BPGren %62,8. Hala eta guztiz ere, 2021eko lehen hiruhilekora arte eta azken lau hiruhilekoetako termino metatuetan, familien eta enpresen finantza-eragiketa garbiek 10.700 milioi euroko superabita izan zuten, BPGaren %1aren baliokidea, urtebete lehenago ikusitako %2,6aren aldean (De La Cruz, 2021).

Etxeetako zorra diru-sarreretan oinarritutako ratioan aztertuz gero, ondoriozta daiteke herrialde gehienetan zor-ratioa zertxobait handitu zela pandemiaren lehen urtean. Horren arrazoa ez da zorra bera handitu izana, baizik eta etxe gehienetan diru-sarrerak murriztu izana, jarduera ekonomikoari dagokionez aplikatutako errestrizioen ondorioz.

Hala ere, datuak asko aldatzen dira herrialde batetik bestera. Ondorengo grafikoan aurrez Irlandari buruz adierazitakoa ikus daiteke. Irlandak oso zor ratio txikia du bere BPGan oinarrituta aztertzen badugu, herrialdean ezarritako multinazional handien ondorioz puztuta baitago. Hala ere, biztanleen diru-sarrerei dagokienez zorrari buruz hitz egiten dugun unean, azterketa oso ezberdina da. Ondoriozta daiteke irlandarrak Europar Batasuneko biztanle zorpetuenetakoak direla.

15. Grafikoa: Europako etxeetako familien zorraren eboluzioa (familien diru-sarrerekiko).



Espanian, zorraren jaitsiera nominala izan arren, BPGaren ehunekoan %62,5erainoko hazkundea izan zuen, 2009tik lehen hazkundea. Hazkunde hori ratioaren izendatzailearen beherakadak eragin zuen oso-osorik (Fernández, 2021).

Espanian, nahiz eta zor publikoa maximoetan egon mende bat baino gehiagoren ondoren, ekonomiaren zor osoa (enpresa ez-finantzarioen, etxeen unitateen eta elkarte publikoen zorraren batura) BPGren %257,35ekoa zen, 2013ko lehen hiruhilekoan ukitu zuen %277,84tik urrun oraindik. Enpresen eta etxeen zorra askoz ere txikiagoa zen.

6. EUROPAKO BANKU ZENTRALAREN DILEMA

6.1 Euroguneko zor publikoaren sentiberatasuna interes-tasaren igoera baten aurrean

Euroguneko herrialdeek zor kopuru esanguratsuak jaulki dituzte pandemiari erantzuteko. Horren eta BPGaren beherakada nabarmenaren ondorioz, euroguneko zorra/BPG erlazioa BPGren %100 ingurura igo zen 2020an, euroguneko zor subiranoaren krisiaren ondoren lortutako %95eko maximoaren gainetik. Horrekin lotutako laguntza fiskala erabakigarria izan da pandemiaren arrasto ekonomikoak mugatzeko eta susperraldiari laguntzeko, baina epe ertain eta luzeko zorraren iraunkortasunari buruzko kezka ere sortu ditu.

2021. urtean Europako Banku Zentralaren txosten batek euroguneko zor subiranoaren sentikortasuna aztertzen du interes-hazkundeko tasen diferentzialaren shock baten aurrean (Bouabdallah et al.), eta emaitza batzuk oso interesgarriak dira. Lehenik, jasagarritasun-arriskuak faktore askoren mende daude. Horien arteko funtsezko faktorea interes-hazkundearen tasaren diferentziala da ($i-g$), elur-bola efektua⁹ ere esaten zaio. Interes-tasaren hazkundera hazkunde-tasa baino handiagoa bada ($i>g$), superabitu primarioa behar da zorpetze-koefizientea ez handitzeko, eta superabitu gero eta handiagoa izatea, murrizteko. Aitzitik, diferentzial negatibo konstante batek ($g>i$), hau da, finantzaketa-kostua BPGaren hazkunde-tasa baino txikiagoa izateak, lehen mailako aurrekontu-defizitak daudenean ere zorpetze-koefizienteak murriztu ahal izatea ekarriko luke (betiere zorraren koefizienteetan duten eragina diferentzialarena baino txikiagoa bada).

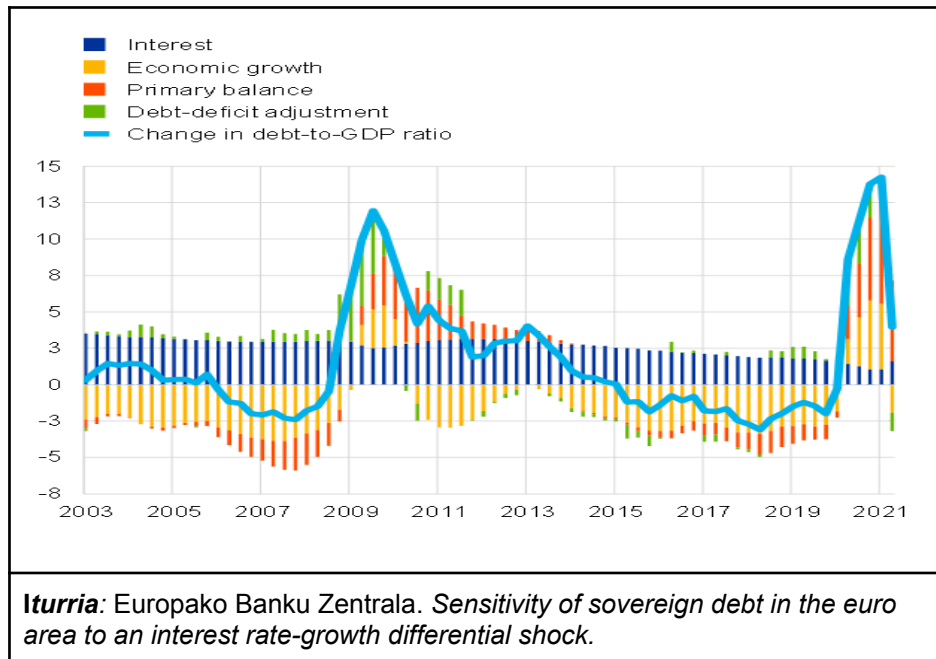
Oro har, pandemiak eragindako zor subiranoaren mailak handitzearen ondoriozko arriskua epe laburrean kontrolatu daiteke, baina arrisku subiranoak areagotu egin daiteke interes-hazkunde diferentzialaren maila handituz gero. Susperraldi ekonomikoak zor subiranoaren eta BPGaren arteko azken aldiko igoeraren zati bat hustuko zuela espero zen; aldiz, zerga-zuhurtasunak eta hazkundearen aldeko politikek babestutako aldeko finantza-baldintzek birfinantzaketa-arriskuak kontrolpean mantentzea espero zen.

