

# Informe Trimestral de Entorno Económico

Dr. Vicente J. Pallardó

Analista de coyuntura económica. Investigador Senior Instituto Economía Internacional (IEI).

# **ENTORNO ECONÓMICO GLOBAL- Primer** trimestre 2020

### Introducción

En nuestros pasados Informes Trimestrales de Entorno Económico se analizaba la existencia de factores que habían conducido a la economía mundial a un bache, traducido en un crecimiento económico mediocre, después de un ciclo expansivo de por sí dubitativo. Elementos tanto estructurales como coyunturales confluían en este escenario. Incluso se apuntaba a la posibilidad de que un solo shock adverso (en forma presumiblemente de una acentuación de las tensiones geopolíticas o de la escalada proteccionista iniciada en 2018) condujese a una recesión global, aunque limitada en intensidad y duración.

Lo que resultaba inimaginable es que esa perturbación negativa fuese una pandemia ya llamada a formar parte de la Historia, que va a generar, al margen de sus implicaciones sanitarias, sociales (y también geopolíticas), la mayor contracción económica desde la Segunda Guerra Mundial, incluyendo una devastación sin precedentes en el primer semestre de 2020. Esta situación se está ya traduciendo en caídas brutales, de ámbito global, en el nivel de actividad, el empleo y la dimensión del parque empresarial, a la par que en incrementos extremos en el tamaño del balance de los Bancos Centrales (ya de por sí inflado por las políticas aplicadas desde 2008), así como los niveles de déficit y deuda públicos y, a menos que se produzca una actuación rápida, concertada y global, también en los registros de pobreza.

En la primera sección de este Informe Trimestral, *Clima Económico y Tendencias*, plasmaremos el impacto del coronavirus y de las políticas adoptadas para intentar contenerlo sobre la situación y la evolución de los principales elementos que definen y/o determinan el entorno económico global. Ciertamente, nuestro semáforo de situación reflejará la mencionada devastación y la ínfima probabilidad que asignamos al escenario optimista de una recuperación en "V". En la segunda sección, el *Decálogo de Situación*, analizaremos los aspectos más significativos de lo sucedido en las pasadas diez semanas, así como las decisiones adoptadas en respuesta a este inédito y demoledor escenario. El mundo, el económico, pero no solo éste, no volverá a ser igual, aunque reflexionaremos sobre si podemos/debemos aceptar que nada sea igual. Finalmente, la sección *Al Microscopio*, se centrará en ofrecer una exposición, que se intentará completa y equilibrada, de cómo articular el conjunto de políticas necesarias para afrontar de la mejor forma posible no solo el momento actual álgido de la crisis del coronavirus, sino también la recuperación, a corto plazo y más allá, de la misma. Entre otros muchos aspectos, se argumentará por qué NO es el momento de los Eurobonos en la Eurozona.

## Clima económico y tendencias

Determinantes	Trimestre actual		Trimestre anterior	
	Situación	Tendencia	Situación	Tendencia
Actividad Económica		Negativa		Positiva
Tensiones comerciales/cambiarias		Neutra		Positiva
Política monetaria		Expansiva		Expansiva
Política fiscal		Expansiva		Neutra
Mercados de materias primas		Positiva		Neutra
Tensiones geopolíticas		Neutra		Negativa

#### Cómo entender el Cuadro de Clima Económico y Tendencias:

- a.- Clima económico: se define, para cada uno de los factores determinantes y considerando el momento de redacción del informe, una escala de colores desde el nivel más negativo/contractivo para la evolución de la economía mundial (rojo), hasta el más positivo/expansivo (azul), en el siguiente orden:
- b.- **Tendencia**: se indica la previsible evolución, desde el momento de redacción del informe y en el corto plazo (siguientes 3-6 meses), para cada uno de los factores determinantes, con opciones de evolución positiva/neutra/negativa (expansiva/neutra/contractiva en el caso de las políticas macroeconómicas) para los mismos.

#### c.- Factores determinantes:

- 1.- Actividad económica: valoraciones a partir de las mediciones más recientes de indicadores de actividad y confianza (*World Bank industrial production index*; IFO, ZEW, Tankan, Chicago ISM, así como diversos PMI).
- 2.- <u>Tensiones comerciales y cambiarias</u>: valoraciones a partir de las mediciones más recientes del *World Bank Merchandise Trade Index*, y el *Trade Policy Uncertainty Index* (calculado por *The Economic Policy Uncertainty*) la contabilización de medidas proteccionistas/liberalizadoras ofrecida por *Global Trade Alert*, y las medidas y declaraciones susceptibles de ser consideradas como ejercicio de manipulación cambiaria por parte de los principales países en la economía mundial.
- 3.- <u>Política monetaria</u>: valoraciones a partir del tipo de interés global ponderado de los principales Bancos Centrales del mundo (representando alrededor del 77-80% del PIB mundial), así como de los movimientos, durante los seis meses previos a la presentación del informe, en los tipos de interés de referencia fijados por los mismos. Se consideran igualmente las intervenciones orientativas sobre comportamiento futuro

("forward guidance") de esos Bancos Centrales realizadas por sus responsables.

- 4.- <u>Política fiscal</u>: valoraciones a partir de la posición fiscal y la capacidad de realizar políticas fiscales expansivas de las 40 principales economías del mundo, todas ellas con un peso conjunto del 88% del PIB mundial e individual de al menos del 0.4% de ese producto global. Datos procedentes de la base *Global Fiscal Monitor* del Fondo Monetario Internacional.
- 5.- Mercados de materias primas: valoraciones a partir de los datos más recientes del World Bank Commodity Price Data, con cinco índices principales recogiendo hasta 72 materias primas, así como de los acontecimientos susceptibles de alterar de forma apreciable en el corto plazo el comportamiento de los precios de materias primas básicas.
- 6.- <u>Tensiones geopolíticas</u>: valoraciones a partir de los datos más recientes del *World Uncertainty Index* (ofrecido por *The Economic Policy Uncertainty*), así como de los acontecimientos y declaraciones susceptibles de alterar de forma apreciable el contexto geopolítico internacional, afectando potencialmente de forma apreciable la economía mundial.

## Decálogo de situación

El virus SARS-CoV-2 ha transformado en tres meses el mundo en todos sus ámbitos, entre ellos el económico. Origen del coronavirus o COVID-19, declarado pandemia por la Organización Mundial de la Salud el pasado 11 de marzo, obliga a los economistas a repensar desde la base nuestras lecturas, nuestros modelos y nuestras expectativas sobre la economía mundial. Por supuesto, en esta tesitura nos acompañan los expertos de múltiples disciplinas, así como todos los agentes que deben adoptar decisiones para países, instituciones, empresas financieras y no financieras y organizaciones de la sociedad civil. En este nuestro tercer Informe Trimestral de Entorno Económico, pediré al amable lector que me conceda tres pequeñas licencias: primero, nuestro Decálogo de Situación tendrá más de diez puntos; segundo, aunque éste sigue siendo un Informe sobre la Economía Global, realizaré algún apunte particular sobre la Economía Española, en especial en materia de previsiones; tercero, retrasaré al menos un trimestre el tema anunciado para nuestra sección *Al Microscopio* (los costes de una política monetaria ultra expansiva como la seguida desde 2008 en Occidente) para enfocarla a estructurar una amplia serie de propuestas que podrían definir una política completa para responder a la crisis y potenciar la recuperación no solo a corto, sino a medio plazo. Ciertamente, parte de esas medidas están en marcha, otras probablemente se terminen articulando y resulta más dudoso que se lleven a la práctica otra serie de ellas. Comencemos, pues, con nuestro "Decálogo ampliado" de situación.

I.- Conviene, en primer lugar, recordar que el período previo al estallido de la crisis del coronavirus no mostraba una economía mundial en su mejor momento. El largo ciclo expansivo (no sin crisis localizadas en diferentes regiones) daba síntomas de agotamiento, en parte por los límites del principal soporte del mismo, la política monetaria extremadamente expansiva mantenida durante más de una década. La inestabilidad política y social en no pocos países emergentes, las tensiones geopolíticas, la escalada proteccionista, la falta de contribución desde otros ámbitos de las políticas públicas, la inquietud sobre la rentabilidad del sistema bancario y sobre la excesiva asunción de riesgos en la vertiente no bancaria del sistema financiero... dibujaban un panorama poco favorable. Y ello sin mencionar la existencia de retos estructurales, cruciales, desde las implicaciones del cambio climático a las consecuencias del envejecimiento demográfico sobre el crecimiento económico y la sostenibilidad de los Estados del Bienestar, pasando por la sobredimensión de sectores productivos esenciales, como el del automóvil.

Así, se anticipaba un año 2020 complicado, con tasas de crecimiento globales mediocres (flirteando con las propias de una recesión suave, asociada a avances de la producción global menores al 2.5% o al 3%, según la Institución que se tome como referncia), y con una desaceleración generalizada. Es más, en ciertos países desarrollados, lo que se discutía era la probabilidad de una recesión en sentido estricto (caída del PIB dos trimestres consecutivos); Alemania o Italia se movían en ese límite, y Japón parecía condenado a esa recesión tras la severa respuesta a la baja del consumo tras la elevación del IVA en el último trimestre de 2019, a pesar del aumento del gasto público con el que intentó compensarlo (sin éxito, como tantas veces ha ocurrido con los incrementos de ese gasto público en las pasadas tres décadas en la economía nipona, ante la ausencia de las reformas estructurales necesarias para alimentar el crecimiento).

II.- Sin embargo, el foco de atención cambió drásticamente desde febrero del año en curso, cuando (con un retraso absolutamente injustificable, que deja en casi anecdótico el que se produjo tras el accidente nuclear de Chernóbil en 1986) las autoridades chinas reconocían que un problema médico, ligado a una enfermedad asociada a un coronavirus, empezaba a causar estragos en determinadas áreas del país, en particular en la provincia de Wuhan, y que era necesario adoptar medidas draconianas para frenar la expansión del virus causante del problema.

Lógicamente, no es éste el lugar para realizar reflexión o valoración alguna sobre la respuesta médica y sanitaria a la crisis, su intensidad, su velocidad, su coordinación o su precisión. Sería una temeridad y carecería de sentido en un Informe como éste. Eso sí, inequívocamente, todo lo anterior condiciona de forma decisiva lo acontecido desde ese momento en el ámbito económico. Y lo que ocurre es una sucesión de shocks, todos ellos negativos, que se concatenan de la siguiente manera:

- Una perturbación de oferta inicial, centrada en China, "fábrica del mundo", que reduce significativamente la producción no solo de bienes de consumo final, sino, más importante, también de componentes y bienes intermedios que amenazan con paralizar la producción en muchos otros lugares, ante las limitaciones de los stocks disponibles en las modernas Cadenas Globales de Valor, configuradas sobre el principio del "Just in Time", con entrada y salida de elementos y productos casi en tiempo real, y el menor almacenaje factible. Se habla entonces de la primera recesión mundial generada por China (todavía pensando en un sentido relativamente suave de esa "recesión"). Caídas interanuales en China del 13% en manufactura y servicios o del 20% en la sagrada formación bruta de capital ponen cifras a esa primera perturbación.
- Un shock de demanda, particularmente aunque no solo en Occidente, derivado de la progresiva extensión de la (entonces) epidemia, que va forzando a las autoridades a cancelar grandes acontecimientos susceptibles de concentrar multitudes, a limitar y luego prohibir desplazamientos internacionales (y en determinadas regiones dentro de los países), y a restringir los movimientos, sobre todo los ligados al ocio, ya no solo de grandes masas. El miedo, en especial al percibirse que la enfermedad ha saltado desde Asia para comenzar a causar estragos en Europa, también reduce el consumo por motivos de precaución (o miedo, directamente). El impacto de esta contracción de la demanda empieza a hundir todos los indicadores de actividad y confianza con una intensidad sin precedentes, y provoca, por ejemplo, y sin recoger todavía el impacto del siguiente shock, una caída del empleo en Estados Unidos de 711000 personas, la mayor desde marzo de 2009 y rompiendo un período de 113 meses consecutivos de incremento del empleo. Y esto era solo un aperitivo.
- Un <u>segundo shock de oferta</u>, primero en <u>Europa</u> pero progresivamente extendido <u>a nivel global</u>. La misma caída de la demanda y, sobre todo, las decisiones de los diferentes gobiernos de paralizar gran parte de las actividades productivas al objeto de contener la (ahora ya) pandemia, con excepciones más o menos amplias según cada país, conducen al colapso de la actividad productiva, tanto manufacturera como de servicios, salvo en los casos ligados a la producción y distribución de bienes esenciales y de actividades de respuesta a la crisis sanitaria, además de las que, si existe demanda para las mismas, pueden cubrirse con el trabajo no presencial. Con demanda y oferta globales en estado comatoso, un hundimiento de los mercados que hacía palidecer al acaecido durante la última crisis financiera y la convicción de que sería imposible escapar de la recesión (incluso para países que llevaban tres décadas sin experimentar una, como Australia) señalan la gravedad de la situación. La incertidumbre global alcanza un nivel sin precedentes (véase el *Gráfico 1*).



Gráfico 1.- Evolución del Índice de Incertidumbre Global

Fuente: elaboración propia. Datos: The Economic Policy Uncertainty

• Pero aún restaba un <u>segundo shock de demanda</u>, <u>global</u>. Centenares de millones de trabajadores y millones de empresas de toda dimensión, a lo largo y ancho del orbe, ven sus fuentes de ingresos reducidas sustancialmente, cuando no totalmente anuladas, por la sucesión de golpes adversos ya relatada. El consumo privado, la inversión privada y las exportaciones (por cuanto se trata de una crisis ya generalizada) se hunden abrupta y profundamente. El último componente de la demanda, el gasto público, deberá responder al reto. Y la financiación del mismo, con un sector privado en estado de parálisis por el impacto directo de la crisis o por las medidas gubernamentales para afrontarla, tendrá que ser asumida por los Bancos Centrales. Volveremos sobre ello en breve. Pero, en este punto, tras estos cuatro shocks consecutivos, una nueva Gran Depresión ha llegado.

III.- La respuesta inicial (y así se mantuvo durante varias semanas) de los responsables políticos a este escenario fue altamente decepcionante. Lo inesperado y novedoso de la pandemia y lo inédito de la dimensión y sucesión de los shocks ofrecen cierta justificación a tan titubeante respuesta. Pero solo parcialmente. No solo no se realiza un esfuerzo de coordinación ni se elimina, por ejemplo, parte de las barreras proteccionistas que se habían ido erigiendo en los dos años anteriores, sino que se multiplican las acusaciones de todo tipo, se recurre a un lenguaje zafio, y se adopta un enfoque puramente nacional, que incluye la prohibición de exportar determinados materiales y suministros médicos, severas restricciones a la exportación de alimentos, el aumento innecesario de las reservas estratégicas de éstos (en un momento en el que, afortunadamente y al contrario de lo sucedido en 2008, no hay el menor déficit de oferta y el libre comercio es la mejor alternativa con mucho) o la confiscación de envíos dirigidos a terceros países en lo que llega a ser calificado por altos responsables políticos como "piratería moderna".

Con el transcurso de los días, los más extremos comportamientos entre los reseñados van reduciéndose, aunque no desapareciendo (véase la decisión el 14 de abril de la Administración Trump de suspender su contribución a la Organización Mundial de la Salud), mientras las medidas de política monetaria – como siempre, primero – y fiscal van ganando coherencia. Pero resta dotarlas de solidez y precisión más allá del corto plazo (volveremos a ello).

Los mercados financieros, siempre propensos a la sobrerreacción, siguen fielmente las mismas etapas. Experimentan una debacle de proporciones que no se recordaban durante el mes de marzo, mientras los shocks van muy por delante de la capacidad de respuesta en la mayor parte de países y las medidas de Bancos Centrales y gobiernos resultan imprecisas y/o timoratas, dada la magnitud de la crisis. Rebotan con entusiasmo desmedido a principios de abril, cuando las ayudas monetarias y fiscales parecen poder atajar al menos parte de la profundidad de la caída. En el momento de la redacción de este Informe, esos mercados vuelven a dudar, porque han comenzado a pensar en algo más que el plazo más inmediato, y comienzan a interiorizar cuál va a ser el impacto de la crisis en los próximos trimestres sobre los resultados empresariales, sobre los niveles de deuda pública y privada o sobre determinados segmentos, sobre todo de alto riesgo, de esos mismos mercados financieros. Y siempre confiando en que la crisis no arrastre al sistema bancario del que se espera que, a diferencia de hace doce años, sea parte esencial de la solución, no del problema.

IV.- Conviene recordar que en la valoración de las decisiones adoptadas (y las que deban tomarse) es necesario equilibrar tres prioridades, que claramente comportan un dilema. Hasta este momento, solo se han considerado las dos primeras, pero no debiera obviarse la tercera. Por un lado, ciertamente, la necesidad imperiosa de limitar el impacto, en términos de contagiados, fallecidos y colapso de los servicios sanitarios, de la pandemia. Cuanto más estricto y prolongado sean las restricciones y el confinamiento, parecen coincidir los expertos, mejores resultados en este ámbito. Y exactamente el efecto contrario sobre la segunda prioridad, la de no prolongar más allá de los estrictamente necesario la devastación económica (y social) que provocan esas restricciones. Pero, de acuerdo a lo que conocemos de grandes crisis económicas anteriores, y particularmente por lo acaecido tras la reciente Gran Recesión, dichas situaciones de destrucción masiva de actividad económica y empleo también causan muertes. El concepto de "deaths by despair", acuñado en los últimos años en Estados Unidos, hace referencia a esos procesos (aumento de depresiones, del consumo de drogas, particularmente opiáceos, de la violencia y los suicidios, entre otros problemas médicos) que llegan aparejados a las crisis económicas para importantes grupos de población afectados por las mismas.

V.- Refiriéndonos a decisiones relevantes, uno de los episodios más bizarros que han sucedido en los pasados meses, ya en plena crisis del coronavirus, es la guerra abierta en el mercado del petróleo, en un ejercicio de afirmación (emplearemos este término por no recurrir a sustantivos que vienen antes a la mente pero no son apropiados en este tipo de Informes), entre Arabia Saudita y Rusia, con la mirada indirectamente puesta en Estados Unidos. Aunque finalmente se han tomado decisiones, hasta cierto punto coordinadas, para deshacer el entuerto (y nos referiremos a ello más adelante en este Decálogo), describiremos el episodio como ejemplo de hasta qué punto desatendieron actores relevantes la crisis que nos asola, cuando ya se era consciente de la gravedad de la misma, y también para explicar el comportamiento diferencial del precio del petróleo frente al del resto de materias primas en el pasado trimestre, que podemos contemplar en el Gráfico 2.

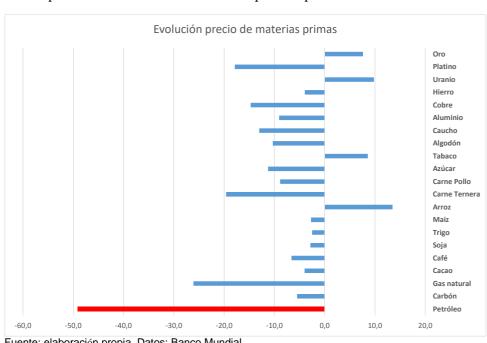


Gráfico 2.- Evolución del precio de materias primas seleccionadas (Variación del precio medio de marzo de 2020 respecto al precio medio de diciembre de 2019)

Fuente: elaboración propia. Datos: Banco Mundial

Nótese que, casi sin excepción, para todos los tipos de materias primas, se han producidos reducciones de precios considerables en los pasados tres meses (ciertamente, los datos son aún más marcados en días concretos, pero aquí se ofrecen promedios mensuales, más significativos). Las materias primas metálicas/industriales se han resentido de la parálisis de la oferta; las primarias, de la caída de la demanda de consumo; las energéticas, de ambos tipos de shocks. Existen algunas excepciones, unas previsibles, tales como la del oro, largo tiempo considerado - con razón o sin ella - como activo refugio ante las crisis (nótese que, sin embargo, el platino, cuyo uso industrial es mucho más intenso, ha visto su precio contraerse claramente); o la del uranio, fruto del temor a problemas de suministro dada la alta concentración de la oferta en escasos productores. Otros incrementos no son tan predecibles. Así, el del precio del arroz, un alimento básico sobre el que algunos países asiáticos han establecido restricciones a la exportación, mientras otros corrían a incrementar sus reservas con compras masivas. O el del tabaco, reflejo de que confinar a los ciudadanos puede tener efectos perniciosos sobre su salud...

Pero, desde luego, lo que rompe la norma es la caída desmedida del precio del petróleo. Por supuesto que una reducción de la demanda global que se estima en cerca de 30 millones de barriles diarios (en los días más intensos del descenso de la actividad económica), más del 25% del consumo normal, explica parte de ese movimiento. Pero no menos relevante es el comportamiento de dos de los tres mayores productores mundiales en las semanas previas al mes de abril. He aquí el relato del enfrentamiento.

En 2016 un acuerdo de la OPEP (cartel que reúne a buena parte de los principales exportadores de petróleo) con productores ajenos a la Organización, en especial Rusia, permitía recortar la producción de petróleo para adecuarla a un tibio crecimiento de la demanda, fruto de una economía que avanzaba a pasos dubitativos, así como a un progresivo aumento del peso en el mix energético de las renovables. Con ello, el petróleo se estabilizaba en la franja de los 60-70 dólares por barril, aparentemente favorable para todos los actores principales del mercado.

En el tránsito entre 2019 y 2020, sin embargo, Rusia se negaba a prolongar el citado acuerdo, bajo el argumento de que terceros países, no signatarios del mismo y que, por tanto, no habían reducido su extracción de crudo, se beneficiaban de ese esfuerzo. La mirada, claro está, puesta en la creciente producción (e incluso exportación) de Estados Unidos, a partir de la intensificación del *fracking* en la última década. Arabia Saudita, tradicional "compensador" del mercado, aumentando o reduciendo su producción para mantener los precios en el nivel deseado, se niega a seguir desempeñando ese papel, probablemente compartiendo la misma preocupación rusa, pero también en un ejercicio de egos entre el príncipe heredero saudí, Mohamed bin Salmán (de cuyos expeditivos métodos ya han sido testigos tanto su país como el resto del mundo) y el Presidente ruso, Vladimir Putin. Solo así se entiende que hayan mantenido el pulso cuando uno revisa los números que expondremos a continuación.

Mientras, no olvidemos un par de detalles; Rusia lee en este conflicto, que puede dejar tocado el sector del fracking estadounidense (cuya enorme expansión se había basado en un endeudamiento extraordinario), una oportunidad de responder a las sanciones establecidas por la Administración Trump sobre Rosneft, la petrolera estatal rusa, por seguir operando en Venezuela, y sobre las empresas colaboradoras en la conclusión del proyecto Nord Stream 2, que llevará directamente el gas natural ruso hasta la Unión Europea, puenteando a Ucrania. Los saudíes, mientras tanto, ven la oportunidad de consolidar su liderazgo en la OPEP y, más aún, de penalizar a su rival regional, Irán, que, ya sometido a las sanciones estadounidenses, se puede permitir menos que nadie el desplome del precio del crudo.