Ondorengo grafikoan ikus daitekeen moduan, pandemia garaian hasieran zor-BPG ratioak izugarriko gorakada izan zuen. Hazkunde honen arrazoi nagusiak balantze primarioaren defizita¹⁰ eta ekonomiaren deshazkundera izan ziren. 2021 urtean, aldiz, zor-BPG ratioa murriztu egin zen. Nahiz eta interes-tasa mailak zerbait handitu, balantze primarioaren defizita murriztu zen eta, garrantzitsuena dena, ekonomia hazkunde prozesuan murgildu zen.

⁹ **Elur-bola efektua.** Elur-bola efektua da zorraren zerbitzuaren hazkunde bizkorra deskribatzen duen egoerak jasotzen duen izena. Finantzaketa-kostua BPGren hazkunde-tasa baino handiagoa denean gertatzen da, oro har. Hau da, herrialdea ez da gai zorra amortizatzeko diru-sarrera ezagatik. Egoera horrek zorraren krisia ekar lezake.

¹⁰ **Balantze primarioaren defizita.** Defizit primarioa estatu baten gastu arrunten eta zerga-bilketaren arteko diferentzia negatiboa da.

16. Grafikoa. Euroguneko zor subiranoa-BPGarekiko aldaketak eta ekarpen faktoreak.



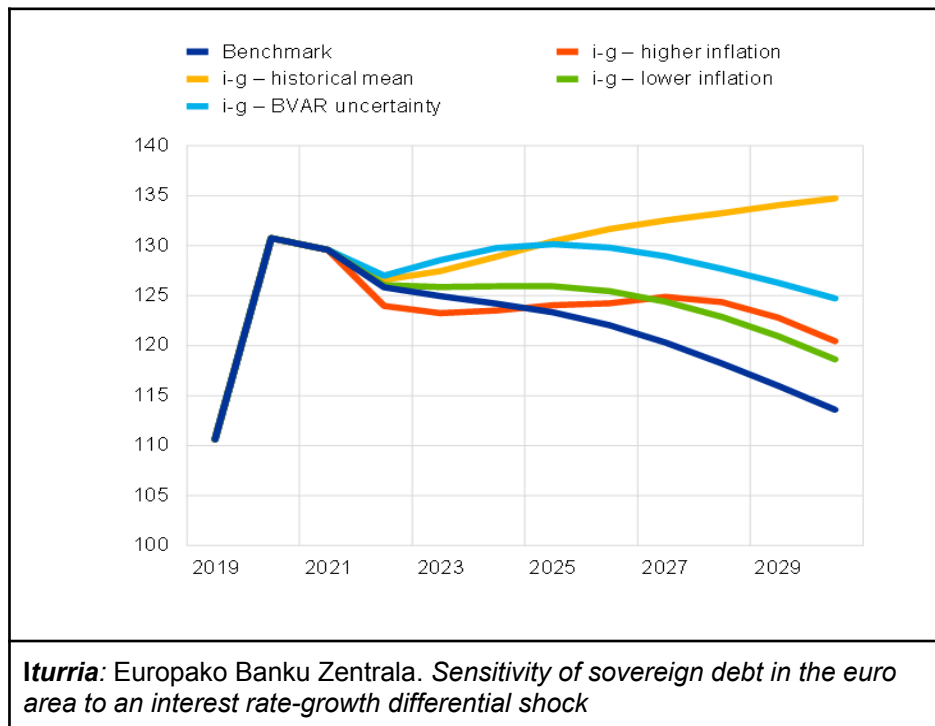
Hala ere, gaur egun proiektatuta dauden mailetako shockak, interes-hazkundearen diferentzialari dagokionez, kaltegarriak izan daitezke zorraren dinamikarako. Herrialde zorpetuenen kasuan, erreferentziako egoeraren kontrako edozein desbideratzeak are gehiago handituko luke zorraren zama, eta ahultasuna areagotu. Horrek, era berean, merkatuko parte-hartzaileek arrisku subiranoa berriz ebaluatzea eragin lezake, eta subiranoak ahulenen gaineko presioak suspertu.

Egindako sentikortasun-azterketak adierazten du interes-hazkunde shock bat kaltegarriagoa izango litzatekeela gehien zorpetutako herrialdeentzat. Lau agertoki alternatiboen kasu guztietan zorraren presio handiagoa iradokitzen dute, bereziki herrialde zorpetuagoetan.

- Batezbesteko historikoaren agertokiak, zeinetan herrialdeen diferentzialak 1999-2019 batez bestekora itzultzen diren hamar urtez, goranzko zorraren ibilbidea erakusten du, baita zor txikiena duten herrialdeentzat ere.
- (i-g) inflazio altuko agertokian, txostena prestatzean proiektatuta zegoen inflazioa baino handiagoa zena, zorraren iraunkortasun-arriskuak ere handitu egiten dira gehien zorpetutako herrialdeentzat, gero urte batzuetara berriz jaisteko.
- (i-g) inflazio baxuaren egoeran, non inflazio-tasak EBZren helburuaren azpitik mantentzen del suposatzen den, zor-koefizienteak ere erreferentziazko indizean baino bide altuagoan mantenduko lirateke, baina egonkortu egingo lirateke.

- BVAR¹¹ ziurgabetasuna egoeran inpaktu moderatuagoa ikusten da, baina zorraren zamak nabarmen gora egin du, batez ere gehien zorpetutako herrialdeentzat.