Así las cosas, Arabia Saudita llega a elevar su inyección de petróleo al mercado hasta los 12.3 millones de barriles diarios, vendidos además con notables descuentos. Por cierto, ello supone que incluso pone en el mercado parte de su petróleo almacenado, porque, a corto plazo, no tienen capacidad para elevar su producción en los más de dos millones de barriles al día adicionales que está suministrando. Rusia responde con suministros por encima de lo hasta entonces habitual que, aproximadamente, en una magnitud de alrededor de medio millón de barriles al día. Es más que factible que otros productores, no dispuestos a ceder cuota de mercado, eleven también su producción con mayor discreción. Todo ello, recordemos, con la demanda cayendo en picado. No debe sorprender que el precio del crudo se llegase a situar por debajo de los 15 dólares por barril. Comparemos esta cifra con las siguientes. Arabia Saudita necesita que el precio del crudo ronde los 83 dólares por barril para equilibrar su presupuesto. Multipliquen los casi 70 dólares de diferencia por los más de doce millones de barriles diarios y estimen la dimensión del problema¹. Aunque, claro está, Irán necesita un precio de 115 dólares para alcanzar ese mismo equilibrio presupuestario, está sometido a un régimen de sanciones, y no dispone de los 500000 millones de dólares de reservas que tiene Arabia Saudita, sin contar su Fondo de Inversión Soberano.

De manera equivalente, Rusia precisa un precio de 40-45 dólares por barril para mantener las cuestas públicas en equilibrio, por lo que, aunque con menos diferencia, los números tampoco cuadran. Eso sí, la mayor parte de productores de petróleo mediante el fracking requieren un precio por barril superior a los 50 dólares por barril, y, como queda señalado, bastantes de esos productores están fuertemente endeudados, mientras Rusia acumula un colchón superior a los 700000 millones de dólares entre sus reservas de oro y divisas y los activos de su Fondo de Inversión Soberano.

En definitiva, un entretenido juego geopolítico y estratégico, especialmente perverso en plena recesión mundial. Por suerte, como referiremos más adelante en este Decálogo, un acuerdo global ha frenado este enfrentamiento... de momento.

VI.- Un último apunte sobre esta evolución del precio de las materias primas. ¿No resulta positivo su descenso para la economía mundial? ¿Por qué preocupa y por qué empleamos el color rojo, indicando un comportamiento altamente negativo, en nuestro semáforo de situación? Al fin y al cabo, siempre se ha afirmado que, aunque la ganancia de uno (importadores) ante menores precios es la pérdida de otros (exportadores), como los primeros, en general países desarrollados (a los que cabe sumar a China e India) consumen e invierten más que los segundos, esos menores precios dinamizan la economía mundial. Pero existen varios argumentos que actúan en este caso en sentido contrario:

• Las fluctuaciones extremas en los precios de materias esenciales generan aún más incertidumbre en un momento en que ésta ya es un lastre para la economía mundial.

<sup>&</sup>lt;sup>1</sup> Los datos que se ofrecen son promedios aproximados de diferentes tipos y calidades de crudo. Los precios en el mercado varían sensiblemente según el tipo (Brent, WTI, Dubai) y calidad (nivel de sulfuro en particular). El petróleo saudí, por ejemplo, es generalmente de alta calidad.

- En un momento de parálisis de la demanda, el aprovechamiento de los bajos precios es notablemente menor, tanto para la industria como para los ciudadanos (un recuerdo a todos esos conductores que han lamentado las últimas semanas que, para una vez que el precio de los carburantes cae de manera apreciable, no están autorizados a coger el coche salvo en circunstancias muy concretas)
- Los países exportadores, en general, dependen de forma crucial de la fuente de ingresos que constituya la exportación de materias primas. Sin él, economías ya en crisis pueden simplemente descomponerse. Y forman una parte no insignificante de la economía global.
- Los sectores extractivo y de distribución de materias primas, sobre todo el petróleo, tienen un considerable peso en los países occidentales y emergentes, a través de compañías multinacionales. Estos sectores suelen disponer de líneas de financiación bancarias de relevancia. Problemas de sostenibilidad en aquellos sectores podrían trasladarse al sistema bancario internacional, algo nada conveniente en las actuales circunstancias.
- Si alguno de los grandes productores debe recurrir a la venta de activos de forma apreciable (de las reservas directas del país o de los Fondos de Inversión Soberanos) para poder sostener sus economías, activos habitualmente mantenidos en los mercados occidentales (tanto públicos como privados), podrían generarse turbulencias financieras adicionales.

En definitiva, precios moderados de las materias primas son un plus para la economía global; precios de derribo después de una caída abrupta, son perniciosos.

VII.- La extrema gravedad de la situación está golpeando de manera descarnada a buena parte del aparato productivo global, singularmente en Occidente. Conviene aquí apuntar que, desafortunadamente, un número considerable de empresas y sectores se encuentran en una situación financiera innecesariamente frágil al final del ciclo expansivo. Esta debilidad proviene de un volumen extremo de endeudamiento (en 2019 se emitió deuda por parte de empresas no financieras por valor de 2.5 billones de dólares, un récord histórico) que no está ligado a un incremento de la inversión productiva (más bien débil, salvo en Asia), sino a un mayúsculo aumento en el pago de dividendos y recompra de acciones, así como a procesos de fusiones y adquisiciones frecuentemente no muy bien calibrados, cuando no directamente un fiasco para los accionistas.

Por supuesto, el nivel excepcionalmente bajo de los tipos de interés, prácticamente a cualquier plazo, ha fomentado esas emisiones de deuda, con especial mención a la correspondiente a deuda con calificación de especulación, más comúnmente conocida como "bonos basura". He aquí uno de esos costes de las políticas monetarias larga y crecientemente expansivas. Otro, difícil de precisar, es el relativo al mantenimiento de empresas sin viabilidad en condiciones normales, sostenidas artificialmente con dinero barato renovado una y otra vez, situación conocida como "evergreening". El problema, al margen de que esas empresas acaban cayendo y arrastrando incobrables mayores, es que suponen un obstáculo al surgimiento de nuevos proyectos, más productivos y competitivos, en sus respectivos sectores.

Es sumamente probable que, sin estos dos elementos, hubiésemos llegado, a nivel global, con una estructura empresarial más sólida a la actual situación.

VII.- La regla marcada desde el inicio de la pasada Gran Recesión, y que ha continuado de forma ininterrumpida desde entonces, es que cualquier dificultad económica se intenta atajar recurriendo a la política monetaria. La crisis del coronavirus no iba a ser una excepción². Pero esta vez los Bancos Centrales occidentales tuvieron serias dificultades para convencer de que, recurriendo a la ya manida expresión acuñada por Mario Draghi, "harían lo que fuese necesario" para salvar las respectivas economías. Es más, los mercados financieros penalizaron con extrema contundencia lo que entendieron como una respuesta inicial insuficiente.

De hecho, en primera instancia, se optó por reafirmar el tenor de la política vigente a principios de año. Por un lado, tipos de interés extremadamente bajos, reforzados con algunos descensos adicionales (dentro del casi nulo margen existente), como se muestra en el *Gráfico 3*. Segundo, mantenimiento o incremento moderado de las adquisiciones de activos, públicos y privados, de los tipos ya objeto de compras masivas desde la Gran Recesión, y, en algunos casos (Japón, Eurozona) todavía en marcha. Tercero, reafirmar que esa política marcadamente expansiva se prolongaría en el tiempo. Cuarto, solicitar a los Gobiernos que asumiesen su

<sup>&</sup>lt;sup>2</sup> Para un seguimiento actualizado de las medidas macroeconómicas adoptadas por hasta 193 países, tanto monetarias como fiscales, cambiarias, de balanza de pagos o macroprudenciales, se recomienda consultar la recopilación ofrecida por el Fondo Monetario Internacional en <a href="https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19">https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19</a>.

responsabilidad vía medidas fiscales. Todo resulta bastante lógico.

¿La respuesta en los mercados financieros? Apocalipsis en las Bolsas y venta masiva de deuda pública, incluso de los principales países³. ¿Qué había fallado? Por una parte, el problema no estaba en el precio del dinero; las reducciones de tipos no tenían la menor utilidad. Por otra, los volúmenes de adquisición de activos previstos por los Bancos Centrales no permitirían cubrir ni remotamente el incremento de la deuda que debían emitir los Estados para contrarrestar la crisis. Además, los inversores esperaban que las adquisiciones se ampliasen a otros segmentos de los mercados, críticos para la financiación de muchas empresas y que, por su mayor riesgo, habían colapsado.

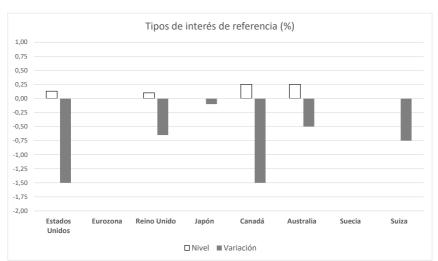


Gráfico 3.- Tipos de interés. Selección de economías desarrolladas (Nivel a 15 de abril de 2020; variación desde diciembre de 2019 hasta el 15 de abril de 2020)

Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales

Pero los banqueros centrales del siglo XXI, los "héroes" de la última recuperación, no son sujetos pacatos que iban a aceptar un nuevo papel de villanos. Y la solución era sencilla: todo Banco Central que se precie debía convertirse en el Banco Central de Japón, y todo presidente de Banco Central en Haruhiko Kuroda, máximo responsable de la autoridad monetaria nipona. Y así ha sido. Se compra todo, a cualquier plazo, en cualquier mercado, con poca consideración por los riesgos a medio plazo, y si la cantidad no es suficiente, se controla también el precio, como el de la deuda pública incluso a largo plazo. Quizás esta última aseveración sea exagerada, pero poco, la verdad. Así, solo los cuatro principales Bancos Centrales Occidentales (Reserva Federal de Estados Unidos, Banco Central Europeo, Banco de Inglaterra y Banco de Japón) han anunciado adquisiciones de activos, solo en 2020, por valor de unos 5 billones de dólares (más del doble que en el peor momento de la Gran Recesión). Ello incluye el término "compras ilimitadas", por parte del Banco de Inglaterra, las compras de papel comercial por parte de los dos bancos anglosajones, la entrada en los mercados de bonos municipales, de productos estructurados de riesgo no menos que moderado y hasta de bonos basura por parte de la Reserva Federal o el inequívocamente denominado Pandemic Emergency Purchase Program por parte del BCE, con compras por valor de 750000 millones de euros de deuda pública y privada (adicionales a las que se seguían realizando y la reinversión de la vencida), y, tanto o más importante, no sin cierto apuro, eliminando los límites que, hasta ahora, impedían sesgar las compras hacia activos de determinados países.

Lo cierto es que la enumeración completa de las medidas adoptadas en las últimas semanas sería interminable, pero evaluaremos en nuestro *Al Microscopio* lo adecuado de las grandes líneas seguidas. Desde luego, la satisfacción de los mercados, plasmada en recuperaciones con pocos precedentes en cuanto a magnitud y velocidad, expresa la conformidad de los mismos con esta segunda oleada de actuaciones frente a la crisis de los Bancos Centrales.