17. Grafikoa. Zor subiranoaren ibilbide simulatuak BPGrekiko, euroguneko herrialde zorpetuenentzat.

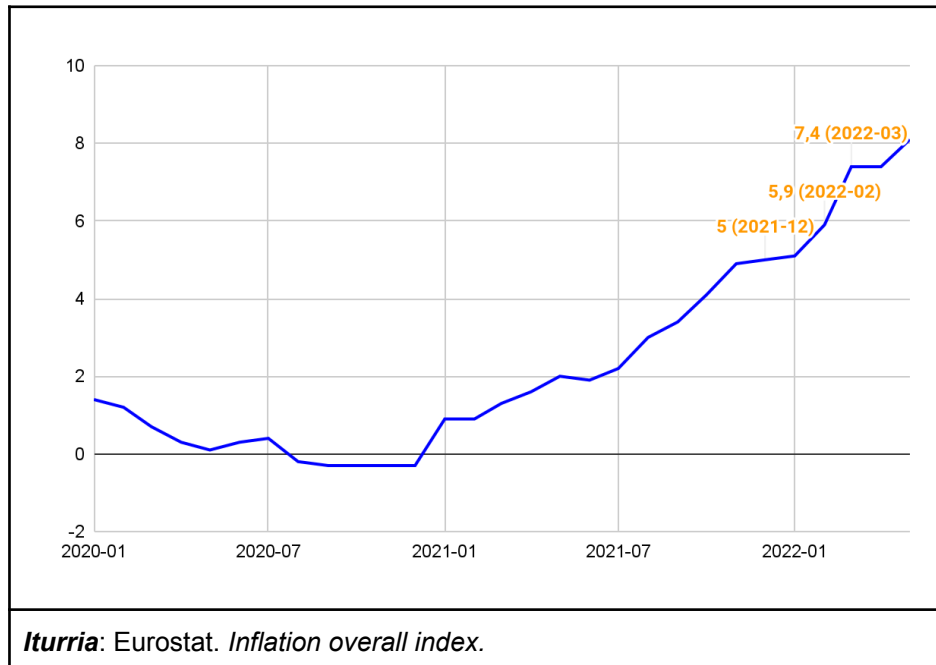


6.2 Inflazioaren eboluzioa eurogunean: Errusiak Ukrainari eraso

2021. urtean gehien errepikatu zen hitzetako bat, COVID-19az gain, inflazioa izan zen. Pandemiaren agerpenak, konfinamenduak eta ondorengo murrizketek produktu jakin batzuen eskaria, hala nola energiarena edo zerbitzu turistikoena, hondoratzea ekarri zuten, eta horrekin batera ekonomiaren prezioen indizearen (KPI) jaitsiera. 2020. urtearen amaierarako txertaketa-kanpainaren hasierak 2021. urtea susperraldiaren urtea izango zela aurreikusten zuen. Izan ere, urteko lehen hilabeteetan KPIaren igoerak covid aurreko mailen erreperazio hori islatzen zuen. Apirilean inflazio-tasa %2tik gorakoa izan zen eta hazkunde-erritmoa bizkortu zen; abenduan Euroguneak 2008ko inflazio-tasaren errekorra hautsi zuen arte, %5eko tasarekin. Banku zentralen inflazio-helburua %2koa zela kontuan hartuta, zifra horrek eztabaida sutsua sortu du interes-tasak igotzeko beharrari buruz (Collado eta Martínez, 2022).

¹¹ **BVAR.** Bektore-eredu autoerregresibo bayestarra da, aldagai makroekonomiko, finantzario eta fiskal garrantzitsuak dituena.

18. Grafikoa. Euroguneko inflazio-tasaren eboluzioa hilabetez (2020/01-2022/05).



6.2.1 Errusiaren Ukrainako inbasioa

Errusiaren Ukrainako inbasioa eskala handiko gerra bat da. 2022ko otsailean hasi zen eta 2014an hasitako Errusia-Ukraina gerraren parte da. Milaka hildako eragin ditu, baita Bigarren Mundu Gerraz geroztik kontinentean izandako errefuxiatu krisi handiena ere (sei milioi ukrainar baino gehiago herrialdea uzten eta zortzi milioi barne desplazatuz). Otsailaren 24ko goizeko 6ak inguruan, Putinek “operazio militar berezia” iragarri zuen Donetsk eta Luhansk lurraldeetan; misilak Ukrainako hainbat lekutan, Kiev hiriburuan barne, jotzen hasi ziren. Bi ordu geroago, Errusiako lehorreko indarrak herrialdean sartu ziren, apiriletik aurrera herrialdearen ekialdean kontzentratu ziren erasoaldiei hasiera emanez. Inbasioak nazioartearen gaitzespen orokorra jaso zuen Mendebaldeko herrialdeen aldetik eta hauek zigor ekonomikoak ezarri dizkiote Errusiari.

Otsailaz geroztik, EBk sei zigor sorta ezarri ditu Errusiaren aurka, neurri murriztaile selektiboak (banakako zehapenak), zigor ekonomikoak eta neurri diplomatikoak barne. Zigor ekonomikoen artean, EBk Errusiaren inportazioei eta esportazioei murrizketa batzuk ezarri dizkio. Horrek esan nahi du Europako erakundeek ezin dizkiotela produktu jakin batzuk Errusiari saldu, eta Errusiako entitateek ez dutela EBri produktu jakin batzuk saltzeko baimenik (Europako Batasuneko Kontseilua, 2022).

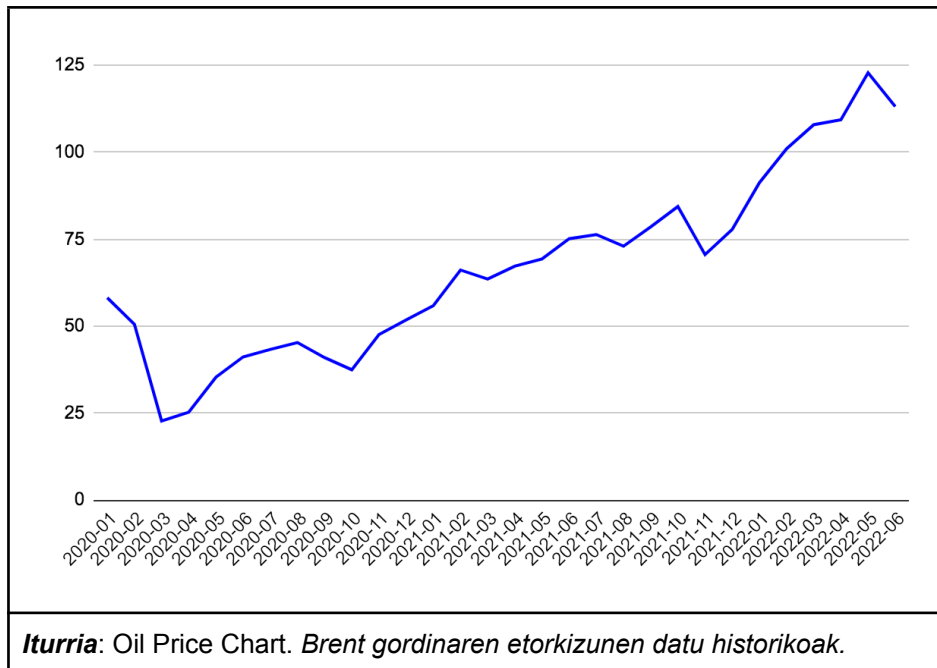
Esportaziorako zigortutako produktuen zerrendan sartzen dira, besteak beste, abangoardiako teknologia, garraiorako makineria eta ekipo mota jakin batzuk, petrolioa fintzeko beharrezkoak diren ondasun eta teknologia espezifikoak, energia-industriako ekipoak, teknologia eta zerbitzuak eta luxuzko artikulua (luxuzko

autoak, erlojuak eta bitxiak, besteak beste). Bestalde, Errusiatik inportatzeko zigortutako produktuen zerrendan sartzen dira, besteak beste, petrolio gordina eta petrolio-produktu finduak, ikatza eta beste erregai fosil solido batzuk, altzairua eta burdina, zura eta itsaskia eta likoreak (adibidez, kabiarra eta vodka).

2022ko ekainean, Kontseiluak seigarren zigor sorta bat onartu du, besteak beste, Errusiatik EBra petrolio gordina eta petrolio-produktu jakin batzuk erostea, inportatzea edo transferitzea debekatzen duena. Murrizketak pixkanaka aplikatuko dira: sei hilabeteko epean petrolio gordinarentzat, eta zortzi hilabeteko epean beste petrolio-produktu finduentzat. EBri hornitutako petrolio errusiar gehiena itsas jatorrikoa denez, urte amaieran murrizketa horiek Europara inportatutako petrolio errusiarren ia %90 estaliko dute. Horrek nabarmen murriztuko ditu Errusiaren merkataritza-onurak (Europako Batasuneko Kontseilua, 2022).

Baina, nola eragiten dio EBri petrolio errusiarra inportatzeko debekuak? Azken hilabeteetan, Brent eta West Texas Intermediate (WTI)¹² petrolio upelen prezioak izugarri igo dira, 100\$ko langa gaindituz. Oil Price Charts-en ekainaren 24ko itxieraren arabera, Brent petrolio gordinaren upelaren prezioa \$113.12 dolarretan itxi zen upeleko 3.07 dolarreko igoerarekin, eta WTIk \$107.62 dolarretan itxi zuen, \$3.35 dolarretan handituz.

19. Grafikoa. Brent upelaren prezioaren bilakaera hilabetez (2020/01-2022/06) \$ dolarretan.



¹² **Brent eta West Texas Intermediate (WTI).** Brent gordina da petrolio arinaren munduko merkatuan erabiltzen den erreferentzia-puntua, hau da, Europan, Afrikan eta Ekialde Ertainean. WTI, berriz, erreferentzia-puntua da Estatu Batuetako petrolio arinaren merkatuentzat.

Petrolio gordinaren gorakada eskaintza-eskasiaren eta eskariaren etengabeko igoeraren ondorioa da Petrolioaren, gas naturalaren eta gasolinaren prezioek hamarkadako maila altuenak jo ditu, bai AEBn, bai Europan, horniduraren murrizketaren beldur. Ukrainako gerrak nikelaren prezioak %90 igo zituen, urrezko ontza 2.000 dolarren inguruan kokatu zen eta gariak 14 urtetan goia jo zuen (Hurtado, 2022).

Euroguneko finantza-egonkortasunaren baldintzak okertu egin dira Errusiak Ukraina inbaditu izanaren ondorioz energiaren eta lehengaien prezio altuagoetara eramaten duen heinean, eta inflaziorako eta euroguneko hazkunderako arriskuak handitzen dituen heinean. Lehengaien eta energiaren prezioak altuak eta aldakorrek izan dira azkenaldian, eta horrek tentsioa eragin du produktu horien deribatuen merkatuetan. Doikuntza berriak egin arren, aktibo batzuen prezioan zuzenketa gehiago gertatzeko arriskua dago, batez ere hazkunde-aurreikuspenak gehiago ahultzen badira eta inflazioa espero zena baino nabarmen handiagoa bada.

6.3 Europako Banku Zentralaren dilema politika monetarioarekin

6.3.1 Politika monetario hedatzailearen eta murriztailearen oinarritzko ondorioak

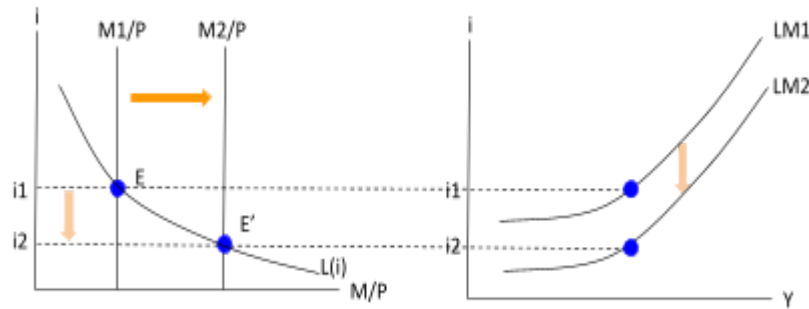
Gizabanakoek dirua aurreztea nahiago dutenean, gastatu edo inbertitu beharrean, eskari agregatua oso ahula izaten da, eta horrek atzeraldia eragin ditzake. Finantza-merkatuetan diru-neurri hedakorrekin jardunez, herrialde bateko enpresen hazkunde ekonomikorantz eta enplegu-sorrerarentz jo nahi da. Horren ondorioz, diru-politika hedakorrek maiz erabiltzen dira krisi ekonomikoetan edo atzeraldietan. Hainbat pizgarriren bidez, alde batetik, ondasunen eta zerbitzuen ekoizpena sustatu nahi da, eta, ondorioz, baita herritarren errenta-maila ere. Bestalde, merkatuetan eragitea da helburua, bankuek familiei eta enpresei kreditu gehiago eman diezaieten.

Diru-politikak planteatzerakoan kontuan hartu beharreko aldagai finantzarioak hauek dira: prezioen maila (inflazioa) eta interes-tasak. Horiek erabiliz, moneta-politikaren arduradunek herrialde jakin bateko eskaintza monetarioa handitzea bilatzen dute. Egoera batzuetan, herrialde batean zirkulazioan dagoen diru-maila txikia da. Gobernuak edo banku zentralak maiz saiatzen dira egoera horri erremedioa jartzen, diru-politika hedakorren bidez, lurralde horietan diru-kopurua handitzeko, eskura dituzten hainbat tresnaren bidez.

3. kutxa. Politika monetario hedatzaile baten eragina LM kurban.

LM kurbak interes-tasen eta errenta-mailen konbinazioak adierazten ditu, zeinetarako diru-merkatua orekan dagoen, hau da, diru-eskaria saldo errealeen eskaintzaren berdina den ($L = M/P$). Horregatik, beharrezkoa da aldez aurretik diru-oreka zehaztea.

Banku Zentralak politika monetario hedatzaile bat aurrera eramatean moneta eskaintza handitzen du, horrela, interes-tasa txikituz. Interes-tasaren murrizketa hori oreka-puntu berri batean bihurtzen da, eta LM kurbak diru-eskaintza berdintzeko desplazamendua jasaten du.