Mientras tanto, no conviene olvidar que los banqueros centrales del resto del mundo también tenían armas monetarias que jugar. La primera, ciertamente, la reducción de los tipos de interés de referencia, con un margen ostensiblemente mayor que sus colegas occidentales. Pero, como revela el *Gráfico 4* para una

<sup>&</sup>lt;sup>3</sup> Debe tenerse en cuenta, eso sí, que parte de estas últimas fueron un intento de grandes fondos de inversión por conseguir liquidez para tapar las pérdidas sufridas en otros mercados ante las órdenes de los inversores minoristas finales para que se liquidaran sus posiciones ("fire sales").

selección de economías emergentes que sirve de ejemplo, han sido relativamente tímidos en el ejercicio de esa posibilidad. Y hay razones para ello, en las que abundaremos más tarde en este mismo Decálogo: la hemorragia en forma de salida de capitales que han sufrido en el primer trimestre del año y el exceso de endeudamiento en dólares de buena parte del mundo emergente y en desarrollo desaconsejan cualquier movimiento que aleje al capital extranjero y devalúe la moneda nacional. El "pecado original" vuelve a crucificar a los países no desarrollados. Recordemos que este concepto hace referencia al problema del endeudamiento en una moneda ajena, generalmente el dólar, para beneficiarse de tipos de interés más bajos que los posibles emitiendo en moneda nacional y el acceso a un mayor "pool" de inversores. El problema es que, si el dólar se aprecia de manera apreciable respecto a la moneda nacional, devolver la deuda, para países o empresas que tienen sus ingresos en esa moneda nacional, se complica muy seriamente.

En el caso de China, al margen de que la influencia del Banco Central sobre el crédito se produce más mediante directrices específicas y vía requerimientos de reservas que vía tipos de interés, los serios problemas del sistema financiero chino con los préstamos incobrables han forzado la prudencia en la expansión monetaria.

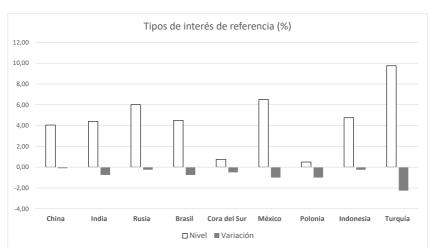


Gráfico 4.- Tipos de interés. Selección de economías emergentes (Nivel a 15 de abril de 2020; variación desde diciembre de 2019 hasta el 15 de abril de 2020)

Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales

En todo caso, a estas, si se quiere moderadas, reducciones de tipos de interés, se han sumado, y esto sí es novedoso en muchos casos, el inicio de la adquisición masiva de deuda pública, aunque en cantidades de decenas de millardos en lugar de centenares de ellos como en los países desarrollados. Así ha acontecido desde Polonia a Colombia, desde Filipinas a Sudáfrica, y donde esta actuación no era legal (Brasil, República Checa), los Bancos Centrales han pedido que se les habilite esta opción. Esta vez, la expansión cuantitativa es global.

VIII.- En nuestro Informe del último trimestre de 2019 apuntábamos una tendencia positiva en relación al protagonismo que la política fiscal, sobre todo en Occidente, se aprestaba a adoptar para estimular unas economías entonces renqueantes. El debate entre la prudencia fiscal y la posibilidad de aprovechar tipos de interés muy bajos para emplear la inversión pública (no el gasto corriente) como acelerador del crecimiento, no solo a corto sino a medio plazo, parecía decantarse a favor de la segunda visión. Y antes de que el coronavirus lo arrasara todo, esa visión ofrecía ya algunas señales de concreción en países muy diversos: desde los \$51000 millones de inversión en infraestructuras (vivienda incluida) en Corea del Sur, a los \$1.4 billones en cinco años del programa indio de mejora de las redes de conexión físicas en el país, pasando por los €86000 millones de inversión alemana en la red ferroviaria y, aunque todavía incipientes, los nuevos programas estructurales impulsados por la Comisión Europea, desde el dirigido a la lucha contra el cambio climático (inversión anunciada en un billón de euros, aunque aquí el apalancamiento necesario para alcanzar esa cifra engorda mucho el capital de verdad comprometido) al orientado a la creación de nuevos "ecosistemas" industriales, en forma de clusters, extendidos por toda la UE, en sectores de vanguardia.

Pero la sucesión de shocks negativos ya explicada en este Informe ha obligado a transformar completamente el papel de la política fiscal. Primero, no hay debate: con reticencias mayores o menores, con aceptación o no de que es mejor coordinar que marchar cada cual por su cuenta, los gobiernos de gran parte del mundo, y en especial los occidentales, se han lanzado a una expansión fiscal sin precedentes en época de

paz. De hecho, el recurso continuado a la metáfora bélica parece confortar a algunos dirigentes ante la necesidad de quebrar cualquier norma de contención fiscal. Recordemos que, con el consumo, la inversión y las exportaciones en serio declive, cuando no en caída libre, solo el gasto público, con el respaldo cada vez más rotundo ya referido de los Bancos Centrales, es el último reducto de sostenimiento de la demanda. Segundo, y esto es más peliagudo, el esfuerzo se concentra casi en exclusiva en el gasto corriente, sin que se atienda, de momento, y pese a que George Marshall rara vez ha sido tan nombrado<sup>4</sup>, a la necesidad de establecer un programa de inversiones que permita recuperar el crecimiento a medio y largo plazo.

El conjunto de actuaciones, cuya oportunidad valoraremos también en nuestro Al Microscopio, incluyen, en programas bastante diversos según los países: subsidios directos e indirectos a individuos y empresas; provisión gratuita de servicios esenciales durante la duración de la crisis; suspensión del pago, o ayudas para el mismo, de alquileres y/o hipotecas; prórrogas en el pago de impuestos, así como concesión de préstamos y, en menor medida, ayudas a fondo perdido. Estos programas se han orientado a trabajadores por cuenta ajena, autónomos, PYMEs, y grandes empresas Se han establecido con carácter genérico o condicionado al sector productivo, el impacto diferencial de la crisis o la dimensión de la actividad. Los objetivos básicos han sido proteger a los grupos de población más vulnerable, sostener el empleo y permitir la supervivencia de las empresas. Más indirectamente, procurar que un aluvión de impagados no arrase el sistema bancario, cuya solidez va a ser necesaria para la recuperación. La enumeración de las medidas sería, de nuevo, interminable<sup>5</sup>. Calibrar el impacto de las mismas, muy complicado, tanto en resultados como en el coste. Pero, sobre esto último, adelantemos las previsiones del Fondo Monetario Internacional (ver Gráfico 5). Son las que vamos a emplear en un par de puntos de este Decálogo al tratarse de las más recientes en el momento de redacción del presente Informe. Probablemente, el FMI se ha quedado corto al evaluar el incremento final del déficit, pero nos puede servir de referencia. Nótese también la innecesariamente incómoda posición fiscal, con números rojos de relevancia, para varios países desarrollados (entre ellos España), teniendo en cuenta que estábamos al final de un ciclo expansivo. La situación era incluso peor para la mayoría de los grandes países emergentes, aunque ciertamente en alguno de ellos la situación económica general no era favorable antes del coronavirus<sup>6</sup>.

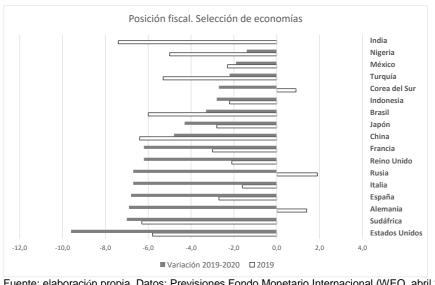


Gráfico 5.- Saldo presupuestario (% del PIB). Selección de economías (Nivel en 2019; variación entre 2019 y 2020)

Fuente: elaboración propia. Datos: Previsiones Fondo Monetario Internacional (WEO, abril 2020)

Nótese que la intensidad de la respuesta viene dada por el margen presupuestario existente, pero

<sup>&</sup>lt;sup>4</sup> George Marshall, Secretario de Estado de los Estados Unidos entre 1947 y 1949 fue el gran impulsor de un, para la época, colosal estímulo de \$17000 millones, financiado por Estados Unidos y dirigido a la reconstrucción económica europea tras la Segunda Guerra Mundial, dinero que se invirtió entre 1948 y 1951. Marshall recibió el Premio Nobel de la Paz en 1953 por el su liderazgo en este Programa. Quizás prometiendo esa recompensa se encontraría un nuevo líder para promover una iniciativa semejante, esta vez financiada de forma conjunta por múltiples países.

<sup>&</sup>lt;sup>5</sup> Véase la recopilación del Fondo Monetaria Internacional ya mencionada en la Nota 2.

<sup>&</sup>lt;sup>6</sup> Para el lector observador, subrayaré que el autor tampoco entiende cómo el atroz saldo presupuestario indio de 2019 no va a empeorar en absoluto, según el FMI, pese a reducir en dos tercios el crecimiento económico que espera para el país y pese a los programas de ayuda anunciados por el gobierno de Narendra Modi a sus ciudadanos y empresas, aunque sean mucho más modestos que los de otros países.

también por la existencia o no de un Banco Central con la credibilidad suficiente como para comprar deuda de forma masiva sin poner en riesgo el valor de la moneda ni provocar la fuga de capitales. Estados Unidos resulta el caso más obvio, pero también las economías bajo el paraguas del BCE se sitúan entre las que mayor deterioro en sus cuentas públicas se van a permitir. China, aunque verá un insólito, para este país, nivel de déficit de dos dígitos en 2020 (y, posiblemente, en 2021), ha articulado medidas fiscales menos intensas que las que empleó durante la Gran Recesión, en buena medida por la extrema debilidad de la posición fiscal de los gobiernos regionales y locales. Hay casos, como el de Sudáfrica, en el que, con independencia de que el país se lo pueda permitir, el deterioro fiscal va a ser brutal, y las consecuencias socioeconómicas no lo van a ser menos.

IX.- Y este último apunte nos conduce al siguiente aspecto a tratar en nuestro *Decálogo*. Olvidar en el conjunto de actuaciones de respuesta a la crisis a los países en desarrollo y los emergentes de menor nivel de renta, sería un error de mayúsculas proporciones. Parece que las naciones desarrolladas del G-20 se han sumado a la rápida respuesta del Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional para empezar a habilitar medidas, tanto de ayudas directas como de dilación en el pago de la deuda, con posibles condonaciones, al menos parciales.

Se trata de países de rentas medias-bajas, bajas o simplemente paupérrimas, con sistemas sanitarios a los que aplicar el adjetivo "precarios" sería muy generoso. Sus economías, frecuentemente dependientes de la exportación de materias primas, se están viendo privadas de ingresos por el desplome de la demanda global. No hay posibilidad de sustitución mediante la demanda interna o la de los países vecinos, que suelen estar en una situación similar. El servicio de la deuda externa absorbe porcentajes inadecuadamente altos de las exportaciones aún antes de la reducción actual de éstas, y ello considerando que decenas de los países más pobres del mundo han estado o están acogidos al Programa para Países Pobres Altamente Endeudados, que ha estado facilitando el alivio, en mayor o menor medida, de la carga de la deuda. Debe añadirse, además, aunque desde luego este factor afecta más a las economías emergentes que a las subdesarrolladas, que hasta 120000-130000 millones de dólares de capital privado han salido del mundo no desarrollado en los primeros tres meses del año, una fuga que no se contempló ni siguiera durante la Gran Recesión.

En estas circunstancias, confiar en que el virus tendrá un bajo impacto gracias al clima cálido y húmedo, o a la baja edad media de la población, es, nunca mejor empleado el término, un brindis al Sol. Incluso aunque el impacto sanitario no sea significativo, el impacto socioeconómico de la recesión mundial ya se deja sentir en estas economías. Bienvenida sea la disponibilidad de las cuotas que les corresponden como miembros del FMI. También las ayudas concretas aprobadas por el Banco Mundial y algunos países desarrollados. Pero no son suficientes. Cabe esperar que otras iniciativas se concreten en breve. Incluiremos algunas reflexiones al respecto en nuestro paquete completo de medidas frente a la crisis posteriormente. El coste humanitario y socioeconómico, así como, para quien lo quiera contemplar desde una perspectiva más nacionalista, la dimensión de los flujos migratorios que pueden derivarse de un colapso total del mundo en desarrollo, serían difícilmente manejables.