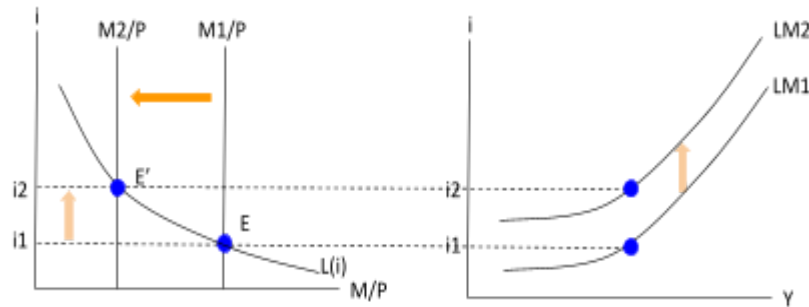
Alderantziz, batzuetan, baliteke merkatuan gehiegizko dirua egotea zirkulazioan eta horrek inflazio-arazoak sortzea. Hori gertatzen denean, zirkulazioan dagoen diru-kopurua murriztu nahi da, diru-politika murriztaile baten bidez. Moneta-politika murriztaileak maiz erabiltzen dira inflazio-maila handia dagoen egoeretan, prezioen maila diru-politika gisa ezagutzen den aldagaietako bat delako interes-tasekin batera, hau da, diru-politika murriztailea aplikatzeko erreferentzia gisa.

Izaera murriztailea duten diru-politikako neurriak erabiltzeak ere ondorio negatiboak eragin ohi dizkio ekonomiari. Helburu nagusia den prezio-mailen igoera kontrolatzeaz gain, batzuetan gerta daiteke herrialdeko ekoizpen-maila eta enplegu-maila jaistea, erabilitako politika murriztaileei erantzuteko.

Botere ekonomikoek sustatu duten likidezia eza izan daiteke, batzuetan, hazkunde ekonomikorako arazoak sortzeko arrazoia, lurralde batean inbertsiorako eta garapen ekonomikorako oztopo handiagoak ezartzen baitira.

4. kutxa. Politika monetario murriztaile baten eragina LM kurban.

Banku Zentralak politika monetario murriztaile bat aurrera eramatean, adibidez, inflazio-tasa altua denean, moneta eskaintza txikitzen du, horrela, interes-tasa handituz. Interes-tasaren hazkunde hori oreka-puntu berri batean bihurtzen da, eta LM kurbak diru-eskaintza berdintzeko desplazamendua jasaten du.



6.3.2 Europako Banku Zentralaren dilema

Inflazioaren egungo gertakariak banku zentralen alarmak piztu ditu, eta eztabaida handia sortu du moneta-politika gogortzeko beharraren inguruan. Pandemia hasi zenetik, banku zentral nagusiek diru-politika hedakorra mantentzea erabaki dute, hau da, interes-tasa txikiak eta aktiboen erosketak handiak, finantzaketa-kostua murrizteko eta, horrela, herritarrek, enpresek eta administrazio publikoek krisiari aurre egiteko behar dituzten funtsak izan ditzaten errazteko.

Halere, ekonomiaren susperraldi hasiberriari eta inflazioari buruzko azken datuei begira, Europako Banku Zentralak joan den martxoan iragarri zuen pandemiarako Larrialdi Erosketen Programa amaituko zela, eta Estatu Batuetako Erreserba Federalak balantzearen tamaina murrizteko asmoa zuela. Estatu Batuetako kasuan, Erreserba Federala (FED) urrats bat harago joan zen, eta interes-tasen igoerak iragarri zituen 2022. urtean (Collado eta Martínez, 2022).

2022ko ekainaren 22an Jerome Powell Erreserba Federaleko presidentek argi utzi zuen bere lehentasuna inflazioaren aurkako borroka dela. Kongresuan egindako bi urtean behingo agerraldian, Powellek inflazioa modu irekian jaisteko konpromezu sendoa hartu zuen, baina inflazioarekin ezusteko berriak izateko arriskua onartu zuen. Bere ustez, Estatu Batuetako ekonomia indartsu dago eta diru-politika gogorrago bati eutsi diezaioke eta interes-tasak igotzen jarraituko du. Hala ere, gero eta beldur gehiago dago horrek atzeraldi bat ekarriko ote duen. Hala, 2022ko ekainean, Erreserba Federalak 1994tik izandako tasa-igoerarik handiena onartu du: 0,75 puntu portzentual. Horrekin inflazio handiari aurre egin nahi dio, 2022ko maiatzean %8,6koa izan baitzen, azken 40 urteetako altuena (Jiménez, 2022).

EBZk, aldiz, tasen igoera atzeratzea erabaki du. Fabio Panettak Europako Banku Zentraleko batzorde exekutiboko kideak 2021eko azaroaren amaieran emandako hitzaldi batean, hiru inflazio-mota bereizi zituen: ona, txarra eta itsusia, eta adierazten du moneta-politikak modu desberdinean erantzuten diela inflazio horietako bakoitzari (Panetta, 2021).

Lehenengoa ideala da, eskaria sendoa denean, BPG potentzialik handienean dagoenean eta enplegua altua denean gertatzen baita. Egoera horretan, inflazioa %2 inguruan dago eta aurrikuspenak balio horretan ainguratuta daude; beraz, ez da diru-politika gehigarri behar. Beste muturrean inflazio itsusia dago, hau da, inflazioa helburuaren gainetik dagoenean sortzen dena: aurreikuspenak aurreko helburuetatik aldentzen dira eta soldaten portaeraren eta prezioen finkapenaren bidez inflazioa iraunkorra bihurtzen da. Hemen, banku zentralak zorrotz jardun behar dute moneta-politika murriztuz, adibidez, interes-tasak igoz, inflazioaren sorgin-gurpila gauzatu ez dadin. AEBetatik iristen zaizkigun soldaten datuen arabera, AEBetako inflazioak horrelako inflazioaren antza izango luke eta horrek justifikatzen du FEDen erreakzioa.

Azkenik, erdian, eskaintza-shock negatiboek prezioak igoarazten dituztenean eta jarduera ekonomikoa deprimitzen dutenean gertatzen den inflazio txarra dago. Eskaintzaren asaldura berriz xurgatzen denean, inflazio horrek atzera egiten du. Egoera horretan, Panettak azpimarratu zuen banku zentralak pazienteak izan behar direla. Diru-politika behar baino lehenago gogortzen bada, eskaintza-talka atzeraldi luze bihur daiteke, eta, horrela, eskaria deprimitu eta epe ertainerako prezioen egonkortasuna ahuldu. Itxura guztien arabera, Europan inflazio txarraren aurrean geunden, eta horrek justifikatuko luke EBZren erreakziorik komediatuena, Estatu Batuekin alderatuta.