X.- Quizás debamos a esperar a un nuevo 3 de abril para ello. En tal jornada se produjeron, no sin antes pasar por múltiples debates, acusaciones y desplantes, dos actuaciones coordinadas sin duda positivas para la respuesta ante la recesión. Por un lado, el acuerdo entre Arabia Saudita y Rusia, enmarcado en un compromiso global del G-20, permitía la estabilización del mercado del petróleo, a precios que representaban la mitad de los vigentes antes del estallido de la crisis, pero el doble del mínimo que habían alcanzado. Los dos países se comprometían a retirar hasta 10 millones de barriles por día del mercado, y mantener recortes menores y decrecientes a medio plazo. Sumado a los cierres de explotaciones ya causados por los ruinosos precios, algunos compromisos de contención de otros productores y la promesa de países consumidores de incrementar sus reservas estratégicas, el impacto global en el mercado es el de una corrección de la oferta de 15 millones de barriles al día. Lejos de la caída de la demanda, sí, pero lo cierto es que ésta solo puede recuperarse desde el máximo de medidas de paralización de la actividad, que, con perspectiva temporal, probablemente acabaremos fechando en abril de 2020.

En la misma jornada, los 27 países de la Unión Europea acordaban articular un programa de emergencia de €540000 millones para paliar y revertir las consecuencias más inmediatas de la crisis, con especial atención al desempleo. Un fondo específico para compensar a los países más dañados por éste (€100000 millones) se suma al recurso a la posibilidad de recurrir al crédito del Mecanismo Europeo de Estabilización (€240000 millones) y el aumento de las actuaciones del Banco Europeo de Inversiones (€200000 millones). Es cierto que no hay mutualización de deuda, pero la condicionalidad es escasa, no hay cuotas nacionales, el dinero está ya disponible... y el BCE absorbiendo deuda pública a plena máquina, sobre todo italiana, española y francesa.

Compararemos en la última sección del Informe este paquete de actuaciones con otras alternativas, en especial los "Coronabonos" (despropósito de nombre donde los haya, por cierto), pero resulta de lo más extraño que las mayores trabas a esta respuesta a corto plazo se hayan producido entre agentes políticos, mediáticos y económicos de los países más beneficiados. Este conjunto de medidas son imprescindibles ya (mejor anteayer). Y, ya aprobadas, es cuando procede discutir sobre el futuro algo más allá.

Nada es perfecto, pero algún 3 de abril más de cooperación internacional nos vendría muy bien. ¿Eliminación de trabas proteccionistas? ¿Recomposición conjunta de estructuras y materiales sanitarios? ¿Programa global de ayuda a los países menos desarrollados?

X.- ¿Dónde nos deja todo lo referido hasta este punto? En la mayor recesión mundial desde la Segunda Guerra Mundial. Recurriremos de nuevo a las previsiones del FMI como referencia, al ser las últimas aparecidas cuando se redactan estas líneas. En ellas se ofrece un escenario central que anticipa una caída del PIB mundial del 3% (una décima en el peor año, 2009, de la Gran Recesión). La magnitud del hundimiento previsto en los diferentes espacios económicos se puede percibir en el *Gráfico 6.* Las expectativas para 2021 apuntan a un robusto rebote hasta el 5.8% de crecimiento, que duplicaría el alcanzado en 2019 y superaría en 6 décimas al experimentado en 2010. La recuperación así percibida dibujaría una "U", precisándose a nivel global hasta el último trimestre de 2021 para recuperar el PIB de 2019.

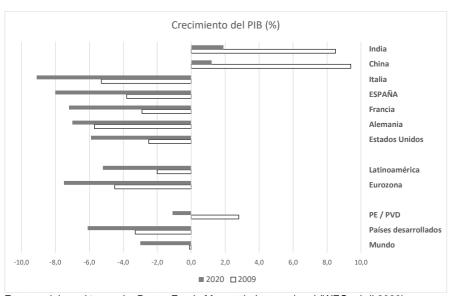


Gráfico 6.- Evolución del PIB real (%). Selección de espacios económicos (2009, peor año de la Gran Recesión, y 2020, según previsión del FMI)

Fuente: elaboración propia. Datos: Fondo Monetario Internacional (WEO, abril 2020)

En nuestra opinión, no cabe duda que el perfil apuntado por el FMI será, con toda probabilidad, correcto, sobre todo con la progresiva mejora de la respuesta de las autoridades. Cabe esperar un inicial descenso del PIB en el primer trimestre de 2020, un descalabro propio de una conflagración global en el segundo trimestre, el estancamiento en el tercero, a menos que – poco probable – haya algún margen para que no se pierdan totalmente los meses de turismo internacional (que son los meses de verano del hemisferio Norte para casi todos los grandes destinos turísticos), el inicio de la remontada en el cuarto trimestre de este año, y la aceleración de la misma desde el primero, con saltos interanuales (por comparación) con pocos precedentes desde ese primero al tercer trimestre del próximo año.

Dicho esto, el escenario central del FMI, desde hace más de una década, y de forma incomprensible para este autor desde el punto de vista técnico (los criterios políticos son otra cosa), ha venido sobre estimando de manera ininterrumpida el crecimiento económico que finalmente se ha producido. Como compensación, en los últimos años el FMI opta por dibujar una mayoría de escenarios pesimistas alrededor del central, con alguno más favorable a título de inventario. Bien, pues en el World Economic Outlook de abril de 2020, del que provienen las previsiones aquí señaladas, todos los escenarios alternativos son más negativos que el elegido como base. Mal augurio.

Espérese así una caída más pronunciada del PIB global (respecto al mencionado 3%) este año y, solo si la cooperación internacional se acrecienta, el virus ni rebrota ni se reproduce, no permitimos que colapse el

mundo en desarrollo y el sistema bancario internacional aguanta las pérdidas que le llegarán de los créditos no satisfechos, la recuperación puede ser de una fortaleza similar a la anticipada por el FMI, lo que quizás nos lleve hasta 2022 para restablecer el PIB previo a la crisis. Desafortunadamente, el empleo requerirá más tiempo, como siempre. Ciertamente, esa recuperación será muy dispar según las economías.

¿Y para España? El FMI augura una caída del PIB del 8% para el presente año, con recuperación del 4.3% en 2021. El desempleo superaría el 20% este año, para bajar algo más de 3 puntos el próximo. España sería de los escasos países de relevancia con un descenso del nivel medio de precio este año (tres décimas, frente a un incremento de siete el año que viene). El déficit público alcanzaría el 9.5% del PIB en 2020, frente a un 6.7% en 2021. Y, muy interesante, aunque se ha perdido un poco para la mayoría entre las cifras de (de)crecimiento y déficit, el FMI predice que España aumentará su superávit por cuenta corriente tanto este ejercicio como el próximo.

Vayamos por partes. Con el que se anuncia muy paulatino retorno a la normalidad (relativa), la pérdida total de la temporada turística, el golpe diferencial de la crisis sobre actividades muy intensivas en empleo, en un mercado laboral de por sí disfuncional, la pérdida de rentas de la economía sumergida, tan relevante en el sur de Europa y un parque empresarial, dominado por la microempresa, que vive al día, consideramos más bien optimista el conjunto de cifras ofrecidas por el FMI. La caída del PIB probablemente alcanzará los dos dígitos y debe añadirse la necesidad de extender muchas de las medidas ya en vigor para amplios sectores cuya dependencia, directa e indirecta del turismo, es extrema. Sumemos la aprobación de una renta mínima de subsistencia (imprescindible a corto plazo pero que la experiencia indica que se extenderá, como cualquier subsidio en España, más de lo que se anuncie al fijarla<sup>7</sup>) y la extensión de algunos otros programas sociales ya establecidos, y la verdad es que la cifra del déficit público, en ambos ejercicios, y en particular en 2020, va a ser apreciablemente superior a lo indicado por el FMI.

La inflación en efecto, será virtualmente nula, aunque una recuperación parcial del precio del petróleo y algunos intentos de recuperar el tiempo perdido (en términos de ingresos) en sectores o espacios geográficos concretos en los que la desaparición de empresas pueda reducir la competencia, podrían suponer alguna décima más de las señaladas por el FMI. Para el desempleo, esas previsiones, como medias anuales, del 20.8% (2020) y 17.5% (2021), pueden ser suelos razonables (es decir, que no se estará por debajo), pero nótese que ello implica meses de tasas bastante superiores.

Y un último apunte respecto al saldo exterior. España ha firmado, de manera insólita en su historia económica reciente, siete años consecutivos de superávit por cuenta corriente8. Ciertamente, el turismo es una parte relevante de esta trayectoria. Su trascendencia en el empleo, y en la obtención de ingresos desde el exterior, se va a percibir en plenitud cuando se hayan perdido, en buena medida, este año. Y, si el miedo que se ha extendido a nivel global no es atajado, la recuperación desde finales del presente ejercicio y para los posteriores puede ser incompleta. Por otro lado, la experiencia nos dice que, en una crisis grave, las importaciones españolas caen en picado. Ello, y el bajo precio de los hidrocarburos, pueden compensar, al menos en buena medida, la caída de los ingresos turísticos. ¿Suficiente para sostener e incluso incrementar el superávit externo en 2020 y 2021? Uno diría que no. Por tanto, lo que el FMI está anticipando es que, incluso en un escenario internacional harto complicado, el sector exportador español, relativamente pequeño en número de empresas (para el tamaño de nuestra economía), pero que se ha revelado excepcionalmente competitivo en la pasada década (sin recurrir al empobrecedor método de las devaluaciones de otras épocas) va a ser de nuevo protagonista crítico de la recuperación. Desde luego, coincidimos en ello. Lo necesario ahora es que, aunque obviamente las necesidades son múltiples, el apovo de todas las Administraciones públicas españolas a estas empresas exportadoras sea tan intenso como su competitividad y relevancia para nuestra economía requieren.

Así que, resumiendo, para 2020, 0% (inflación); 10% (caída del PIB); 15% (déficit público); 20% (tasa media de desempleo; y, como nota positiva, ese superávit por cuenta corriente al alza... y no basado solo en que se hundan las importaciones.

XI.- Necesariamente, son muchos los elementos de la coyuntura que han sido abordados. Pero, aunque tiempo habrá de volver sobre ellos en futuros Informes, es necesario introducir tres notas breves sobre cambios estructurales que, presumiblemente, se asociarán a la presente crisis:

<sup>&</sup>lt;sup>7</sup> Ni que decir tiene que el problema se intensifica si realmente pretende establecerse una renta mínima permanente, en particular si es tan escasamente condicionada como ciertos autores y políticos defienden.

<sup>&</sup>lt;sup>8</sup> Véase nuestro Al Microscopio del Informe de Entorno Económico del 4º trimestre de 2019 para una reflexión sobre el significado y las implicaciones de los saldos por cuenta corriente. En lo que sigue, obviamos, porque no cabe esperar grandes cambios sobre las posiciones cercanas al equilibrio previas a la crisis, la sub-balanzas de rentas primarias y secundarias.

- Las empresas internacionalizadas van a repensar la estructura de sus Cadenas Globales de Valor (CGV). Aunque finalmente los sucesivos shocks han limitado los costes de la interrupción de los suministros de componentes, la fase inicial de la crisis ha demostrado que la dependencia no ya de un país, sino incluso de una sola localización fabril, ha ido más allá de lo conveniente para muchas empresas. La necesidad de duplicar los puntos de producción debe estar en los planes estratégicos. La preeminencia del menor coste sobre la seguridad de los suministros y evitar los cortes de producción dejará de ser indiscutible. La prisa mostrada por China, incluyendo subvenciones públicas y privadas, a veces de cierta magnitud, para acelerar el regreso de los trabajadores a sus puestos de trabajo (provincia de Wuhan al margen) por restablecer la actividad no es ajena a esta circunstancia. Para los demasiado optimistas, este replanteamiento de las CGV no implica necesaria ni generalmente un "reshoring", es decir el regreso a los países desarrollados de esas actividades que se relocalicen. Existen espacios emergentes en los que relocalizar... y que los costes sean menos determinantes en la toma de decisiones no implica que dejen de importar.
- En paralelo a lo anterior, la tiranía del "Just in Time", la producción bajo demanda previa, la reducción al mínimo de los stocks, también requiere una revisión. Uno diría que más para bienes primarios e intermedios, para componentes, que para los productos finales. Los costes de almacenaje seguirán considerándose relevantes, pero los de interrupción de la producción y potencial pérdida de clientes posiblemente pesen más.
- En un plano muy distinto, crisis de esta magnitud arrasan con los menos preparados en muchos sectores. Se puede entender como la oportunidad de que aparezcan nuevos y mejores empresas. Es cierto. Pero visto lo que viene ocurriendo en los últimos años, uno teme que es más factible que la concentración de la producción en pocas manos, en estructuras casi oligopolísticas (¿sin casi, quizás?) se intensifique. Esto nunca han sido buenas noticias para los consumidores y para las pequeñas empresas que convivan (como compradores, clientes y no digamos como competidores) con esas firmas dominantes. No pierdan de vista, por ejemplo, los sectores de las aerolíneas y la automoción.

Una curiosidad. Los cambios señalados, de producirse, revisten carácter inflacionista. ¿Lo agradecerán los Bancos Centrales, que siguen luchando por elevar las tasas de inflación, sobre todo en Occidente, o se preocuparán por la puerta abierta al regreso a un pasado olvidado en el que la inflación era un problema?

- XII.- Y el último apunte, en este "Decálogo de doce". El mundo va a cambiar drásticamente como consecuencia de esta crisis. Algunos de los cambios estrictamente económicos se han referido con anterioridad. Pero ahora desearía cerrar preguntándome si estamos dispuestos a cambiar aspectos fundamentales de nuestra civilización. No pocas personas hablan de hasta qué punto será posible seguir mostrando la efusividad clásica de los latinos en el día a día, por ejemplo. Interesante cuestión. Pero prefiero apuntar otras:
  - ¿De verdad estamos dispuestos a dejar atrás la democracia liberal en favor de un autoritarismo importado, bajo la presunción (probablemente falsa, si la verdad se conociera y/o se toma como referencia de comparación a Suecia y no a Italia) de que son "más eficientes" en su respuesta a una crisis grave? ¿Tan poco valoramos nuestro sistema?
  - ¿De verdad creemos que algo más de seguridad justifica la renuncia a ciertos derechos fundamentales de manera continuada, algo que, al menos en Occidente, siempre se ha entendido como una renuncia excesiva a la libertad en favor de la – presunta - mayor seguridad?
  - ¿De verdad aceptamos el triunfo del nacionalismo más ramplón, del encerrarse en uno mismo, de la ignorancia de los problemas cuando no del desprecio a lo extranjero, a lo distinto? ¿De verdad vamos a renunciar a compartir ideas, culturas, experiencias, a los movimientos de bienes, servicios, capitales y personas?
  - ¿De verdad vamos a sustituir el capitalismo mixto, vigente bajo modelos ciertamente dispares en la realidad internacional actual, pero que comparten principios esenciales, el único sistema que a lo largo de la Historia ha generado no solo crecimiento a largo plazo sino

verdadero desarrollo socioeconómico? ¿Y además lo vamos a sustituir por modelos estatistas, sustentados por los extremos del espectro político, cuyos resultados históricos fueron abyectos en lo económico y peores aún en otras dimensiones?

Sí, el coronavirus va a cambiar el mundo, pero sería mucho mejor para todos (o, al menos, para la mayoría) que no en según qué aspectos.

# Al microscopio. Un Programa de actuación contra la crisis del coronavirus

#### Ideas para combatir la crisis

En nuestro *Al Microscopio* de este Informe vamos a revisar una serie de opciones, en múltiples ámbitos de actuación, que entendemos necesarias o al menos potencialmente útiles para afrontar la recesión de excepcional magnitud que estamos atravesando. Ciertamente, una parte de estas medidas ya se han adoptado, mientras otra serie de ellas siguen debatiéndose. Alguna puede resultar más novedosa. En todo caso, se pretende pensar no solo en la respuesta inmediata a la crisis, sino también en la recuperación a medio plazo. Necesariamente, se pondrá en cuestión parte de las decisiones que se han tomado estas últimas semanas. Este Programa, presentado de forma necesariamente sucinta, abarca ámbitos diversos. Comencemos.

#### Política monetaria

Circula un nuevo chiste que se pregunta por cuál sería la primera medida que tomaría Estados Unidos en caso de producirse una invasión alienígena. ¿La respuesta? "Reducir los tipos de interés". No deja de ser una forma de representar la realidad de los últimos trece años, aplicable no solo a la Reserva Federal. En caso de problemas, sea cual sea su procedencia, tipos al mínimo y, como el impacto de ese movimiento, desde los niveles ya existentes, es irrelevante, compra de activos. A falta de alternativas, quizás no hubiera otra solución que intentarlo todo con el instrumento monetario, primero con lo ya empleado en la anterior crisis, luego con innovaciones. Algo así ha ocurrido, con rotundo fracaso inicial y éxito posterior (véase el punto VII de nuestro *Decálogo*) en las pasadas semanas.

No obstante, un Programa equilibrado de lucha contra la crisis e impulso a la recuperación requiere de cada pilar de las políticas económicas cumplir un papel, y el de la política monetaria ya es bastante relevante como para pretender abarcarlo todo. Dicho de otra forma, la conversión de todos los Bancos Centrales occidentales en el Banco Central de Japón conlleva considerables riesgos (que no dejaremos de revisar con detalle en un próximo *Al Microscopio*), además de la constatación de que es bastante dudoso que se pueda considerar un éxito la política monetaria nipona de los últimos lustros. Así, nuestro Programa establecería los siguientes apuntes en la dimensión monetaria:

- 1.- Los Bancos Centrales deben seguir garantizando de forma inequívoca la disponibilidad de liquidez en la economía, y mantener las líneas de actuación que estimulan el crédito bancario. La coordinación con la política macroprudencial es esencial.
- 2.- Las adquisiciones de activos privados no pueden responder al principio de comprar en todos los segmentos del mercado en los que aparezcan señales de pánico. Pasar del "Greenspan's put" al "Kuroda's put" supone la introducción de un "riesgo moral" inaceptable, que permitiría a los inversores operar con una

<sup>&</sup>lt;sup>9</sup> Referencia a las continuas intervenciones del exgobernador de la Reserva Federal, Alan Greenspan, para atajar síntomas de alarma en los mercados con expansiones monetarias, de manera claramente asimétrica (no se producían contracciones equivalentes ante síntomas de excesos en los mercados).

<sup>10</sup> Éste no es un término de la literatura económica, como el anterior, sino una mera analogía del autor en relación a las intervenciones

asimetría (mucho más probables las ganancias que las pérdidas) conducente a tomar riesgos crecientes. En este sentido, los banqueros centrales deberían limitarse a la toma de posiciones, por plazo limitado, en segmentos de los mercados de riesgo bajo, cuya parálisis esté penalizando a sectores no financieros de la economía (por ejemplo, las estructuras basadas en hipotecas de calidad, al estilo de las cédulas hipotecarias españolas tradicionales). Incluso la adquisición de deuda a plazos medios y largos de empresas privadas con calificación de inversión (es decir, con alta probabilidad de cumplir los compromisos adquiridos en la emisión) es discutible, porque supone una ventaja en la financiación de tales empresas respecto a aquéllas que no apelan a los mercados. En Europa, donde los segundos mercados acogen a pocas compañías y carecen de profundidad, es más relevante esta discriminación.

- 3.- En relación a las compras de deuda pública, ciertamente, y a raíz de la Gran Recesión, los Bancos Centrales han llegado para quedarse. Junto a la "forward guidance" (o anticipo a los agentes de la orientación futura de la política monetaria), esas adquisiciones son las medidas de política monetaria no convencional que van a convertirse en convencionales. No obstante, ello no implica que los Bancos Centrales deban convertirse en el instrumento de eliminación de restricciones a la política fiscal (lo que, por cierto, es fácil sostener que ocurre desde hace años en el caso japonés). Debe haber justificación, basada en la excepcionalidad, para que esas compras se realicen.
- Y, desde luego, estamos en una de esas situaciones que lo exigen. En la cantidad que sea necesaria para remontar la crisis. En el caso del Banco Central Europeo, su Pandemic Emergency Purchase Program, sumado a las compras ya previstas, permitiría absorber con holgura toda deuda emitida por los Gobiernos de la Eurozona en el combate fiscal contra el coronavirus. Eso sí, el recurso al endeudamiento será distinto según el país, porque el impacto sanitario, social y económico lo va a ser. Por ello, el BCE debe ignorar, al menos durante dos años, los límites autoimpuestos sobre el máximo porcentaje de deuda pública de cada miembro de la Eurozona que puede acumular, así como la clave de capital en sus adquisiciones, es decir, el hecho de que las compras que realiza debían mimetizar en su distribución el peso que cada socio tiene en la Eurozona.
- 4.- Desde luego, si se quiere reconocer la excepcionalidad de la actual situación, y ésta sería una aproximación novedosa al problema de la nueva deuda generada, se podrían hacer emisiones específicas, en las cantidades requeridas para combatir esa crisis, y estructuradas como deuda perpetua, con tipo de interés ligado a la inflación. Con ello se consequiría:
- \* En la medida en que el capital no debería devolverse, no se penalizaría a ningún gobierno por un acontecimiento sobre el que carecen de responsabilidad o control.
- \* Es poco probable que la cantidad de dinero adicional inyectado provocara un rebrote inflacionista, pero, en todo caso, ligando el coste de esa deuda a la tasa de inflación, se alinea a los Gobiernos con el objetivo de estabilidad de precios de los Bancos Centrales.
- \* Con un coste de la deuda igual solo a la tasa de inflación, sería sencillo a partir del segundo año, ya superada la crisis, generar recursos para satisfacer ese coste.
- \* Dados los bajísimos tipos de interés, incluso a plazos muy largos, de la deuda pública de las principales economías, esta deuda perpetua podría ser atractiva para no pocos inversores privados, bajo el compromiso de los Bancos Centrales de priorizar la adquisición de la misma sobre cualquiera otra emitida por los respectivos Gobiernos.
- \* Con estas condiciones privilegiadas de emisión, lógicamente debería ser un organismo independiente de los Gobiernos el que avalara que el objeto de ese endeudamiento corresponde, en efecto, a la lucha directa contra el virus y sus implicaciones socioeconómicas. En la UE, qué duda cabe, la Comisión Europea sería ese órgano, y este debería ser el requisito de condicionalidad establecido a los Gobiernos. Un límite temporal al Programa sería también aplicable.
- 5.- Pensando en el mundo emergente, sería deseable una extensión, hasta donde fuera factible en términos de riesgo asumible, de los swaps de divisas entre el Reserva Federal y otros Bancos Centrales. Aunque estas líneas para garantizar la disponibilidad de dólares ya existen con buena parte de la OCDE y algunos países emergentes, y han sido ampliadas recientemente, posiblemente podrían extenderse a autoridades monetarias ahora excluidas.

masivas en todos los mercados del Banco Central de Japón (BoJ), especialmente bajo su actual Gobernador. El balance del BoJ excede el 100% del PIB japonés, sigue creciendo, y hace impensable que pueda retirarse nunca ni del mercado de deuda pública ni, incluso, de la Bolsa. Tal es la dependencia de los mercados de las compras del BoJ.