Estatu Batuetan Europan ez bezalako arazoak dituzte. Ekonomia indartsu suspertu da, langabezia-tasa minimoetan dago eta inflazioa kezkarriagoa da (ekonomia osoak hedatzen baitu, eta ez bakarrik energian, Europan bezala). Beraz, erabakia erremedioa azkar jartzea izan da. Europan, aldiz, tasak igotzeak hazkundera oztoka dezake; beraz, igoera graduala, aurreabisuekin, estrategiarik onena izan daiteke. Halere, 2022ko ekainaren 9an EBZk iragarpen historiko bat egin du: 11 urtez interes-tasak igo gabe egon ondoren, 2022ko uztailean berriz ere oinarritzko 25 puntu igoko lirarteke, hau da, %0tik %0,25era (Gil, 2022).

Gainera, Europako Banku Zentralak aurreratu du 2022ko uztailean 1ean amaituko duela aktiboak erosteko programa. Gauza bera gertatuko da pandemian zehar abiarazitako larrialdi-aktiboak erosteko programarekin. Horren ondorioz, euroguneko herrialdeen finantzaketa garestiagoa izango da eta zorraren truke ordaintzen dituzten interes-tasak bultzatuko ditu. EBZk dioenez: "Errusiak Ukrainari egindako erasoak Europako ekonomiaren gain pisatzen jarraitzen du eta merkataritza eteten ari da, material eskasia eraginez eta energiaren eta lehengaien prezioak igotzen lagunduz. Faktore horiek konfiantzan eragina izaten jarraituko dute eta hazkundera geldiaraziko

dute, batez ere epe laburrean. Hala ere, ekonomiak hazten jarraitzeko baldintzak daude, ekonomia berriro ireki delako, lan-merkatu sendoa delako, laguntza fiskala ematen delako eta aurrezki metatuak daudelako pandemian zehar” (EBZ, 2022, 108).

Beraz, inflazioaren gaur egungo izaerak dilema bat sortzen du: batzuentzat, tasen gorakada beranduegi iritsiko da, eta, aldiz, beste batzuek uste dute ez dela hain premiazkoa, inflazioa eskaintzaren aldetik sortu delako eta ez eskariaren aldetik. Phillip Lane, EBZren batzorde exekutiboaren kidearen arabera, errealitatea interpretatzeko hainbat aukera dago; bai inflazioa eskaintza-shock baten ondorio dela, bai barne-eskariaren osagai handi bat dagoela. EBZko batzordeko kideak ziurtatu du eztabaida horrek 2022ko udazkenean jarraituko duela, eta ordurako inflazioaren dinamikari buruzko informazio gehiago eta soldaten gaineko epe ertaineko ondorioak ezagutuko direla. Hilabete batzuetan gehiago jakingo da eskaintzaren eta eskariaren arteko orekari buruz, bai eta epe luzeko eta denborazko faktoreei buruz ere. Hori dela eta, EBZk uste du egokia dela lehenengo neurriak hipotesi batzuen arabera hartzea eta, datozen hilabeteetan, gehiago jakitea jarraituko dituzten urratsei buruz (Rodrigo eta Salces, 2022).

7. ONDORIOAK

Gradu Amaierako Lan honek aukera eman dit zorrak pandemia garaian izandako eboluzioa eta eragina ulertzeko. Pandemia iristean, osasun larrialdiarekin batera, izugarritzko krisi ekonomikoa aurreikusi genezakeen. Halere, kasu honetan eurogunean 2008ko krisi ekonomikoaren aurreko esperientzia genuen, eta 2008. urtean hartutako erabakiak oraingoan egin behar ez zenaren adibide izan ziren.

Ezinbestekoa zen gastu publikoa handitzea eta Europako biztanleei pandemiak eragindako zuloa gainditzeko laguntzea. Hori dela eta, gastu publikoaren hazkundea aurreko krisian baino handiagoa izan zen. Horrek, jakina, zorra asko handitzea ekarri zuen. Gainera, politika fiskal hedatzailea adostu arren, jarduera ekonomikoaren geldialdi handia eta BPG nazionalen murrizketa handia gertatu zen. Horren ondorioz, zor-BPG ratioa igo egin zen, kezkarriak diren datuetara iritsi arte.

Nola ebaluatu daitezke gaur egun hartutako erabakiak? Onuragarriak ala kaltegarriak izan dira? Ezinbestekoa da abiapuntuko egoera ekonomikoa kontuan hartzea. Zor publikoa ez zen handia, izan ere, aspaldiko daturik txikienetan zegoen (herrialde batzuetan izan ezik). Gainera, interes-tasak oso baxuak ziren. Horri esker, oso merke finantzatu ahal izango zen jaulkitako zorra. Beste hitz batzuekin esanda, zorra inoiz baino merkeago aterako zen.

Beraz, egoera ekonomikoa eta hartu beharreko neurri sanitarioak kontuan hartuta, krisi are handiagoa saihesteko neurriak aproposak izan zirela uste dut. Biztanleriaren aldeko apustua egin behar zen, ekonomikoki lagundu behar zitzaion eta horrek, jakina, gastu publikoa eta zorpetzea handitzea dakar. Zorra ez da berez gauza txar bat; zorraren igoerak epe motzeko gorabehera makroekonomikoak egonkortzen lagun dezake. Eta horixe zen, hain zuzen ere, behar zena, ekonomia bultzatzea epe labur batean, guztiok nahi genuen normaltasun ekonomiko (eta sozialera) itzuli ahal izateko.

Gainera, lan honetan azaldu den moduan, zor pribatua ez zegoen une txarrean. Itxialdian aurrezki-tasak gora egin zuen eta kontsumo pribatua murriztu zen, eta, ondorioz, etheen zorra nabarmen murriztu zen balio absolutuetan. Egia da hori ratio ez hain onuragarriekin lotuta dagoela, izan ere, bai BPG bai etxeetako diru-sarrerak murriztu egin ziren, zorpetze pribatuaren hazkundearen irudia emanez. Baina guztizko kopuruek zor osoa egonkortzen lagundu zuten.

Egia da, halere, gaur egun zorpetze hori arazo handia izan daitekeela. Nahiz eta analisia pandemian zegoen egoera ekonomikotik egin, pentsaezina da zer gertatuko zen orduko egoera ekonomikoa oraingoa bezalakoa balitz. Izan ere, gauzak asko aldatuko ziren. Ez ginateke interes baxuen tasei buruz ari, ezta zor-tasa eramangarriez ere, are gutxiago gure kontinenteko gerra belikoetaz. Faktore horiek guztiek errotik aldatzen dute euroguneko egoera ekonomikoa, eta ezinbestekoa da egungo egoera aztertzea, neurri posibleak kontuan hartzeko.

Egoera honek sortu duen dilemaren barruan, uste dut EBZa zuhurra izan dela eta egoera kontrolatzen jakin duela. Hala ere, ezin dut ekidin pentsatzea diru-politikei buruzko neurri berriak pixka bat lehenago aplikatu zitezkeela. Pazienteak izan ziren prezioen igoeraren hasieran, eta ez ziren erori Estatu Batuak imitatzeko tranpan, bi agertoki oso ezberdinetatik abiatzen baikin. Baina prezioen igoera orokorra eta inflazio "itsusia" hilabete batzuk lehenago zetozen, eta agian erabaki horiek lehenago ere aplikatu zitezkeen.

Amaitzeko, lan honetan nik ikasitakoak azpimarratu nahi ditut. Lan honetan iturri ofizialetara jo behar izan dut eta ezagutzen ez nituen webguneak bisitatu ditut. Eurostaten eta Europako Banku Zentralaren txostenek eta datu-baseek duten erabilgarritasun handia ikasi dut. Oso interesgarria iruditu zait datu-base handi bat deskargatu ahal izatea eta zifrekin jolastu ahal izatea lan honen atal bakoitzean ditudan beharretara egokituz. Oso baliabide interesgarria iruditu zait EBZk idatziz emandako hitzaldi guztiak kontsultatu ahal izatea. Informazio iturri handia izan dira. Gainera, baliabide bisualak sortu ahal izan ditut grafiko eta taulekin, irakurleari eta nire buruari hitzez hitz aipatutakoaren eragina ulertzen laguntzeko. Honekin ere ikasi dut oso kritikoa izaten erabiltzen ditudan iturriekin. Prentsako artikulak ez dira baliabide txarra, baina oso zorrotza izan behar da ematen den informazioa egiazkoa dela eta ez dela balio zientifikorik gabeko iritzi subjektiboa.

Azkenik, neure iritzi kritikoa garatzen ikasi dut. Lan hau hasi aurretik uste nuen emaitza oso ezberdinak lortuko nituela eta nire iritzia ez zela izango orain daukadana. Baina ikerketaren munduaren adibide argia izan da. Gai honen inguruan lanean eta ikertzen hasi nintzen, zer aurkituko nuen jakin gabe. Baina datu eta zifra egiazkoetan oinarritutako iritzi propio batekin amaitu dut. Ez zen erraza izan hutsetik hastea zehazki zer esan nahi nuen jakin gabe. Askotan, horrenbeste datu eta irakurgai eskuragarri izateak gainezka egiten zidan, baina erabakiak hartu behar izan nituen. Benetan zer interesatzen zitzaidan erabakitzea, informazioa iragaztea eta idaztea, irakurlearengana iritsi ahal izateko.

Harro nago mundu honetan lehen urrats hauek eman ditudalako, aurrez ezarritako gidoirik gabe lan egiten ikasi dudalako eta nik neuk eraiki dudalako nire iritzia. Uste dut oso baliagarria izango zaidala, bai nire etorkizun profesionalerako, bai maila pertsonalerako.

8. BIBLIOGRAFIA

- Alcidi, C. eta Gros. D. (2019). *Public Debt and the Risk Premium: A Dangerous Doom Loop*, VoxEU.org, <https://voxeu.org/article/public-debt-and-risk-premium>.
- Arellano, C. eta Ramanarayanan, A. (2012). *Default and the Maturity Structure in Sovereign Bonds*, Journal of Political Economy.
- BBC News (2020). *Cómo el covid-19 generará la mayor deuda pública mundial de la historia (y por qué no es necesariamente algo malo)*, BBC News Mundo, 2020ko azaroaren 20. <https://www.bbc.com/mundo/noticias-54981305>.
- Blanchard, O.J. (2019). *Public Debt and Low Interest Rates*, American Economic Review.
- Bocola, L. (2016). *The Pass-Through of Sovereign Risk*, Journal of Political Economy 124.
- Bouabdallah, O. et al. (2022). *Sensitivity of sovereign debt in the euro area to an interest rate-growth differential shock*, Financial Stability Review ECB.
- Burriel, P. (2020). *Economic consequences of high public debt: evidence from three large scale DSGE models*, Banco de España.
- Calderón, C. eta Servén, L. (2010). *Infraestructure and Economic Development in Sub-Saharan Africa: A Scorecard*, Washington DC: World Bank.
- Chester, A. (1991). *The International Bond Market*, Bank of England Quarterly Bulletin.
- Collado, N. eta Martínez Á. (2022). *La inflación en la zona euro en 2021 y 2022: subyacente y regresiva, pero aún no desbocada*. EsadeEcPol. 2022ko urtarrilak 19. <https://www.esade.edu/ecpol/en/blog/2021-un-ano-marcado-por-la-inflacion/>.
- Cuenca, J.A., Martínez, C. eta del Río, A. (2021). *El ahorro de los hogares durante la pandemia y sus posibles efectos sobre la reactivación futura del consumo*, Boletín Económico 1/2021.
- Datosmacro (2020). *Deuda pública de Irlanda*, datosmacro.com
- Datosmacro (2021). *Deuda pública de Grecia*, datosmacro.com
- De La Cruz, S. (2021). *La riqueza de los hogares se dispara un 8,6% durante la pandemia*, La Razón, 2021eko uztailaren 12. <https://www.larazon.es/economia/20210712/sm4kpgbufnhormp63qigezxhne.html>.
- Delgado, M.C. (2021). *El impacto de la COVID-19 en el sector turístico*, Asociación Española de Ciencia Regional.

- Deloitte (2020). *El impacto económico del COVID-19*, Deloitte.
- Díaz, N. (2016). *Eurobono*, Economipedia.com
- Duffie, D. (2019). *Prone to Fail: The Pre-Crisis Financial System*, Journal of Economic Perspectives, 33.
- Ekonomia Gaietarako eta Eraldaketa Digitalerako Ministerioa (2020). *Medidas adoptadas COVID-19*, Gobierno de España.
- Espainiako bankua (2021). *Evolución de la deuda española*.
- Europako Banku Zentrala (2022). *Russia-Ukraine war increases financial stability risks, ECB Financial Stability Review finds*, EBZren prentsa-agiria, 2022ko maiatzaren 25.
<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220525~fa1be4764d.en.html>.
- Fatás, A. (2019). *The Motives to Borrow*, CEPR Discussion Paper.
- Fernández, M.J. (2021). *El impacto de la crisis sanitaria sobre las cuentas de los hogares y de las empresas*, Funcas.
- Fernández, R. (2022). *Impacto económico y social del coronavirus*, Statista.
- Ferrer, R. (2020). *Pandemia por COVID-19: el mayor reto de la historia del intensivismo*, Medicina Intensiva.
- Francisco, A. (2021). *La deuda pública y privada española se ha disparado casi un 50% durante la pandemia: solo Grecia se ha endeudado más que España desde finales de 2019*, Business Insider, 2021eko irailaren 16.
<https://www.businessinsider.es/deuda-publica-privada-espanola-dispara-casi-50-2019-932601>.
- Frank, N. eta Hesse, H. (2009). *Financial Spillovers to Emerging Markets during the Global Financial Crisis*, IMF Working Paper.
- Fuentes, D. (2015). *Por qué a Grecia, que se ha esforzado más, le ha ido peor que a España*, elDiario.es, 2015eko uztailaren 3.
https://www.eldiario.es/opinion/zona-critica/grecia-deuda-grecia-referendum-bruselas-pib-grexit_129_4270296.html.
- Gadanecz, B. (2004). *The Syndicated Loan Market: Structure, Development and Implications*, BIS Quarterly Review.
- Ghosh, J. (2021). *El inevitable impago de parte de las deudas por la covid*, Vanguardia Dossier.
- Gizarte eskubideen Ministerioa eta agenda 2030 (2020). *Medidas urgentes en el ámbito social y económico para hacer frente al COVID-19*, Gobierno de España.

- Goldberg, L. eta Spiegel, M. (1992). *Debt Write-Downs and Debt-equity Swaps in a Two-Sector Model*, Journal of International Economics 33.
- Häseler, S. (2009). *Collective Action Clauses in International Sovereign Bond Contracts-Hence the Opposition?*, Journal of Economic Surveys 23.
- Henderson, D. R. (2019). *Who's Afraid of Budget Deficits? I Am*, Defining Ideas, <https://www.hoover.org/research/whos-afraid-budget-deficits-i-am>.
- Hurtado, J. (2022). *El precio del petróleo con registros históricos por temor de un veto a Rusia*, France 24, 2022ko martxoaren 8. <https://www.france24.com/es/programas/econom%C3%ADa/20220308-petroleo-precio-guerra-ucrania-rusia>.
- Ibar, L. (2021). *La deuda pública en Europa, más barata que nunca a pesar de la pandemia*, Ara, 2021eko ekainaren 20. https://es.ara.cat/economia/deuda-publica-europa-barata-pandemia_1_4027786.html.
- INE (2021). *Rúbrica de pensiones*.
- Jiménez, M. (2022). *El presidente de la Reserva Federal advierte del riesgo de nuevas sorpresas con la inflación*, El País, 2022ko ekainaren 22. <https://elpais.com/economia/2022-06-22/el-presidente-de-la-reserva-federal-advierte-del-riesgo-de-nuevas-sorpresas-con-la-inflacion.html>.
- Kumhof, M. eta Tanner, E. (2005). *Government Debt: A Key Role in Financial Intermediation*, IMF Working Paper.
- Mauro, P. eta Zhou, J. (2019). *Can We Sleep More Soundly?*, Twentieth Jacques Polak Annual Research Conference.
- Maqueda, A. (2021). *La pandemia provoca la mayor subida del gasto público en democracia*, El País, 2021eko martxoaren 29. <https://elpais.com/economia/2021-03-29/la-pandemia-provoca-la-mayor-subida-del-gasto-publico-en-democracia.html>.
- Mena, M. (2022). *Así ha crecido la deuda pública europea durante la pandemia*, Statista.
- Mishkin, F. (1999). *Global Financial Instability: Framework, Events, Issues*, Journal of Economic Perspectives 13.
- Montoriol-Garriga, J (2021). *La situación financiera de las familias durante la crisis de la COVID-19: esta vez es diferente*, CaixaBank Research.
- Gil, A. (2022). *El BCE anuncia una primera subida de tipos de 0,25 puntos en julio y el fin de las compras de deuda pública por la inflación*, El Diario. 2022ko ekainaren 9. https://www.eldiario.es/economia/bce-anuncia-primera-subida-tipos-0-25-puntos-julio-compras-deuda-publica-inflacion_1_9068500.html#:~:text=El%20BC

[E%20ha%20anunciado%20este.de%20inflaci%C3%B3n%20en%20la%20eu
rozona.](#)

Nieves, V. (2021). *El extraño milagro de Irlanda: un 20% más rica y con menos deuda pública tras la crisis del covid*, El Economista, 2021eko azaroaren 17. <https://www.eleconomista.es/economia/noticias/11479621/11/21/El-extrano-milagro-de-Irlanda-un-20-mas-rica-y-con-menos-deuda-publica-tras-la-crisis-del-covid.html>.

Nieves, V. (2021). *Los gráficos que muestran la convulsa evolución de la deuda total de España desde 1999 y el impacto de cada crisis*, El Economista.

Obstfeld, M. (2013). *On Keeping Your Powder Dry: Fiscal Foundations of Financial and Price Stability*, Monetary and Economic Studies 31.

Panetta, F. (2021). *Patient monetary policy amid a rocky recovery*. Speech by Fabio Panetta at Sciences Po. 2021eko azaroak 24. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp211124~a0bb243dfe.en.html>

Panizza, U. eta Presbitero, A.F. (2014). *Public Debt and Economic Growth: Is There a Causal Effect?*, Journal of Macroeconomics.

Rodrigo, N. eta Salces, L. (2022). *Interview with Philip R. Lane*, Member of the Executive Board of the ECB, conducted by Nuño Rodrigo and Laura Salces, 2022ko maiatzaren 30.

Rodríguez, C. (2020). *COVID-19: Impacto del paro de línea en la fábrica global*, El Hospital.

Sánchez, J. (2021). *Mapa de la COVID-19 en España*, El Mundo.

Sérvulo, J. (2020). *La economía española se desplomará un 10% este año, según Goldman Sachs y el IESE*, El País, 2020ko martxoaren 24. <https://elpais.com/economia/2020-03-24/la-economia-espanola-se-desplomara-un-10-este-ano-segun-goldman-sachs-y-el-iese.html>.

Vorisek, D. eta Yu, S. (2020). *Understanding the Cost of Achieving the Sustainable Development Goals*, Policy Research Working Paper 9164.

Wieland, V. (2022). *Overview of how major economies have responded to the Covid-19 pandemic*, Economic Governance Support Unit (EGOV).

World Bank (1985). *World Development Report*, Washington DC.

World Health Organization (2020). *WHO Director-General's opening remarks at the media briefing on COVID-19*.

World Trade Organization (2020). *Most affected sectors as a result of the pandemic*.

Yared, P. (2019). *Rising Government Debt: Causes and Solutions for a Decades-Old Trend*, Journal of Economic Perspectives.