6.- Finalmente, y siguiendo con esos países emergentes (y en desarrollo, aunque las opciones de estos últimos son muy limitadas), los Bancos Centrales deben seguir manejando con prudencia las reducciones de tipos de interés y las adquisiciones de deuda pública. Ese soporte es también necesario para estas economías, pero no debe perderse de vista la urgencia de mantener, e incluso recuperar, el capital privado que ha salido de las mismas, y para ello debe evitarse, en lo posible, la depreciación de las respectivas monedas. Por otra parte, siempre es delicado echar mano, donde las hay, de las reservas de divisas, pero como se ha hecho desde Rusia a México, desde Brasil a Egipto, el momento de usarlas, precisamente para contener depreciaciones significativas, es en períodos de crisis. Siempre con prudencia, pero, si no ahora, ¿cuándo?

Volveremos en breve con los países en desarrollo.

#### Política cambiaria

Cada país, desarrollado o emergente, va a actuar en la medida de sus posibilidades en el ámbito monetario. Los primeros, con pocas cortapisas, Los segundos, con la vista puesta en la evolución de sus divisas. Y eso debe ser todo. Lo último que se precisa es una nueva "Guerra de Divisas", como la relatada en nuestro primer Informe Trimestral.

#### Política Fiscal

Ya hemos avanzado en el punto VIII de nuestro *Decálogo de situación* el perfil general del comportamiento de la política fiscal desde el estallido de la crisis. Esta vez las dudas se evaporaron pronto, porque sin una expansión fiscal mayúscula no hay salida posible de la sima en la que se ha sumergido la economía mundial. Esto merece un comentario previo, que el lector puede omitir sin problemas si desea centrarse en las propuestas y su evaluación.

Como consecuencia de la Gran Recesión, se extendió en ciertos ámbitos la idea de cuán inaceptable era que los Gobiernos se vieran forzados a actuar al rescate de un sector privado cuyos excesos habían conducido a una crisis monumental. No parecía importar mucho que la mayor parte de agentes privados de las economías no tuvieran nada que ver con la crisis, salvo por padecerla. Tampoco que la totalidad de los reguladores del sistema, que toleraron los excesos que sin duda se cometieron en el sector financiero, así como los Bancos Centrales que alimentaron tales excesos con tipos de interés demasiado bajos, fueran instituciones públicas. Por no hablar de los propios Gobiernos, cuyas normas fiscales (desde las subvenciones a la vivienda hasta el favorable tratamiento de la deuda respecto al capital) contribuyeron a la escalada de ciertas burbujas de activos. Aún es más irónico que sea España uno de los países donde más se ha comprado este relato, precisamente uno de los lugares donde el segmento del sistema financiero hundido, que tanto daño generó a la economía y a la credibilidad internacional de la misma, estaba en manos de gestores públicos (Caias de Ahorros), no privados.

Pero en las últimas semanas empieza a rondar, con cierta discreción todavía, un nuevo relato parecido para cuya indigencia intelectual (como poco) no es fácil encontrar precedentes. He aquí que el sector público debe de nuevo acudir al rescate de un capitalismo cuyo sector privado colapsa. Es decir, que los Gobiernos, sin duda en el ejercicio de sus legítimas competencias conferidas por los ciudadanos en las sociedades democráticas (y sus no tan legítimas competencias auto asignadas en los países no democráticos), y en búsqueda de lo mejor para sus países, ordenan el cierre de gran parte del sector privado. Y se aprovecha esta parálisis, ordenada desde lo público, para defender que el capitalismo ha vuelto a fallar y que mejor que los Gobiernos lo dirijan todo. No hay palabras.

Volvamos con el Programa de propuestas.

1.- Es prioritario sostener las rentas de todos aquellos apartados del mercado laboral por la crisis, especialmente los grupos en situación más precaria. Pero, además, es preciso extender esa ayuda a quienes no participaban en ese mercado laboral, o lo hacían de forma irregular en la economía sumergida. Este es un tema estructural a resolver, por ejemplo, en el sur de Europa, pero no es el momento. Cuando lo anterior puede conseguirse con ajustes internos en el empleo, y pagando parte sustancial de los salarios con dinero público, de manera sostenida hasta que se reinicie la actividad, así debe procederse. En los casos en los que ese empleo no existe, una renta mínima vital debe introducirse de inmediato, aunque debiera ser limitada, probablemente no más de cuatro a seis meses. En nuestra opinión, una renta mínima permanente incondicional o escasamente condicionada constituiría un error monumental, devastador en términos de

incentivos y del mensaje transmitido a la sociedad, por no mencionar su coste. Lo podremos discutir, si es el caso, en futuros Informes.

Preferiblemente, esa renta mínima vital temporal debiera absorber el resto de ayudas provisionales que se han ido implementando en los diferentes países, con la excepción del coste de la vivienda, para la que el pago, de alquiler o de hipotecas, puede posponerse al menos un trimestre y repartirse durante un período posterior no inferior al año. Un crédito puente para los propietarios que alquilan sus pisos evitaría que estos se vieran penalizados hasta que recuperen lo pospuesto. El retraso en unos pocos plazos en las hipotecas puede ser absorbido por los bancos, a los que luego nos referiremos. Recordemos que todo lo anterior se limitaría a esas personas especialmente vulnerables, en gran medida a consecuencia de la crisis.

2.- Es no menos prioritario sostener el aparato productivo del país. Si este se cae, no habrá recuperación. Empresas de toda dimensión y trabajadores autónomos deben poderse beneficiar, en función del grado de su pérdida de ingresos, de un diferimiento fiscal, así como de créditos avalados por el Gobierno, cuya devolución empiece a producirse no antes de los seis meses de su concesión, y a tipos de interés que no deberían exceder los de financiación de la deuda pública más un diferencial modesto, por la labor del sistema bancario, esencial en la articulación de estos créditos. Nótese que el acceso a los mismos estaría restringido a empresas que fueran viables antes de la crisis, aspecto en cuya determinación los bancos son actores privilegiados.

Como en el caso de la primera serie de medidas, el papeleo en este segundo bloque debería reducirse al mínimo requerido para evitar fraudes (en cualquier país se producirán, no cabe duda, pero ello no puede ser un factor disuasorio insalvable para articular las medidas de manera ágil).

- 3.- Las grandes empresas también deben poder acogerse a estos programas de créditos, y parte de ellas se llegarán a beneficiar de las compras de activos de los Bancos Centrales (en los países anglosajones, incluso empresas no tan grandes). Discrepamos de la idea de que es el momento de que el Estado entre en empresas privadas de manera indiscriminada como accionista. Si se trata de un intento torticero de incrementar el control de los Gobiernos sobre las economías, pésima idea. Si, en el extremo opuesto, es un intento de salvar compañías privadas sin futuro, frecuentemente mal gestionadas, nefasta opción. Y para evitar adquisiciones indeseadas por terceros, como luego analizaremos, hay opciones menos distorsionadoras.
- 4.- Y, en el caso particular de la Unión Europea, ¿no necesitamos actuaciones conjuntas que faciliten la labor de los gobiernos nacionales, sobre todo en los países más afectados por la crisis? ¿No es el momento de los "Coronabonos"? La respuesta a la primera cuestión es un rotundo sí, políticamente, desde la perspectiva del futuro de la UE, y económicamente. Una debacle en España e Italia no dejaría a nadie incólume. Pero la respuesta debía ser rápida, con mecanismos ya existentes o rápidamente articulables. Y con condicionalidad limitada a verificar que el dinero solicitado se emplea realmente en la lucha contra el coronavirus. Y eso es lo que se decidió el pasado 3 de abril (ver punto VIII del *Decálogo*), con más retraso del necesario. El empeño de unos (Norte) en añadir condiciones de cambio estructural, probablemente necesarias pero que no procedían en este debate, y el de los otros (Sur) en mezclar mecanismos de colaboración europea, que también deben tener carácter estructural, pero en un momento también inadecuado, han dado lugar a un retardo absurdo en la disponibilidad de los fondos y a un debate grosero, que solo sirve para aumentar el nacionalismo e incluso el odio a otros europeos. Pero, al menos, el paquete de €540000 millones ya está en marcha.

¿Y qué hay de los "Coronabonos"? Carecen de sentido en este marco, y no por lo desafortunado del nombre, que lo es, sino por tres razones de peso. Primera, la cuestión de la mutualización de la deuda europea ha estado desde hace más de una década sujeta a intenso debate, con pocos avances. Pretender zanjarlo de la noche a la mañana esgrimiendo sobre la mesa a decenas de miles de muertos como argumento no solo es repugnante (incluso más que las lastimosas declaraciones que, de vez en cuando, en momentos de crisis y en otros que no lo son, tienen a bien emitir ciertos políticos europeos, con particular querencia entre los holandeses), sino que ni siquiera es un argumento, ni político ni económico. Segunda razón, el dinero se precisa con urgencia. Un programa completo de un nuevo tipo de bonos requiere meses de preparación: volúmenes, estructura del programa, órgano responsable del mismo, mecanismo de toma de decisiones, vinculación con las deudas nacionales, avales y distribución de los mismos, obtención de ratings, fórmulas de colocación... ¿Los partidarios de los "Coronabonos" desean disponer del dinero avanzado 2021 para combatir la crisis del primer semestre de 2020? Pues van a llegar tarde. Y tercer argumento: los Eurobonos son demasiado importantes para emplearlos como mecanismo coyuntural.

En efecto, los Eurobonos, esa emisión de deuda europea con respaldo conjunto por parte de todos los

socios debiera ser el mecanismo mediante el que los 27 financien actuaciones coordinadas que respondan a los retos del futuro para Europa: nuevas infraestructuras físicas y tecnológicas, un nuevo crecimiento respetuoso con el medio ambiente, los nuevos ecosistemas industriales en subsectores de vanguardia anticipados por Thierry Breton, Comisario para el Mercado Único, un programa de soporte a países en desarrollo y gestión integral y ordenada de la migración... éstas y otras similares son las cuestiones estructurales para las que los Eurobonos debieran nacer y expandirse. Y abrir camino a otros mecanismos conjuntos, como en Seguro Europeo de Desempleo, que atienda a desviaciones de las tasas naturales de desempleo de cada país (no del nivel vigente, como algunos parecen pretender, porque ello significaría una transferencia continua de recursos del Norte hacia el Sur de Europa, muy comprensiblemente rechazada por diversos países de la UE), especialmente importante cuando los shocks sufridos por los miembros de la UE tengan carácter asimétrico. O completar, por fin, la Unión Bancaria Europea, para lo que debe resolverse el problema del Fondo de Garantía de Depósitos Único, limpiando inequívocamente la herencia del pasado y procediendo luego a la constitución del mismo.

¿Quizás un sueño? No debiera serlo si se desea que Europa sea uno de los polos rectores de un mundo multipolar, algo que ningún Estado europeo en solitario puede conseguir.

#### Política macroprudencial

Los movimientos de los responsables de la misma han sido altamente pertinentes en estas semanas: relajación de algunos criterios de ponderación del riesgo como cómputo para el capital, empleo de colchones anticíclicos (en sentido expansivo, lo que implica reducir o eliminar los porcentajes que se estaban aplicando en varios países) o diferimiento de la fecha de cumplimiento de aspectos reguladores en proceso de implementación ejercen de zanahoria. El palo procede de las limitaciones (o prohibiciones directamente) al pago de dividendos y recompra de acciones por parte de los bancos, y advertencias sobre el pago de los bonos al staff. Aunque ello provoque la indignación de algunos agentes (el ruido que están haciendo los accionistas minoristas hongkoneses del HSBC por la suspensión de los dividendos ordenada por el Banco de Inglaterra es casi enternecedor), los bancos deben mantener posiciones de capital lo más sólidas posibles para absorber ese riesgo adicional, permitido en aras de sostener el crédito a un sistema productivo que atraviesa una situación crítica, esperemos que solo corto plazo. El respaldo de los Bancos Centrales es, además de su propia gestión, el otro soporte para que todas las entidades puedan capear la situación. Una crisis bancaria es lo último que puede permitirse la economía global en estos momentos.

Lo que queda pendiente, pero no estaría mal comenzar a intensificar va, es una regulación más intensa y más efectiva del sector bancario no financiero, cuyo tamaño, aprovechando el arbitraje regulatorio (endurecimiento de la regulación sobre los bancos, laxitud para el resto del sistema, bajo el argumento de que no implican a depositantes ni tienen acceso directo a la financiación privilegiada recibida de los Bancos Centrales), ha pasado de 100 a 180 billones de dólares desde 2008 a 2019. Y los riesgos en diversos segmentos del mercado no hacen sino crecer casi en la misma medida que el dinero que mueven.

#### Política del mercado laboral

Ciertamente, no son pocos los países, entre ellos España, que precisan reformas estructurales de su mercado de trabajo. Pero este tipo de reformas no puede ser una respuesta a la crisis vigente. Y, en este sentido, al margen de las medidas de sostenimiento de rentas antes señaladas, los mecanismos que incentiven el ajuste interno y no el externo (es decir, los despidos) ante la crisis, son los más apropiados, al menos desde la perspectiva europea. No cabe esperar en Estados Unidos, por ejemplo, otra política que la de flexibilidad absoluta de contratación y despido, aunque incluso allí parte de las ayudas de la Administración Trump están condicionadas al mantenimiento de la mayor parte de los empleos por parte de las compañías beneficiarias.

En este sentido, la articulación de fórmulas en la línea del "kurzerbeit" alemán resulta pertinente. Se reducen horas trabajadas (en parte usadas para la formación), los salarios, y parte de éstos se cubren por parte del Estado, que se ahorra los subsidios de desempleo. Dada la singularidad de la crisis, la asunción de esa cobertura salarial con fondos públicos ha alcanzado un porcentaje muy superior al clásico en el esquema alemán (o ha sido completo), y la reducción de horas ha sido total. Es probable que, con una actividad y una demanda que retornarán de manera muy progresiva, el diseño de esquemas de transición, donde el incremento de horas sea progresivo, como la recuperación del salario normal y el pago de éste por las empresas, resultara mejor que un cambio automático, sea cuando sea, del "modelo de crisis" al "modelo normal". Pero sin experiencias previas, no es fácil que se articulen esos esquemas intermedios.

El problema de la ausencia de un mecanismo de transición, como en los Expedientes de Regulación Temporal de Empleo españoles es que, después de un período de garantía para el empleo, se pueda producir una catarata de despidos. Cuando se trate de un comportamiento espurio de la empresa, poca alternativa habrá. Pero si, como es más que probable, la mayoría de esos despidos vienen de un nivel insuficiente de actividad, es probable que esos esquemas de transición a nuevos tipos de ajuste interno, desde los ERTEs a la normalidad, pudieran salvar no pocos empleos. En todo caso, esperemos que la demanda, doméstica e internacional, se hay dinamizado lo suficiente en los próximos meses como para no sufrir un batacazo adicional diferido en materia de empleo.

#### Política de sostenimiento del mundo en desarrollo

En el contexto europeo se repite mucho la idea de que, o salimos todos de la crisis o la Unión Europea tiene un futuro ciertamente complicado por delante. Podemos extender este tipo de argumento al indicar que, a nivel global, o salen también los países en desarrollo de la crisis, o el futuro de la economía y la sociedad mundiales tendrá feos nubarrones sobre sí.

Como ya hemos comentado en el punto IX del *Decálogo de situación*, han ido apareciendo en las últimas semanas diferentes propuestas y ya algunas actuaciones, por parte de organismos internacionales, comenzando, como es lógico, por el Banco Mundial, y pasando por el FMI y el G-20, a la que cabe sumar las de países concretos y algunas Fundaciones privadas. Revisemos esas alternativas y apuntemos algunas adicionales:

- 1.- Ayudas directas a corto plazo para combatir la pandemia y sus efectos. Imprescindible, tanto en términos de recursos sanitarios como de dinero en efectivo. En la medida de lo posible estas ayudas deberían ser a fondo perdido o, como poco, a tipos de interés propios de países desarrollados. En esta categoría se incluiría la plena disponibilidad de las cuotas a las que los países tienen derecho en el Fondo Monetario Internacional, en forma de Derechos Especiales de Giro<sup>11</sup>, y con no más condicionalidad que el destino apropiado de esos fondos. Esto es sin duda, pero posiblemente insuficiente. Posiblemente resulta más rápido y adecuado ampliar el volumen de liquidez disponible para estos países (los desarrollados no van a emplear este recurso) que lanzar una nueva y masiva emisión de DEGs. El FMI dispone del equivalente a un billón de dólares para prestar, y no debería ser timorato al emplearlo en países emergentes y en desarrollo que lo precisen.
- 2.- Diferimiento en el pago de intereses por un período de tiempo no inferior al año. Desde luego, la deuda oficial, tanto multilateral como bilateral, debería estar incluida. Sumar a los acreedores privados no necesariamente será sencillo en todos los casos, y habría que analizar la posibilidad legal de forzarlos a ello, aunque la persuasión moral de organismos internacionales y gobiernos de los grandes países puede ser muy convincente. Condonaciones parciales de deuda en casos extremos no deberían excluirse.
- 3.- Una especie de "certificado de probidad" por parte del FMI ante los mercados financieros, para países emergentes y en desarrollo que lo soliciten, reconociendo explícitamente el uso apropiado y prudente de movimientos de tipos de interés, compras de activos y uso de reservas por parte de aquéllos, podría resultar un ejercicio de señalización relevante ante los inversores internacionales, evitando la depreciación de las divisas de esos países.
- 4.- La idea de crear, por parte de las instituciones de Bretton Woods, un Fondo para Adquisición de Deuda de países pobres en los mercados secundarios, aprovechando los masivos descuentos a los que cotiza esa deuda en tales mercados (no es difícil encontrar situaciones en las que con un dólar se pueden absorber tres o más de deuda viva), circula con cierta regularidad desde hace tiempo. Conceptualmente es interesante. No obstante, se perciben dos problemas; el primero, claro está, de expectativas: anunciado el Fondo, el precio

<sup>&</sup>lt;sup>11</sup> Los Derechos Especiales de Giro, otro nombre poco atractivo donde los haya, es la "moneda" del FMI. Conformada como una cesta de las principales divisas (US dólar, euro, libra, yen y renminbi), los países pagan su cuota anual al FMI en ella y, en función de esa cuota, tienen derecho a recibir liquidez en esa "moneda". Claro está, los países más pobres tienen cuotas menores, acordes a su renta, y, por tanto, lo que pueden recibir está limitado.

de la deuda de los países susceptibles de verse beneficiados se dispararía hasta valores próximos al nominal, lo que resta interés a la iniciativa. Segundo políticamente cabe imaginar un largo debate sobre qué países y bajo qué condiciones verían aliviarse su deuda con este mecanismo.

5.- Quizás es más bien el momento de recuperar, con carácter general, otra de las ideas que ronda diferentes foros sobre mejores formas de financiar a los países en desarrollo, especialmente cuando no pocos de ellos han demostrado una mejora reseñable en su gestión macroeconómica (no todos, desde luego). Emitir deuda nueva y sustituir (parte de) la vigente mediante bonos con remuneración ligada al crecimiento económico permitiría: primero, que los inversores internacionales, en una época de pobres remuneraciones en el mundo desarrollado, compartieran la bonanza de esos países emergentes y en desarrollo cuando éstos crecen de forma robusta, algo que no es excepcional. Segundo, éstos países quedarían libres del pago de intereses en los períodos bajos del ciclo (concepto que no debería aplicarse solo cuando estuviesen sumidos en la recesión).

#### Otras medidas

Aunque las ideas pueden ir multiplicándose, es ya momento de ir cerrando este prolijo Programa de actuaciones ante la crisis del coronavirus. Hagámoslo con algunos apuntes adicionales:

- I.- Obvia decir que la emergencia sanitaria que estamos atravesando reclama, además de poner todos los medios para combatir el virus y posteriormente controlarlo (la tan deseada vacuna), una reevaluación de los recursos disponibles, de forma nacional y global, para afrontar posibles reediciones del problema, muy factibles en el mundo global. Esos esfuerzos, en medios de prevención, tratamiento, profesionales cualificados y, desde luego, investigación, debiera tener un carácter global y sustentarse sobre una colaboración público-privada, dos características que se observan en pocos ámbitos (el aeroespacial sería uno de ellos).
- II.- Existe una comprensible preocupación por la posibilidad de que determinados agentes tomen posiciones significativas en empresas occidentales aprovechando el desplome del valor de sus acciones. Generalmente, con un cierto eufemismo, se hace referencia, por ejemplo, a "empresas no europeas con respaldo estatal", cuando se está pensando de forma inequívoca en compañías chinas. También se ha deslizado la idea de que los Gobiernos occidentales tomen posiciones en las empresas en riesgo de sufrir esas entradas de capital hostil.

Como ya se ha referido antes, no existe necesidad alguna de tal toma generalizada de posiciones por parte de los Gobiernos. Seguro que existen mejores empleos de esos fondos. La prohibición directa de esa toma de posiciones o la reedición de las "acciones de oro", que permitiera a los Gobiernos vetar de manera temporal las adquisiciones de un número relevante de acciones en los casos que se estime pertinente, son mecanismos igual o más contundentes y menos complicados de revertir, evitando tentaciones de prolongar esa presencia del Estado en empresas privadas. Desde luego, además de por parte de compañías respaldadas por sus Gobiernos, esas limitaciones estrictas deben aplicarse a también a los fondos de inversión en sus diferentes tipologías. Recordemos, tales medidas deben tener carácter temporal, aunque, en relación en particular al comportamiento de las grandes empresas de países emergentes respaldadas por sus Gobiernos y con financiación privilegiada, el control sobre sus actuaciones deberá establecerse de manera continuada.

- III.- ¡Qué gran momento para revertir la oleada proteccionista y recuperar la vía de la colaboración para resolver los obstáculos, que sin duda existen, para garantizar un comercio global libre, leal y sin mecanismos perversos que generan ventajas injustas!
- IV.- Y, sin duda, solo citar, porque no forman parte de un Programa como el aquí diseñado, que las reformas estructurales en cada economía (diferentes entre ellas) han sido dejadas de lado, en buena medida por lo sencillo que resulta "ir tirando" con la monumental expansión monetaria de la última década. Hay que abordarlas en un futuro preferentemente cercano.

Algunas de esas transformaciones estructurales, incluyendo como meros ejemplos el tratamiento fiscal de las compañías multinacionales, la ciberseguridad y las estructuras de protección y almacenamiento de datos, o la reorientación del sistema económico hacia otro más compatible con el cambio climático dependen, sin duda, de la cooperación internacional.

Todo ello, no obstante, formaría parte de un Programa distinto de actuación. Éste ha cubierto ya los ámbitos que pretendía abordar.



Editado por:





Panelistas:























