



Informe Trimestral de Entorno Económico

Dr. Vicente J. Pallardó

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

ENTORNO ECONÓMICO GLOBAL- Segundo trimestre 2020

Introducción

Las consecuencias del COVID-19 siguen determinando la situación económica internacional. Después de generar un primer semestre de 2020 que quedará en los registros como el más negativo jamás sufrido en términos de crecimiento económico (en tiempos de paz), particularmente como resultado del impacto en los países desarrollados, ahora son tres los aspectos que concitan la atención: el ritmo de una recuperación económica que empieza a percibirse, la posible extensión de la gravedad de la crisis a regiones menos afectadas en ese primer semestre del año, y las repercusiones de carácter más estructural que constituirán, en realidad, el principal legado económico de la pandemia. Todo ello, ciertamente, bajo la incertidumbre de desconocer en qué medida, si alguna, el virus SARS-CoV-2 volverá a causar, en una potencial oleada futura, la devastación personal y económica que ha provocado en los últimos meses.

En la primera sección de este Informe Trimestral, *Clima Económico y Tendencias*, sintetizaremos la situación, a la conclusión del primer semestre de 2020, provocada por el impacto del coronavirus y la respuesta de actores privados y, especialmente, públicos, al mismo. En el *Decálogo de situación* revisaremos los elementos más importantes que definen el estado de la economía mundial en estos momentos, con especial atención a las medidas monetarias y fiscales expansivas acumuladas en los últimos meses, así como a la reversión que, a partir de mayo, comienza a percibirse en las tendencias negativas en diversos ámbitos (no todos) de la economía global. Finalmente, en nuestra sección *Al microscopio* nos adentraremos en uno de esos legados estructurales de la pandemia que condicionarán los próximos (quizás numerosos) años: cómo abordar el desmesurado endeudamiento público que, ya desde un nivel excesivo antes del estallido de la crisis, se ha elevado en una magnitud sin precedentes como respuesta a la misma. Ofreceremos los datos, analizaremos de qué depende la sostenibilidad de esas posiciones fiscales, apuntaremos cómo se han corregido históricamente excesos similares, e intentaremos responder a las razones por las cuales, frente a un volumen de deuda pública acumulada extremadamente alto, la mayor parte de los economistas, políticos y operadores en los mercados financieros parecen estar bastante menos preocupados que en períodos anteriores, cuando esa deuda ni se acercaba al nivel en el que se situará al comienzo de la tercera década del siglo XXI.

Clima económico y tendencias

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

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.- **Tensiones comerciales y cambiarías:** 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.- **Política monetaria:** 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.- Política fiscal: 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.- Tensiones geopolíticas: 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

I.- La pandemia ligada al COVID-19, como ya anticipábamos en nuestro anterior *Informe Trimestral*, ha provocado una crisis económica tan excepcional por su magnitud como por la velocidad de su desarrollo. Aunque el esfuerzo de la respuesta en todos los niveles de las políticas macroeconómicas, aspecto al que volveremos en breve, también ha revestido un carácter inédito, por su extensión y por las fórmulas innovadoras aplicadas en algunos casos, las estimaciones del impacto sobre la economía global, en especial pero no solo sobre los países desarrollados, no han hecho sino revisarse al alza desde las primeras, de urgencia, elaboradas al principio del segundo trimestre del año. Como puede comprobarse en la Tabla 1, la caída del PIB mundial en 2020 se estima ahora en el 5-6%, con cifras sustancialmente mayores en las economías avanzadas, con especial mención a las europeas, para muchas de las cuales caídas de dos dígitos son anticipadas por los principales organismos económicos supranacionales. Incluso las economías emergentes más dinámicas, en Asia, están abocadas a una pérdida de actividad, o un estancamiento en el mejor de los casos. En la última columna de la Tabla 1 se sintetizan las estimaciones realizadas por la OCDE en el caso de producirse una segunda oleada, global y significativa, de la pandemia. Aun contando con una respuesta más rápida y precisa, tanto médica como económica, a esa potencial segunda incursión masiva del virus, la intensificación de la caída del PIB sería muy notable (un 30% adicional, si nos centramos en las expectativas de la OCDE), en este caso con un deterioro mucho mayor en el mundo emergente y en desarrollo, con menos instrumentos para paliar los efectos de tal escenario.

Tabla 1.- Previsiones de instituciones internacionales sobre la evolución del PIB real; selección de economías (%)

	FMI (abril 2020)	BM (junio 2020)	OCDE (junio 2020)	FMI (junio 2020)	OCDE (junio 2020- escenario “double hit”)
ECONOMÍA MUNDIAL	-3,0	-5,2	-6,0	-4,9	-7,6
Comercio mundial	-11,0	-13,4	-9,5	-11,9	-11,4
Países desarrollados	-6,1	-7,0	-7,5	-8,0	-9,3
Estados Unidos	-5,9	-6,1	-7,3	-8,0	-8,5
Eurozona	-7,5	-9,1	-9,1	-10,2	-11,5
Países emergentes y en desarrollo	-1,0	-2,5	-4,6	-3,0	-6,1
China	1,2	1,0	-2,6	1,0	-3,7
India	1,9	-3,2	-3,7	-4,5	-7,2

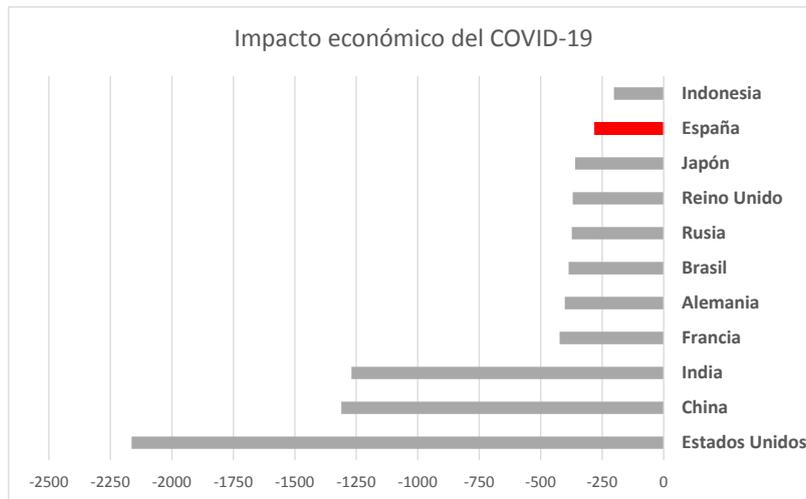
Fuente: elaboración propia. Datos: Fondo Monetario Internacional; Banco Mundial; Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico

Cuando trasladamos a valores absolutos las pérdidas de actividad global en relación a lo previsto a finales del año pasado, podemos cifrar la magnitud de las mismas en cerca de 12 billones de dólares¹, una cantidad ciertamente descomunal, que implicaría que el COVID-19 ha volatilizado aproximadamente un año del PIB conjunto de las cuatro mayores potencias de la Eurozona (Alemania, Francia, Italia y España).

El Gráfico 1 ofrece el impacto específico para las cinco mayores economías desarrolladas y las cinco mayores emergentes, así como para España, de la crisis, siempre considerando la diferencia de lo que se esperaba a finales de 2019 fuese el PIB de esos países a finales de 2020, y lo que se espera actualmente. La reducción del PIB como consecuencia de la pandemia superaría los dos billones de dólares para Estados Unidos, el billón y cuarto de dólares para India o China, y se situaría alrededor de los 280 millardos de dólares para España. La recuperación de los niveles de actividad previos a la crisis se extenderá en la mayor parte de los países desarrollados hasta bien entrado el año 2022, mientras que buena parte del mundo emergente esa vuelta al PIB existente a principios de 2020 puede producirse este mismo año o en 2021. Respecto a los países en desarrollo de baja renta, el período de recuperación dependerá de manera crucial de las ayudas que reciban (hasta el momento no desdeñables, en especial en términos de suspensión de los pagos de su deuda externa a acreedores públicos, pero insuficientes) y de la recuperación de sus exportaciones de materias primas, dependientes, a su vez, del ritmo de normalización de las principales economías.

¹ Se emplean las estimaciones en octubre de 2019 y en junio de 2020 del Fondo Monetario Internacional, al ser ésta la institución internacional que más recientemente ha actualizado sus previsiones económicas.

Gráfico 1.- Estimación de las pérdidas en el PIB como consecuencia del COVID-19. Economías seleccionadas. Millardos de US \$ (PIB en Paridad de Poder Adquisitivo)

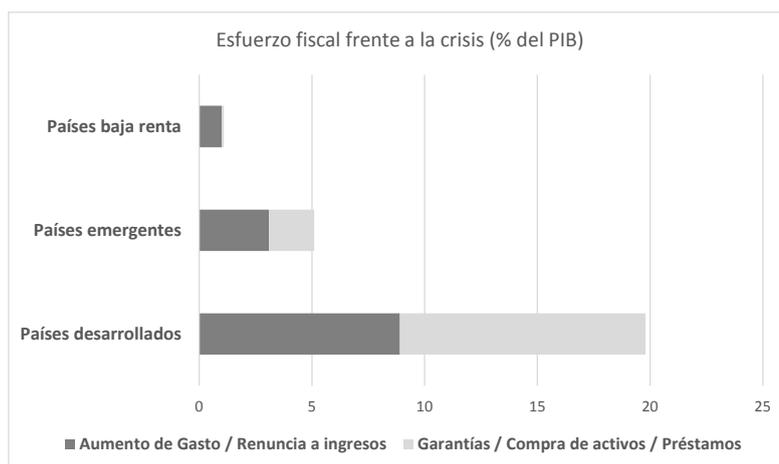


Fuente: elaboración propia. Datos: Previsiones del Fondo Monetario Internacional.

Nota: Los resultados provienen de aplicar al nivel de PIB de finales de 2019 (datos provisionales) la diferencia entre el crecimiento esperado para cada economía por el FMI en octubre de 2019 y el previsto en junio de 2020. Nótese que el PIB está definido en términos de Paridad de Poder Adquisitivo.

II.- Ya en nuestro anterior *Informe Trimestral* señalábamos que el debate arrastrado desde la Gran Recesión entre los partidarios de un mayor activismo fiscal para sostener el crecimiento y afrontar cambios estructurales y aquellos otros preocupados por la acumulación de desequilibrios cada vez mayores en las cuentas públicas, se había cerrado de inmediato en favor de los primeros con el estallido de la pandemia. No existen precedentes del nivel de las ayudas públicas masivas a personas y empresas que se han implementado durante los últimos meses, así como del respaldo por parte de los diferentes gobiernos al empleo y la continuidad del flujo de crédito bancario, es decir, de la sustitución, en definitiva, de un gasto privado congelado por gasto público. Sobre las implicaciones futuras del endeudamiento que ello conlleva profundizaremos más tarde en nuestra sección *Al microscopio*, pero a continuación ofreceremos una perspectiva de la magnitud y el tipo de todas esas ayudas, así como de las diferencias, en absoluto menores, entre países².

Gráfico 2.- Expansión fiscal en respuesta a la crisis (I). Magnitud y forma de la expansión (% del PIB)



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

En primer lugar, debe subrayarse la colosal diferencia existente (véase el Gráfico 2) entre la capacidad de respuesta de las economías según su grado de desarrollo. Y, claro está, ante la emergencia, esa dispar potencialidad se ha traducido en un muy distinto grado de soporte. Aun aceptando que la crisis, al menos de momento, ha afectado en mayor medida a los

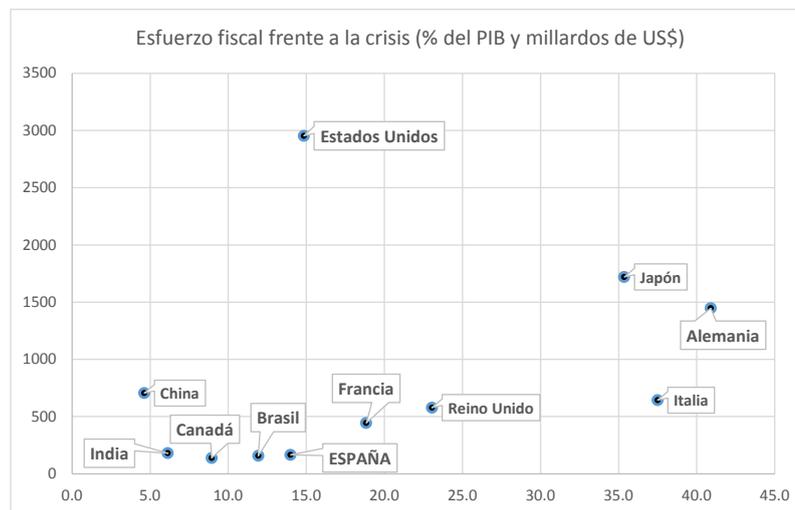
² Para el detalle de las actuaciones de cada país en respuesta a la crisis consúltese el minucioso recopilatorio ofrecido por el Fondo Monetario Internacional en <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19>

países desarrollados, la diferencia no ha sido de 20:1, que es la divergencia existente entre el esfuerzo fiscal de las economías más y menos avanzadas (como porcentaje de los respectivos PIB; en términos absolutos la distancia es mucho mayor). Los países emergentes han realizado inyecciones directas e indirectas en sus economías que también distan de las efectuadas por los países desarrollados (aproximadamente han sido un 25% de las de éstos).

Respecto a la forma de ayuda, mientras las economías más pobres han orientado sus limitados esfuerzos hacia el aumento del gasto público y la renuncia a ingresos fiscales (que no son precisamente boyantes), los países emergentes, aunque también la categoría anterior es la predominante, han movilizado igualmente recursos en forma de garantías crediticias, préstamos preferentes y compras de activos (deuda y/o inyecciones de capital en empresas en situación comprometida). Por el contrario, estas fórmulas no directamente ligadas a gasto corriente e impuestos han constituido más de la mitad de las ayudas en los países desarrollados. Nótese que este segundo tipo de medidas agrupado por el Fondo Monetario Internacional implica la recuperación total o parcial del dinero inyectado, al tratarse de préstamos, garantías no usadas en caso de no precisarse su ejecución o adquisición de activos de empresas privadas (deuda o acciones) que se enajenarían en un futuro.

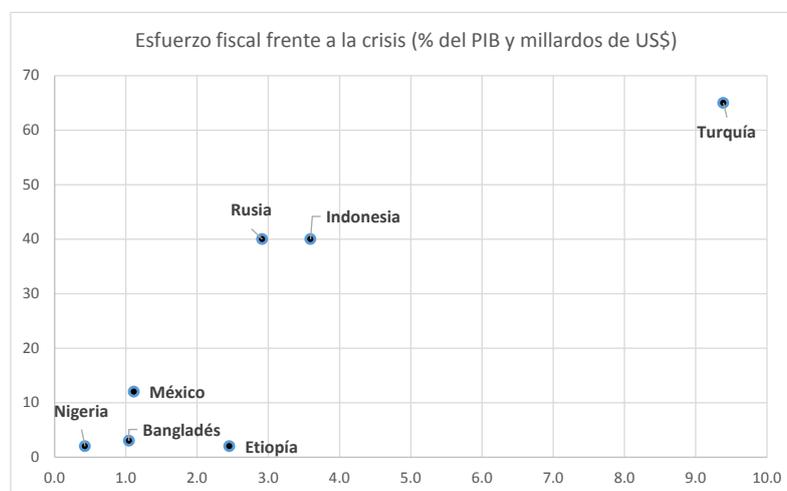
Los Gráficos 3 y 4 revelan que la enorme disparidad en la expansión fiscal se está produciendo no solo entre diferentes tipos de economías, sino dentro de cada grupo. El primero de los dos gráficos ofrece una imagen de la inyección fiscal total hasta el momento, tanto en volumen como en porcentaje de los PIB respectivos para una selección de grandes economías que han excedido los 100 millardos de dólares en ayudas fiscales. El Gráfico 4 recoge a otros grandes países, al menos en términos de población, que se han quedado por debajo de esa cifra.

Gráfico 3.- Expansión fiscal en respuesta a la crisis (II). Economías seleccionadas.



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

Gráfico 4.- Expansión fiscal en respuesta a la crisis (III). Economías seleccionadas.



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

Realicemos algunas reflexiones sobre esta información. Desde luego, el estímulo fiscal estadounidense, por un importe de 3 billones de dólares (cuando siguen discutiéndose en las Cámaras legislativas propuestas que supondrían cifras adicionales también billonarias), desborda los realizados por otros países, aunque en relación al PIB es Alemania quien encabeza el esfuerzo fiscal (por un total equivalente a más del 41% de su producción anual). Japón, donde los programas de estímulo por parte del Gobierno son receta cotidiana (y no muy efectiva, por cierto) desde hace casi tres décadas, no solo ha actuado en respuesta a la pandemia, sino para compensar el brutal impacto sobre el consumo privado de la subida del IVA³ en octubre de 2019, que condujo al PIB a una severa contracción incluso antes del estallido de la crisis.

Pero quizás lo más notable del Gráfico 3, es la ostensible divergencia en la intensidad de la compensación fiscal practicada por los países europeos, que puede dar lugar a salidas muy distintas de la crisis en las economías de la Eurozona en particular. No obstante, pese a lo que suele afirmarse, no se trata de un Norte muy pródigo frente a un Sur más austero. Así, mientras Italia solo queda a la zaga de Alemania en su despliegue fiscal, superior al 35% del PIB, países como Dinamarca, Suecia o Finlandia (no reflejados en el Gráfico) se mueven en la mitad o incluso la tercera parte de este porcentaje.

España, por el contrario, sí está exhibiendo una contención (hasta mediados de junio, 165000 millones de dólares, un 14% del PIB por todos los conceptos) que la sitúa como la segunda economía entre las grandes de Occidente (tras Canadá, un país menos afectado por la crisis) menos expansiva en su respuesta fiscal al coronavirus. Dado que el lema del momento (*“Please, spend as much as you can, and then, a little bit more”*, en palabras de la Directora Gerente del FMI, Kristalina Georgieva) apunta en dirección contraria, teniendo en cuenta la dureza del impacto sobre nuestra economía y con la referencia en el otro extremo de Italia, no sorprende que desde muchos ámbitos se considere insuficiente este estímulo fiscal. Aunque conviene no olvidar que, probablemente, es inteligente guardar ciertas balas en la recámara para insuflar ayudas adicionales, más específicas en términos de colectivos y sectores particularmente damnificados, en próximos trimestres.

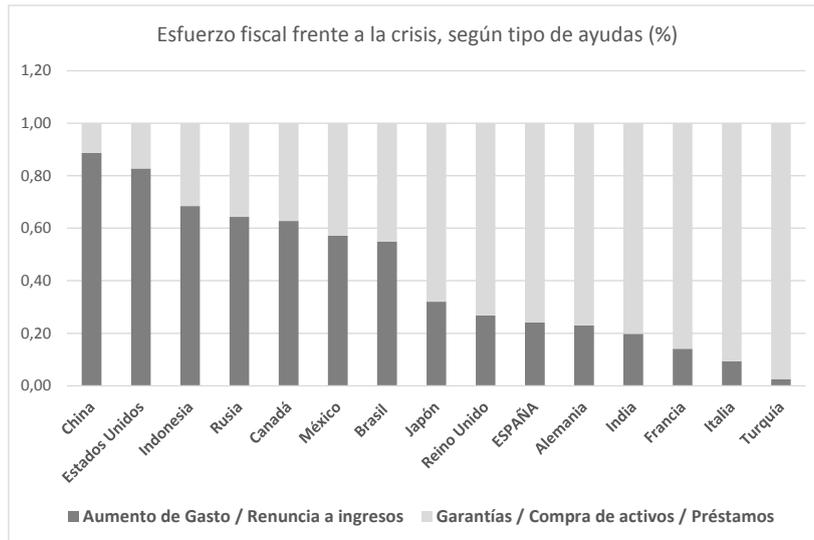
En el mundo emergente, cabe constatar que, pese a disponer de los recursos necesarios para un mayor estímulo, China ha mostrado una considerable moderación, implementando medidas por un importe de 705 millardos de dólares, menos del 5% del PIB. EL establecimiento de confinamientos muy severos, pero limitados geográficamente y (parece) exitosos, que han reducido la dimensión del shock de demanda por la contracción del consumo privado (factor que se ha sufrido particularmente en Europa), junto a la preocupación por el exceso de endeudamiento de los niveles regionales y locales de la administración pública china, pueden explicar esa contención. El resto del mundo emergente, como ya se ha apuntado, ha mostrado menos prodigalidad en el gasto, en buena medida por las mayores dificultades para financiarlo, aunque, en algún caso, como el de México o el de Brasil (a nivel de su Gobierno federal), la misma negación de la gravedad de la crisis por parte de las autoridades puede estar detrás del limitado estímulo fiscal. Rusia, India, Indonesia y, sobre todo, Turquía, se sitúan en el otro extremo, entre los grandes países emergentes, pero siempre con compromisos totales de expansión fiscal inferiores al 10%, cuando no al 5%, del PIB.

Para el mundo en desarrollo, los ejemplos incorporados al Gráfico 4 dan testimonio de la magnitud irrisoria del esfuerzo fiscal que han podido permitirse la mayor parte de los países que lo componen.

Finalmente, el Gráfico 5 desvela la considerable diferencia entre el tipo de ayuda elegida de manera preferente por los países europeos (junto a India y Turquía) y el favorito del resto del mundo. Así, desde China y Estados Unidos a Brasil o Canadá, se ha optado por un estímulo fiscal más directo, con incrementos del gasto o reducción (o diferimiento en el pago) de impuestos como estrategia ampliamente dominante. En todos los casos, los países europeos han definido sus programas en menos de un 30% del total en ese tipo de ayudas, y se han inclinado (en el caso de España en una proporción de 3:1, similar a la media de la UE) por garantizar créditos, ofrecer préstamos, asumir deuda o tomar posiciones en el accionariado de las empresas. Aunque este segundo tipo de ayudas supone una mayor capacidad de recuperación a medio plazo de las mismas (o incluso no desembolsarlas de manera efectiva), lo que puede aliviar el deterioro de las cuentas públicas, es también muy probable que resulten en un menor estímulo a una rápida recuperación. El contraste con Estados Unidos, donde el 83% de las ayudas en estos primeros meses de la crisis han revestido la forma de mayor gasto o menores impuestos, es muy marcada, y las implicaciones, tanto en el ritmo de salida de la recesión como en la carga fiscal futura, deberán tenerse en consideración en futuros análisis.

³ Aunque el tipo actual del IVA en Japón es de un 10%, muy reducido, por ejemplo, para los estándares europeos, las dos subidas de dos puntos en los últimos tres años aplicadas por el Gobierno Abe en un intento de reparar el agujero fiscal estructural del país, han sido singularmente mal asumidas por los consumidores japoneses.

Gráfico 5.- Expansión fiscal en respuesta a la crisis (IV). Economías seleccionadas.



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

En esta reflexión sobre las actuaciones fiscales frente a la pandemia, no puede obviarse que, más allá de todas las medidas de respuesta coyuntural, se ha comenzado a pensar seriamente en el medio y el largo plazo, y la oportunidad que supone la crisis para modificar el modelo de crecimiento, generalmente en términos de mayor sostenibilidad, adaptación a las nuevas realidades tecnológicas y del mercado laboral, y menor desigualdad. Al menos por lo que se refiere al debate (veremos en qué medida a la puesta en marcha real), la Unión Europea encabeza esta preocupación por mirar más allá de 2020.

Por ello, no podemos cerrar este punto sin hacer mención al Plan de Recuperación para Europa (“Next Generation UE”), diseñado por la Comisión Europea. Por un importe previsto de 750000 millones de euros, a desplegar en el cuatrienio 2021-2024, tienen por objetivo consolidar la recuperación económica y transformar a largo plazo las economías europeas. La financiación será conjunta, con bonos europeos emitidos por la propia Comisión, y a devolver con recursos propios (impuestos europeos), contando con la garantía de los 27 miembros de la UE. La distribución de la cantidad global se establece en 440000 millones de inversión directa y 310000 millones de préstamos a tipos reducidos, repartidos en función del grado de afectación de los diferentes socios como consecuencia del coronavirus.

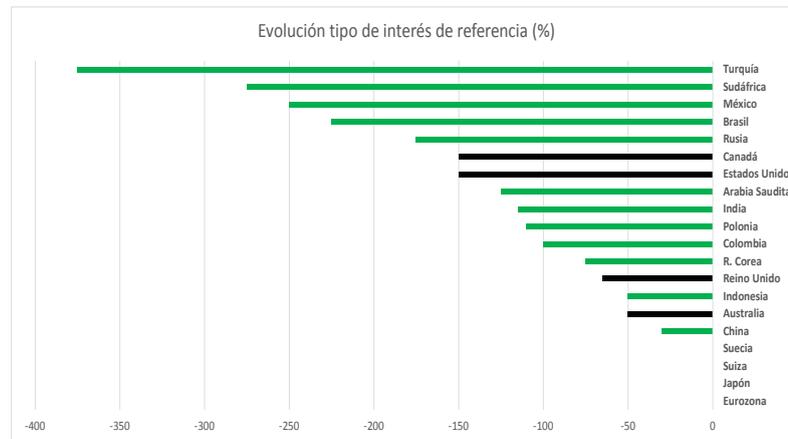
Aunque el Plan resulta no solo oportuno sino necesario, y reforzaría muy notablemente el nuevo presupuesto comunitario de más de un billón de euros correspondiente al Marco Financiero Plurianual 2021-2027 (también pendiente de aprobación), deben señalarse tres problemas en diferentes fases del desarrollo del Plan. Incluso antes de su aprobación deberá precisarse qué criterios definirán ese grado de afectación por la pandemia en base al cual se distribuirán los fondos, porque parece existir escaso consenso al respecto. Superado este escollo, antes de la implementación efectiva debe haber proyectos sólidos y bien orientados que financiar, y no necesariamente los espacios económicos más necesitados de transformar su forma de crecimiento van a ser los más diligentes en la presentación de tales proyectos, si hacemos caso a la experiencia histórica. Y, tercero, cuidado con la financiación impositiva. Algunas de las figuras a las que se hace referencia (impuestos verdes, impuestos a las grandes corporaciones) son exactamente las mismas de las que hablan los Gobiernos nacionales. Resulta poco conveniente establecer simultáneamente dos niveles de imposición adicional sobre los mismos sujetos o actividades. La otra figura mencionada por miembros de la Comisión Europea, un impuesto sobre las importaciones intensivas en carbono puede dar lugar a represalias y nuevos enfrentamientos comerciales, poco propicios para la mayor potencia exportadora del mundo.

III.- En relación a la política monetaria, empiezan a agotarse los adjetivos para definir el grado de expansión que se ha alcanzado y que se sigue intensificando.

En la vertiente que tradicionalmente se ha conocido como política monetaria convencional, como cabía esperar las reducciones de tipos de interés, cuando ello era factible, han sido muy intensas estos últimos meses. Como revela el Gráfico 6, con el margen disponible para los países desarrollados total o casi totalmente agotado, han sido los Bancos Centrales de los países emergentes (en verde en el Gráfico) los que han acentuado esos descensos, incluso en países en los que la preocupación por la estabilidad de precios sigue vigente, como Turquía o Sudáfrica. Pero la excepcionalidad de

la situación lo justifica. Respecto a los cuatro Bancos Centrales que no han reducido sus tipos de interés de referencia en los últimos seis meses, nótese que dichos tipos se encuentran ya en el 0% (Eurozona y Suecia) o en territorio negativo (Japón y Suiza).

Gráfico 6.- Tipos de interés de referencia de los principales Bancos Centrales. Variación en el primer semestre de 2020 (tipos de interés a final de mes; %).



Fuente: elaboración propia. Datos: Banco de Pagos de Basilea (BIS). Bancos Centrales nacionales.

En cualquier caso, hace mucho tiempo que lo que tras la Gran Recesión se denominó “política monetaria no convencional” (y que, para ser honestos, debe entenderse ya como plenamente convencional) constituye el arsenal principal de las autoridades monetarias en Occidente. Así, los principales Bancos Centrales de los países desarrollados han adquirido alrededor de 6 billones de dólares en nuevos activos, públicos y privados, en lo que va de año, duplicando el volumen total de las compras en los dos años posteriores al estallido de la Gran Recesión.

Mención especial merece, dadas las diferentes visiones sobre las actuaciones monetarias del Banco Central Europeo que existen en los países integrantes de la Eurozona, la contundencia del Pandemic Emergency Purchase Program, extendido hasta mediados de 2021 y ampliado hasta 1.35 billones de euros (a lo que deben sumarse los 40 millardos mensuales del Programa de adquisición de activos en vigor desde antes de la pandemia). Estas cantidades suponen que, en esencia, el BCE está en condiciones de absorber la totalidad de la deuda pública adicional creada por los Gobiernos de la Eurozona en respuesta a la crisis. Además, las inyecciones de liquidez extraordinarias a las entidades bancarias del Eurosistema han alcanzado los 1.3 billones de euros a tipos mínimos, incluyendo una parte a tipos por debajo de cero. Finalmente, las grandes cifras por lo que concierne a la Eurozona deben incluir la liberación de capital que la política macroprudencial ha concedido a los bancos de la misma, estimada en unos 120000 millones de euros. El mantenimiento del crédito a familias y, sobre todo, empresas, es una prioridad, y como tal están considerándola las autoridades europeas, tanto las de la Unión como las de los países miembros de la misma.

No muy distinta es la situación en Estados Unidos, donde la Reserva Federal ha ampliado en 3 billones de dólares su balance para dotar el conjunto de programas puestos en marcha (junto a la reducción de 150 puntos básicos en el Federal Funds Rate). Dentro de esa multiplicidad de actuaciones, como señal del continuo proceso de adición de nuevos mecanismos a ese arsenal de políticas no convencionales, la Fed, dentro de su Municipal Liquidity Facility (dotada con medio billón de dólares de recursos), ha comenzado a prestar a corto plazo a gobiernos locales y estatales⁴.

Mientras tanto, el debate sobre qué instrumentos pueden mantener la efectividad de la política monetaria, en la medida en que se agotan las vías convencionales y las no convencionales ya explotadas, reduciendo su efectividad, se ha trasladado al control de la curva temporal de tipos de interés de forma explícita. Ciertamente, la curva está claramente condicionada por las adquisiciones de activos por parte de los Bancos Centrales. La cuestión estriba en seguir o no el camino ya marcado por el Banco Central de Japón⁵, es decir, el control explícito de los tipos desde los plazos más inmediatos (lo habitual mediante la política monetaria) hasta los de largo plazo. Probablemente, supone una fórmula que, en efecto, podría incrementar el impacto de la política monetaria, dando solidez a la “forward guidance”, es decir, a su

⁴ Como ejemplo de los tipos aplicados, el primer préstamo, por importe de 1200 millones de dólares a un 3.82% de interés, fue concedido al Estado de Illinois.

⁵ Es difícil encontrar alguna fórmula de expansión monetaria que no esté siendo o haya sido empleada por la autoridad monetaria nipona, especialmente bajo el mandato actual de Haruhiko Kuroda.

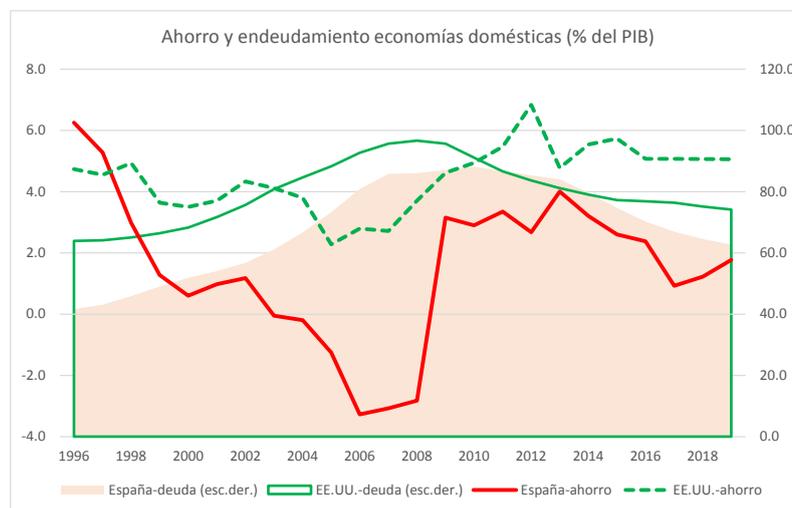
capacidad para influir en las expectativas de los agentes. Y, en sentido opuesto, supondría un elemento más de distorsión de los mercados financieros, a sumar a la que ya vienen generando las políticas monetarias aplicadas desde la Gran Recesión⁶.

Un último apunte en relación a la política monetaria en los últimos meses. Empiezan a ser numerosos los Bancos Centrales de países emergentes y en desarrollo que se han movido hacia la implementación de actuaciones no convencionales, en particular la adquisición de deuda pública. Polonia, Filipinas y Turquía lideran los volúmenes en relación al tamaño de las respectivas economías, aunque siempre en niveles mucho más moderados que en los países desarrollados. No debe olvidarse que, para los países no desarrollados, por cuestiones de credibilidad (que pueden limitar su acceso a los mercados) y de los costes de un potencial debilitamiento de sus monedas (con el consiguiente encarecimiento del servicio de la deuda externa emitida en dólares o euros), la prudencia en la inyección masiva de dinero en la economía debe ser mayor que en las economías desarrolladas.

IV.- No solo las autoridades han respondido a la crisis con contundencia; también lo han hecho las familias... en sentido opuesto. En efecto, mientras la expansión de la actividad de Gobiernos y Bancos Centrales alcanza la dimensión sin precedentes analizada en los puntos anteriores de este *Decálogo*, el ahorro de las economías domésticas en Occidente ha experimentado un ascenso espectacular: así, por ejemplo, en Estados Unidos la tasa de ahorro personal en relación a la renta disponible se ha prácticamente triplicado entre enero y mayo de 2020 (del 8 al 23%); en el mismo sentido, la misma variable ha alcanzado el máximo histórico en la Eurozona (16.9%), aumentando en un tercio durante el pasado trimestre.

Lógicamente, lo que resta por determinar es la fracción de ese incremento del ahorro que tiene carácter involuntario (es decir, forzado por los confinamientos y cierres de actividades, en especial de ocio, decretados por las autoridades), y qué parte tiene carácter voluntario, como consecuencia de la incertidumbre en materia de rentas futuras, que se ha elevado exponencialmente para una fracción considerable de la población. Si la parte dominante es la primera, los efectos restrictivos sobre el consumo desaparecerán en el corto plazo, y el gasto privado se sumará al público para acelerar la recuperación económica. Por el contrario, si es el componente de ahorro por precaución el dominante, el consumo privado seguirá renqueando, y probablemente asistiremos a una recuperación menos dinámica, aunque también a una reducción del endeudamiento de las economías domésticas.

Gráfico 7.- Ahorro financiero y endeudamiento de las economías domésticas en España y Estados Unidos (% del PIB)



Fuente: elaboración propia. Datos: Banco de España; Reserva Federal de San Luis (FRED II).

Apoyan la primera posibilidad, por un lado, la masiva transferencia de fondos públicos a los colectivos más afectados por la crisis y más vulnerables en general, un esfuerzo que fue muy inferior tras la última recesión. Estos grupos de personas son los que tienen mayor propensión al consumo. En el mismo sentido, y estos son ya datos reales, debe subrayarse que, en mayo o junio, según los países, los incrementos de las ventas minoristas alcanzan sistemáticamente los dos dígitos,

⁶ Los seguidores fieles de estos *Informes Trimestrales* son conscientes de que en nuestra sección *Al microscopio* se abordarán las implicaciones de la ultraexpansión monetaria de los últimos doce años en un futuro *Informe*, aunque la actualidad del coronavirus nos ha obligado a posponer este sumamente relevante debate durante un tiempo en favor de otros de mayor actualidad.

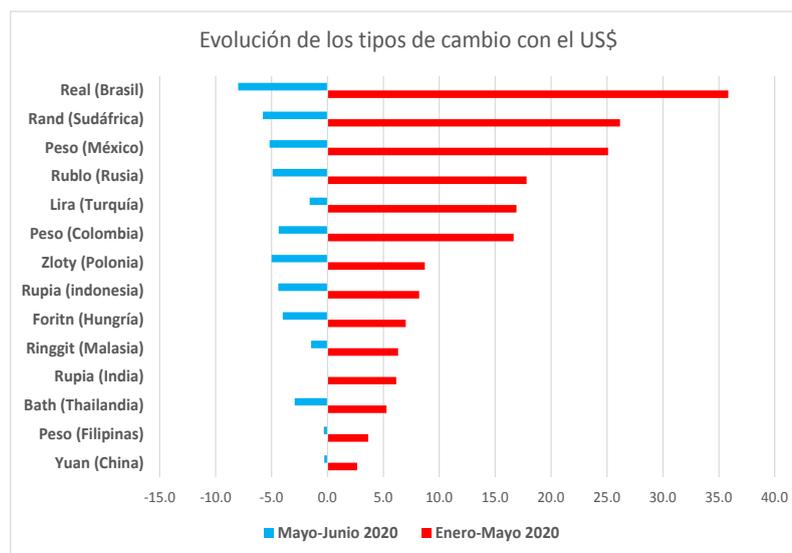
apuntando a una enérgica recuperación del tiempo perdido en términos de compras aplazadas.

En sentido opuesto, la más reciente experiencia tras una crisis de gran magnitud (la Gran Recesión), apunta a que, enfrentadas a un escenario tan negativo, las familias incrementan ostensiblemente sus tasas de ahorro y proceden a desapalancarse. El Gráfico 7 ilustra esa situación para España y Estados Unidos. Obsérvese el salto exponencial (y abrupto) de los niveles de ahorro sobre el PIB a partir de 2007-2008, con el estallido de la crisis (desde luego, partiendo de tasas singularmente reducidas; antes de la crisis actual no lo eran tanto), así como la reducción del endeudamiento familiar en los años posteriores.

Sin duda, como se ha indicado, cuál de los dos tipos de ahorro sea dominante va a marcar el ritmo de la recuperación.

V.- La progresiva, aunque todavía claramente parcial, normalización de la actividad económica internacional, se percibe en el comportamiento de las divisas de las economías emergentes y en desarrollo respecto al dólar estadounidense, que se sintetiza en el Gráfico 8. Después de unos meses devastadores, en los que la salida de capitales del mundo no desarrollado en busca de los activos clásicos de refugio ante crisis graves (dólar, yen, franco suizo, oro), alcanzó un máximo histórico (100 millardos de dólares en el primer trimestre del año), y causó la severa depreciación de muchas de esas divisas, las pasadas semanas han sido testigo de una cierta corrección de la situación, con el dólar perdiendo posiciones frente a las monedas más damnificadas por esas salidas de capital, y, al menos, frenando su apreciación frente a otras. Recordemos que para esos países emergentes y en desarrollo, así como para sus empresas, el endeudamiento en dólares⁷ (en mucha menor medida, en euros), es todavía una práctica común, y la pérdida de valor de sus monedas nacionales implica una carga mayor de la devolución de la deuda (el conocido “pecado original” provocado por el endeudamiento en moneda ajena).

Gráfico 8.- Evolución de los tipos de cambio bilaterales frente al US\$. Divisas seleccionadas (% de depreciación/apreciación)



Fuente: elaboración propia. Datos: BIS; FRED II.

Nota: Definidos como unidades de moneda nacionales por 1 dólar estadounidense, los incrementos en el tipo de cambio suponen una apreciación del US dólar frente a la divisa en cuestión, mientras las disminuciones implican la depreciación del US\$.

Ese rebote en los tipos de cambio, el (moderado) regreso de los capitales huidos ligado al mismo, así como la suspensión del pago de los intereses de la deuda a los acreedores públicos para decenas de países de baja renta son gratificantes noticias para el mundo emergente y en desarrollo. Pero son insuficientes. Los acreedores privados no se han sumado a las medidas de alivio, y solo consideran hacerlo en negociaciones país por país. Los fondos de las instituciones internacionales, aunque útiles, no se han ampliado en la medida requerida. Los problemas económicos en Occidente

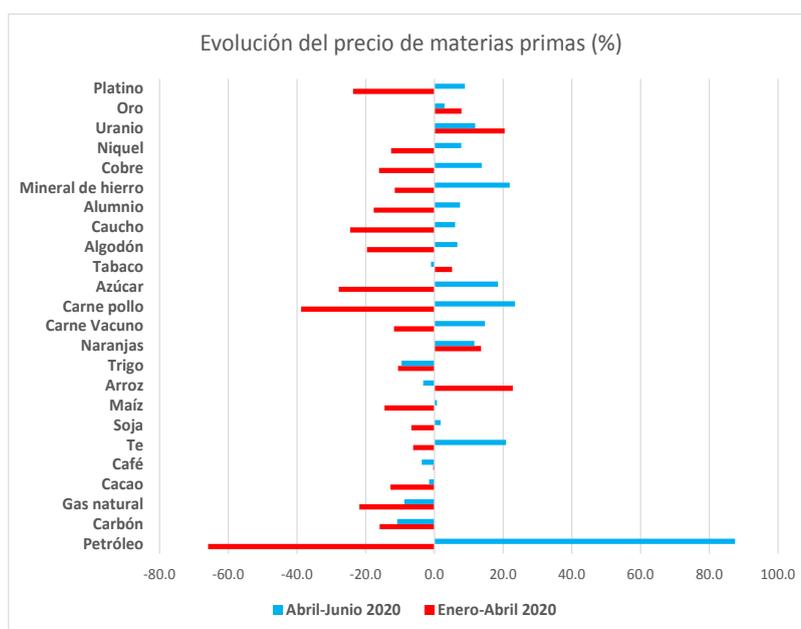
⁷ Téngase en cuenta que el endeudamiento en moneda fuerte es muchas veces, para los países en desarrollo, la única posibilidad de acceder a los mercados internacionales de capital. Incluso cuando tienen la alternativa de pedir prestado en la propia moneda, situación habitual en los países emergentes, hacerlo en dólares suele comportar pagar menores tipos de interés y acceder a un mayor volumen de inversores. Todo cuadra... mientras no se aprecie el dólar (o el euro) frente a la propia moneda, que es en la que el país en cuestión obtiene sus ingresos.

siguen manteniendo muy por debajo de lo normal las exportaciones, sobre todo de materias primas, de muchos de esos países. Esas mismas dificultades en las naciones desarrolladas implican una reducción muy considerable (estimada en no menos de 100000 millones de dólares para el presente año) de las remesas que los emigrantes envían a sus países de origen, siendo ésta la primera fuente externa de ingresos para el mundo no-OCDE, tras haber superado a la Inversión Directa Extranjera⁸. Y la pandemia está acelerándose en no pocos de esos países.

A menos que se incrementen las ayudas en el corto plazo y se diseñen programas estructurales que potencien la recuperación, reestructuraciones de deuda externa como las que ya forzadas para Argentina, Ecuador, Líbano o Zambia, estarán a la orden del día durante los próximos años. Y ése no será el mayor de los problemas de las economías afectadas, ciertamente.

VI.- En paralelo a la anterior, una progresiva normalización está teniendo lugar también en los mercados de materias primas, e, al igual que señalábamos para las divisas, ese proceso constituye una ayuda significativa para numerosos países fuera de la OCDE, exportadores de esas materias primas. De hecho, en nuestro semáforo de situación hemos mejorado considerablemente (desde el estadio más negativo al intermedio, en nuestra escala de cinco) la valoración que nos merece la situación en los mercados de commodities. La razón estriba precisamente en que la recuperación de los precios (véase el Gráfico 9) alivia las estrecheces económicas del mundo en desarrollo y emergente, sin que el incremento de los mismos haya sido lo bastante importante como para obstaculizar la recuperación en Occidente. El mundo desarrollado, de hecho, podrá permitirse afrontar precios más elevados cuando la superación de la crisis se haya consolidado, contribuyendo a la recuperación de los exportadores de materias primas en el resto del mundo.

Gráfico 9.- Evolución del precio de las materias primas (%)



Fuente: elaboración propia. Datos: Banco Mundial.

La normalización de la situación en el mercado del petróleo, que llegó a contemplar incluso contratos a futuros negociados a precios negativos (los compradores recibían dinero por responsabilizarse de los stocks), es el rasgo más llamativo del último trimestre. Después de las turbulencias, generadas no solo por la crisis económica global sino por movimientos geopolíticos particularmente inoportunos en ese momento, ampliamente descritos en nuestro anterior *Informe Trimestral*, los precios han recuperado en los pasados dos meses la mitad de su descenso entre enero y abril⁹ (desde los aproximadamente los 60 dólares de media mensual para el promedio de los tres tipos de crudo de referencia – WTI, Brent y Dubai -, cayó hasta los 20 dólares en abril, cerrando junio sobre los 40 dólares). El acuerdo sostenido entre los

⁸ El año 2019 fue particularmente fructífero en términos de remesas de emigrantes, alcanzando un máximo histórico de 554000 millones de dólares.

⁹ Téngase en cuenta que en el Gráfico 9 las variaciones son porcentuales, y por tanto dependen del precio del mes base de comparación. Por eso, el incremento de precios de los últimos dos meses supera la caída de los cuatro anteriores, pero es fruto de ese efecto base. En dólares por barril, como se indica en el texto principal, la recuperación es de aproximadamente la mitad del descenso previo.

productores de la OPEP y Rusia puso coto al hundimiento salvaje del precio, y la recuperación de la demanda va haciendo retornar el mismo a niveles más compatibles con las necesidades de los productores... ante lo que no es descartable que puedan volver a desatarse las tensiones por rascar cuotas de mercado, así como por limitar la rentabilidad, y con ello la producción, de aquellos operadores, sobre todo los que extraen el crudo de fuentes no convencionales, que soportan costes más altos.

El precio del resto de hidrocarburos ha continuado con su mucho más moderado descenso, para un comportamiento acumulado en el año que resulta, al final del primer semestre, similar al del petróleo. La energía más utilizada, por tanto, sigue siendo barata, y, por tanto, un soporte para el proceso de recuperación global.

Obsérvese en el citado Gráfico 9 cómo la gran mayoría de commodities que sufrieron caídas de precios se han recuperado, parcialmente, en los últimos dos meses, a la par que volvía a activarse la economía global, en especial la de Occidente. Este comportamiento es compartido, en especial, por todas las materias primas industriales, tanto las minerales como las agrícolas, desde el cobre al platino, pasando por el algodón o el caucho.

Algunas materias primas están teniendo una “buena crisis”. Previsiblemente, en el caso del oro, activo refugio (aunque la lógica de tal condición pueda ser sumamente discutible), cuyo precio ha ganado un 17% este semestre respecto al cierre de 2019, siempre refiriéndonos a medias mensuales. O el uranio, mineral estratégico, con un incremento cercano al tercio. Menos previsible, también las naranjas han experimentado una fuerte revalorización, de hasta el 25% en el semestre, quizás como fuente de vitamina C (considerada por algunos un factor fortalecedor ante el virus), quizás por algunas dificultades en el normal funcionamiento de la oferta¹⁰.

VII.- Aunque no son numerosos los países o los líderes que han capeado con cierta soltura el temporal (con Alemania y Ángela Merkel como la excepción más conspicua), queremos resaltar aquí que las dos principales economías del mundo están teniendo una crisis particularmente negativa, situación a la que no es ajena el comportamiento de sus respectivos presidentes, Donald Trump y Xi Jinping. Y no nos referimos solamente a su enfrentamiento directo, donde hacen mucho ruido las declaraciones altisonantes, pero son mucho más preocupantes las medidas proteccionistas, y que ha visto cómo se habría recientemente un nuevo frente (esta vez financiero), cuando el principal fondo de pensiones del gobierno estadounidense, el Federal Retirement Thrift Investment Board, ha decidido paralizar una inversión en un fondo que incluye compañías chinas.

Así, por lo que respecta a China, el país decepcionó al resto del mundo por su oscurantismo en el manejo inicial de la crisis, y está perdiendo credibilidad a diario con las continuas amenazas (Taiwán), sanciones sin fundamento económico (Australia), o falta de voluntad de llegar a acuerdos que equilibren las condiciones en las que actúan las respectivas empresas (Unión Europea) que jalonan la actuación de su Gobierno. La nueva Ley de Seguridad Ciudadana en Hong Kong constituye un paso más en esa dirección de romper con cualquier atisbo de moderación, mientras el reciente conflicto fronterizo con India añade otro foco de tensión a los numerosos que mantiene con vecinos del sudeste asiático (más Japón), a raíz del nacionalismo agresivo que caracteriza al país desde la consolidación en el poder de Xi Jinping. Si se suman los conocidos problemas estructurales pendientes de resolución (demográficos, medioambientales, de endeudamiento y de grandes desigualdades internas) y el coste económico para China de la inevitable redefinición de las Cadenas Globales de Valor (véase nuestro anterior *Informe de Entorno Económico*), no está siendo, qué duda cabe, un semestre positivo para China. La supresión, en el último Congreso del Partido Comunista Chino, de un objetivo numérico para el crecimiento económico ante la imposibilidad de alcanzar el objetivo crucial de duplicar el PIB entre 2010 y 2020 es solo una anécdota. La consecución de esa sociedad moderadamente próspera (*Xiaokang Shui*), de amplia clase media y con la pobreza erradicada, tan querida por los mandatarios del PCC parece más difícil bajo estas circunstancias.

En cuanto a Estados Unidos, el desconcierto, la inconsistencia, cuando no directamente el dislate, con el que se ha conducido la respuesta a la pandemia, además de los costes humanos y económicos que implican, han arrasado la credibilidad de buena parte de las autoridades del país, empezando por la Presidencia (es opinable qué porcentaje de ciudadanos, dentro y fuera del país, le conferían alguna credibilidad incluso antes de la crisis actual, claro está) e incluso incluyendo al anteriormente reputado Centro para el Control y Prevención de Enfermedades de Atlanta. La gestión, quizás aún más desafortunada, del problema racial, que, solo parcialmente visible con anterioridad, ha estallado recientemente, con el movimiento “Black Lives Matter”, revela un país extremadamente dividido, situación que no va a mejorar en los próximos meses, en la perspectiva de las elecciones presidenciales y legislativas el próximo 3 de noviembre. No es descartable que en este período un cada vez más inestable Donald Trump adopte medidas que compliquen adicionalmente la situación, nacional e internacional, incluyendo nuevos arrebatos proteccionistas.

¹⁰ El Banco Mundial emplea el precio de la navelina de los exportadores mediterráneos como referencia para esta materia prima.

En definitiva, los problemas, internos y externos de las dos grandes potencias globales conllevan una inestabilidad geopolítica que va a suponer un indeseado obstáculo adicional a la recuperación. Y, por supuesto, las complicaciones no se limitan a estos dos países, por lo que nuestro *Semáforo de Situación* muestra un estadio negativo para la situación geopolítica global, y con tendencia a empeorar.

VIII.- Los que sí parecen estar teniendo una crisis sorprendentemente buena son los mercados financieros, en especial los estadounidenses. Su desconexión de una economía real que mide sus pérdidas por billones de dólares resulta flagrante. Las Bolsas han recuperado buena parte de las mayúsculas pérdidas del mes de marzo; las empresas están aprovechando los bajísimos tipos de interés a largo plazo para sustituir papel comercial a corto por emisiones a largo, que básicamente se han duplicado respecto a un año normal para las empresas con fiabilidad crediticia y han aumentado en un 25% para las que sitúan en el tramo especulativo de la escala crediticia. Es más, algunas de esas empresas de bajo rating (incluso varias en quiebra, como Hertz o JC Penny) han vivido llamativos volúmenes de compra de acciones en semanas recientes.

Ciertamente, se puede recuperar el viejo dilema de si los mercados están anticipando una recuperación mucho más enérgica de lo que parecen esperar economistas y autoridades, y entonces el crecimiento (y los beneficios) se pondrá a la altura de los valores en los mercados, o si serán éstos los que volverán a desplomarse cuando la realidad de una recuperación progresiva y complicada se imponga.

Pero, en realidad, la respuesta radica en que, probablemente desde hace tiempo (porque los repetidos máximos en no pocos mercados antes de la crisis del coronavirus parecían tener poco que ver con una expansión económica lánguida y sobre apalancada), los mercados financieros responden menos a lo que ocurre o se prevé que ocurra en la economía no financiera y mucho más a la ilimitada inyección de dinero realizada por los Bancos Centrales.

La evidencia negativa sobre el comportamiento de las autoridades monetarias que formaban parte o dependían de los gobiernos décadas atrás, justificó la concesión de la independencia a los Bancos Centrales. Los resultados posteriores (mucha mayor estabilidad de precios sin costes en términos de crecimiento, más bien lo contrario), avaló el acierto de esa decisión. Hoy en día vuelve a cuestionarse si los Bancos Centrales son realmente independientes del poder político, más tras la pandemia: las continuas declaraciones de Donald Trump que, al menos en ocasiones, sí parecen encontrar cierta respuesta favorable en la Fed; la declaración del venerable Banco de Inglaterra indicando que pasaba a financiar abiertamente el déficit público británico; la llamativa interferencia del Tribunal Constitucional alemán exigiendo explicaciones al Banco Central Europeo sobre su política de compra de activos; el control de toda la curva de tipos de la deuda pública por parte del Banco Central de Japón, que financia gratis a largo plazo al gobierno nipón... Hay pistas para sospechar sobre una cierta pérdida de independencia, y éste será un aspecto al que volveremos en nuestro *Al microscopio* al cerrar este *Decálogo de Situación*.

Pero los teóricos de la banca central siempre han destacado que, junto a esa independencia del poder político, los Bancos Centrales deben ser también independientes de los mercados financieros. Y, la verdad, desde el famoso “Greenspan’s put” de hace dos décadas (básicamente, un ejercicio de política monetaria asimétrica, por el cual los mercados subían libremente pero eran auxiliados prontamente por la Reserva Federal en caso de problemas), algunos observadores, entre los que se encuentra quien firma este *Informe*, constatamos con preocupación lo que parece una excesiva querencia de ciertos Bancos Centrales, de nuevo con la Reserva Federal al frente, por evitar descensos significativos en los mercados financieros incluso cuando la situación económica lo justificaría. Hasta que la burbuja es de tal dimensión (la Gran Recesión) que ya nada puede frenar su explosión.

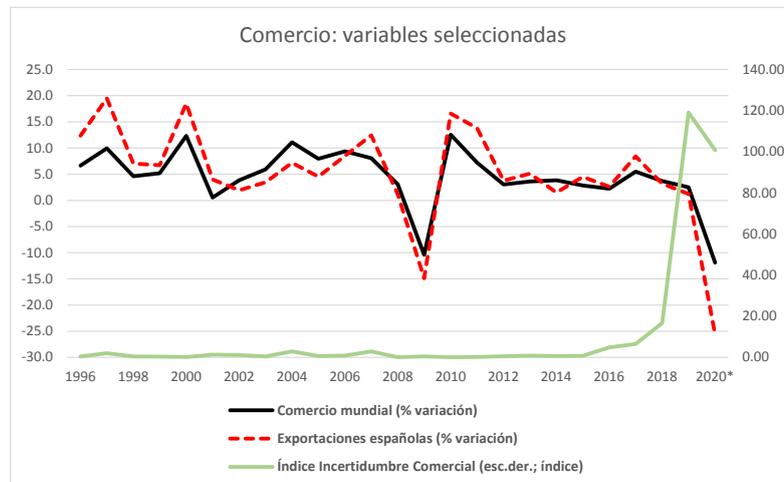
Así que quizás no deba sorprender tanto que los mercados estén desconectados de la economía real, porque la conexión que determina su comportamiento es la que mantienen con una expansión monetaria permanente. Pero no debería sorprender tampoco que esta situación vuelva a terminar realmente mal.

IX.- Al contrario que a los mercados financieros, al comercio mundial la crisis sí le está sentando especialmente mal, circunstancia previsible, dada el mayor dinamismo de los intercambios respecto a la producción, tanto en las fases altas como en las bajas del ciclo. El Gráfico 10 muestra que, perjudicado por la sucesión de shocks de oferta y demanda negativos del pasado trimestre, y en un escenario de tensiones proteccionistas sin precedentes en las últimas décadas, el comercio mundial va a contraerse en 2020 en una cifra récord (véase también la Tabla 1 al comienzo de este *Decálogo*) en el pasado cuarto de siglo (en realidad, será el mayor descenso de la actividad comercial desde la Segunda Guerra Mundial).

Ese descenso va a ser singularmente intenso para los países desarrollados, en especial los europeos, buena parte de ellos grandes potencias exportadoras, y que tienen entre sus socios preferentes a otros miembros de la Unión Europea, el

espacio económico que va a sufrir la mayor caída de la actividad en el presente 2020. Para ilustrar este efecto, se muestra en el mismo Gráfico 10 un ejercicio simple de estimación del comportamiento de las exportaciones españolas efectuado por el autor, y que anticiparía una caída de las mismas del 25.6% respecto a las cifras de 2019.

Gráfico 10.- Comportamiento de algunas variables comerciales seleccionadas



Fuente: elaboración propia. Datos: World Uncertainty Index; FMI.

Nota: la estimación para el comportamiento de las exportaciones españolas en 2020 ha sido realizada por el autor a partir de las últimas previsiones de crecimiento del FMI para los 20 mayores destinos de esas exportaciones, el peso de los mismos en el total de las ventas españolas al exterior y la elasticidad de nuestras exportaciones a esos mercados respecto a sus respectivos ritmos de crecimiento económico.

No obstante, el segundo semestre del año, aunque de manera progresiva y paralela a la de la actividad económica general, el comercio debe ir repuntando, trayectoria particularmente importante para una economía como la española que demostró en la última crisis que cuenta con su sector exportador como un pilar crítico de la recuperación. Por ello, para España y para el resto de países, resulta de la máxima importancia que la financiación crediticia, básica en el comercio internacional, no falle, debido a una mayor percepción del riesgo por parte de los bancos que les conduzca a endurecer o directamente recortar esa financiación. Como ya se apuntó en nuestro *Informe* precedente, las garantías públicas a este tipo de crédito debieran ser particularmente generosas.

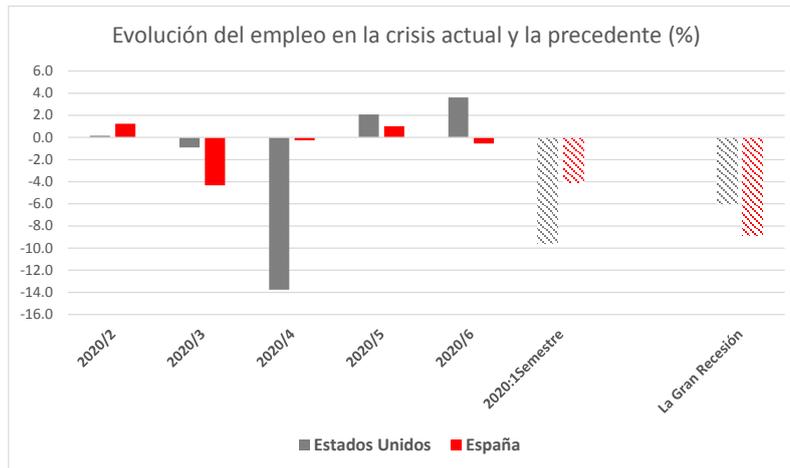
X.- Emplearemos este último punto del *Decálogo* para dejar constancia de un cierto número de anécdotas, más significativas entendidas como tales que por su repercusión económica, aunque, para la primera de ellas y en el caso de España, sí revela una transformación muy considerable en nuestro mercado laboral, cuya trascendencia podría ser más que notable si marca el inicio de un cambio permanente.

El primero de esos aspectos, que puede desconcertar al observador ocasional, es el comportamiento radicalmente distinto de las cifras de empleo y desempleo en Estados Unidos y en la Unión Europea durante esta crisis. Así, mientras en el caso europeo el desempleo medido oficialmente ha ascendido apenas tres décimas, en Estados Unidos el paro más que se cuadruplicaba, pasando del 3.5% en febrero al 14.7 % en abril. ¿Cómo es ello posible? Simplemente por la forma de computar los esquemas de protección temporal del empleo (el “kurzarbeit”, alemán, los “furlough schemes” anglosajones, los ERTes españoles): mientras en Europa se mantiene a estos trabajadores como empleados en las estadísticas, en Estados Unidos se los incorpora al cómputo de los desempleados. Adicionalmente, y aunque para los estándares norteamericanos este tipo de cobertura es una novedad y ha sido ampliamente empleado, no se ha llegado en ningún caso a los 45 millones de empleos que han gozado de esa protección pública en la Unión Europea en el momento álgido de la crisis. Si todos ellos se computaran como desempleados, la tasa de paro en Europa se hubiera disparado hasta el 30% de la población activa.

Lo más interesante para el caso español es que los ERTes suponen, al menos circunstancialmente, una ruptura con la larga y nefasta tradición de ajuste externo en el mercado laboral. Es decir, en caso de crisis, no se ajustan horas trabajadas y salarios, sino que se despide de forma masiva al elevadísimo número de trabajadores temporales (récord en Occidente) que conviven en el mercado de trabajo español con trabajadores indefinidos muchísimo más protegidos, en una segmentación laboral cancerígena para nuestra economía. Con los ERTes, el volumen de despidos ha sido muy inferior, en un sacrificio compartido por empresas, trabajadores temporales e indefinidos y arcas públicas (aunque éstas hubieran

sufrido más en caso de haberse despedido a buena parte de los 4 millones de trabajadores que llegaron a estar acogidos a este esquema). La parte izquierda del Gráfico 11 muestra la diferencia, que repetimos tiene más que ver con el cómputo que con la realidad, en la evolución del empleo en Estados Unidos y en España, con un descenso mucho mayor en el peor mes de la crisis en el primer caso, aunque también el ritmo de recuperación empieza a ser mucho más intenso. Pero lo más significativo se observa en la parte derecha del mismo Gráfico: mientras durante los dos años centrales de la Gran Recesión el segmentado mercado de trabajo español redujo su nivel de empleo nada menos que un 50% más que el absolutamente flexible mercado estadounidense, en el primer semestre de este año ha destruido un 60% menos, al aplicarse en España estos esquemas más habituales hasta ahora en países centroeuropeos, en especial Alemania.

Gráfico 11.- Evolución del empleo en España y Estados Unidos durante la crisis presente y la Gran Recesión (%)

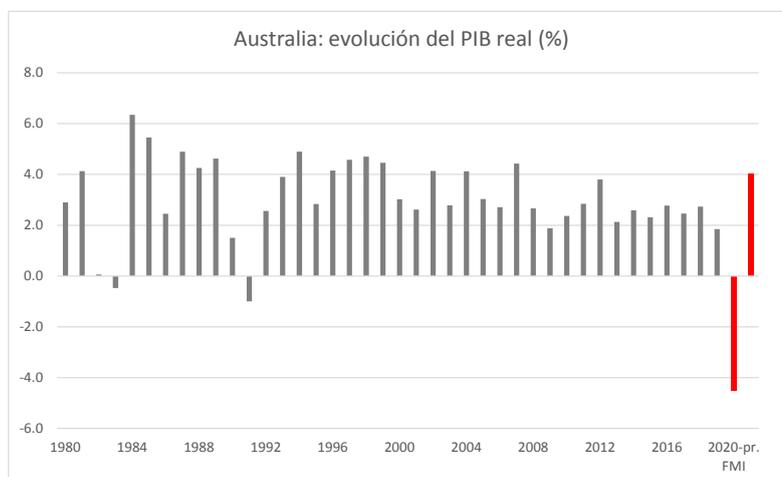


Fuente: elaboración propia. Datos: Banco de España; FRED II.

Un último comentario sobre estos esquemas temporales de protección del empleo. El adjetivo “temporales” es muy importante: aunque la decisión de prolongar estos esquemas no sólo durante 2020 sino incluso en parte de 2021, anticipada en España y ya adoptada en Francia y Alemania, entre otros países, es razonable, debe tenerse en cuenta que no es posible ni remotamente salvar todos los empleos afectados por la crisis. Los esquemas de protección solo deben extenderse de manera selectiva, y a aquellos empleos que se correspondan con actividades/sectores susceptibles de una recuperación consistente. Destinar dinero público en subsidiar de manera continuada empleos sin futuro sería un despilfarro sin sentido, y un obstáculo para la propia redimensión sectorial que implica una sana dinámica económica.

Con mucha mayor brevedad, constatar que, después de 29 años de crecimiento ininterrumpido, el COVID-19 ha conseguido lo que parecía imposible: Australia va a sufrir su primera recesión desde 1991 (véase el Gráfico 12). Aun así, será mucho menos acusada que en la mayor parte del resto de Occidente.

Gráfico 12.- Evolución del PIB real en Australia (variación anual; %)



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI

El último apunte del *Decálogo* será para dejar constancia de la clásica contundencia en la respuesta de las autoridades de Estados Unidos ante las crisis económicas severas, más allá de la filosofía general sobre cómo debe gestionarse una economía¹¹: el conjunto de ayudas proporcionadas por los gobiernos locales, estatales y, sobre todo, el Gobierno Federal, ha hecho que más de la mitad (algunos estudios apuntan hasta a un 70%) de los ciudadanos estadounidenses hayan recibido más dinero procedente de las mismas en los últimos meses del que hubieran obtenido trabajando. Bueno para hacer frente a la crisis, no tanto en términos de incentivos...

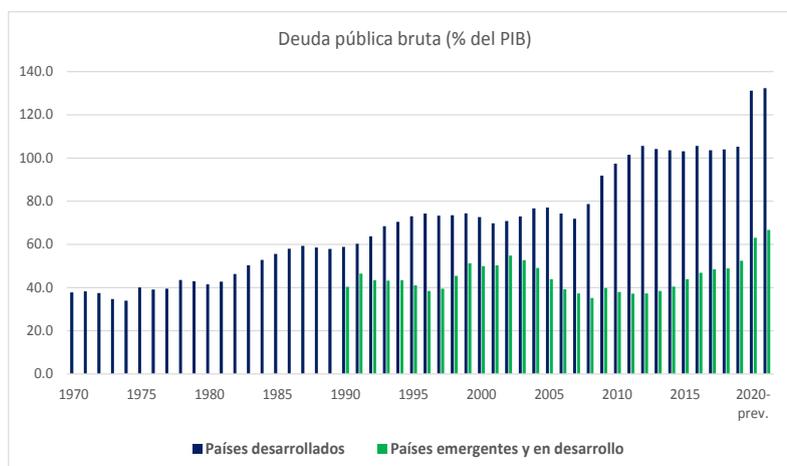
¹¹ Al margen de esta contundente presencia de lo público cuando la situación lo requiere, pese a la oposición a la misma en la mayor parte de los momentos por parte de muchos ciudadanos, políticos y grupos de interés, otros mitos clásicos sobre la economía estadounidense, como su querencia por el liberalismo comercial o la intensidad de la competencia en sus mercados, hace ya cierto tiempo que también se van resquebrajando, y con razón.

Al microscopio. ¿Qué hacemos con la deuda pública?

La situación actual y en el inmediato futuro

La evolución creciente de la deuda pública global (también se ha incrementado ostensiblemente la deuda privada, aspecto que no abordaremos en este análisis) durante las pasadas décadas ha sido motivo de preocupación, aunque uno sugeriría que lo ha sido con carácter anticíclico. Es decir, cuando las diferentes crisis económicas han acontecido, y tanto por los estabilizadores automáticos del ciclo (seguro de desempleo e impuestos progresivos, fundamentalmente) como por las decisiones *ad hoc* de los Gobiernos para combatir esas recesiones, se ha producido el salto en esos niveles de deuda pública respecto al PIB, esta tendencia se ha convertido en motivo de debate y disensiones entre expertos y autoridades. Desafortunadamente, durante las fases expansivas (por cierto, bastante más extensas que las de recesión), por el contrario, el interés por la cuestión ha decaído, y el esfuerzo en la mayor parte de los países para volver a los niveles previos de deuda ha sido poco intenso, de tal forma que la relación deuda/PIB, a lo sumo, se estabilizaba. Esta es la historia que el Gráfico I¹² nos cuenta para las economías desarrolladas: fuertes incrementos de la ratio en las épocas de crisis, en especial tras la Gran Recesión de 2008, y estabilidad en los períodos de expansión. Como puede percibirse, el aumento esperado desea relación como consecuencia del COVID19 y la respuesta al mismo no tiene precedentes, llevando la deuda pública de los países desarrollados por encima del 130% del PIB.

Gráfico I.- Evolución la deuda pública bruta global (% respecto al PIB)



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI

Salvo la similitud en las previsiones para el futuro inmediato (también nuevo récord en la relación deuda pública/PIB, que superará el 65% en 2021), los datos disponibles (en un período más corto) para el mundo emergente y en desarrollo, nos cuentan, al menos en términos agregados, una historia algo distinta. En este caso, a los incrementos de deuda en épocas difíciles (menor que en los países desarrollados) sí ha seguido una marcada reducción en los períodos de bonanza. Ello no excluye que se hayan producido en las pasadas décadas numerosos episodios individuales de problemas en el pago de la deuda en ese mundo no-OCDE, especialmente deuda externa nominada en divisas

¹² En todo este análisis emplearemos los datos para el conjunto de la deuda pública de los países en términos brutos. Aunque la deuda neta ofrece valores menores, para algunos más tranquilizadores, la tendencia al alza de la ratio deuda/PIB es la misma. Además, los activos que se sustraen de la deuda bruta para ofrecer el dato neto no necesariamente son liquidables cuando se precisa elevar el gasto o su enajenación puede permitir un ajuste favorable en el corto plazo pero puede igualmente complicar la financiación de parte de los compromisos del país más adelante.

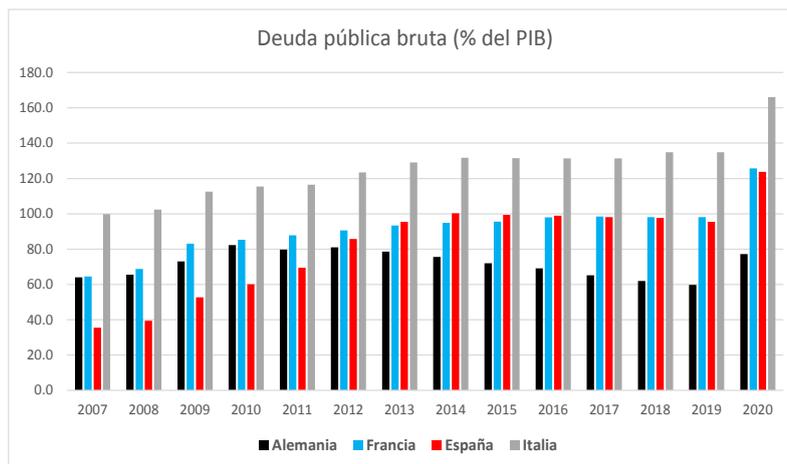
foráneas fuertes (US\$, básicamente). Y tampoco implica que la gestión macroeconómica en estos países haya sido mejor que en Occidente. En realidad, en muchos casos no se han endeudado más porque no han encontrado dónde financiarse. Cuando los mercados financieros internacionales se lo han permitido, son demasiados los Gobiernos de países no-OCDE que se han endeudado en mayor medida y con mayor rapidez de lo recomendable.

Por tanto, con un punto de partida lejos del ideal (recordemos que, antes de la pandemia y tras una década de expansión económica, la ratio deuda pública/PIB en Occidente estaba por encima del 100%) y el esfuerzo fiscal actual (ver el punto 2 de nuestro *Decálogo de Situación* en este mismo Informe), el grado de endeudamiento de los Estados debiera concitar ahora mismo un alto grado de preocupación, ciertamente con una perspectiva de abordar el problema no de manera inmediata pero sí cuando la crisis actual quede atrás. Sin embargo, no son demasiadas las voces que apuntan en esa dirección. La mayoría parece sentirse relativamente confortable ante esas cifras sin precedentes en tiempos de paz.

En lo que sigue, revisaremos cuáles son los criterios que hacen la deuda sostenible, cómo se han corregido históricamente los excesos de deuda y por qué parece existir ese cierto relajamiento respecto a niveles de deuda pública que, tan solo hace una década, se hubieran considerado poco menos que suicidas para las economías afectadas.

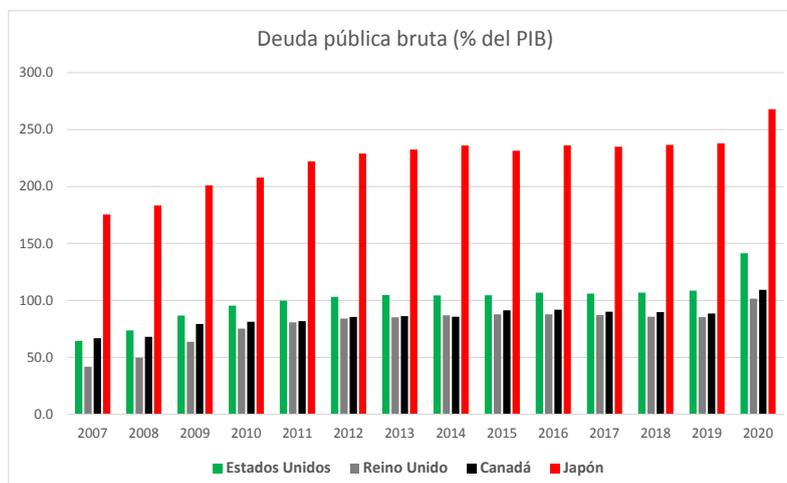
Antes, los Gráficos II-V reflejan la evolución de la ratio deuda/PIB para un conjunto de economías en relación a las cuales realizaremos posteriormente algunas reflexiones sobre las diferencias entre las mismas y las potenciales implicaciones en términos de sostenibilidad. Hemos seleccionado para este análisis las cuatro mayores economías de la Eurozona (Alemania, Francia, Italia y España), los otros cuatro países del G-7 (Estados Unidos, Japón, Reino Unido y Canadá), y siete economías emergentes, buscando diversidad geográfica, en rentas per cápita, en ritmos de crecimiento y en el grado de acceso a los mercados (China, India, Corea del Sur, Rusia, Polonia, Sudáfrica y Brasil).

Gráfico II.- Evolución la deuda pública bruta, Economías seleccionadas (I) (% respecto al PIB)



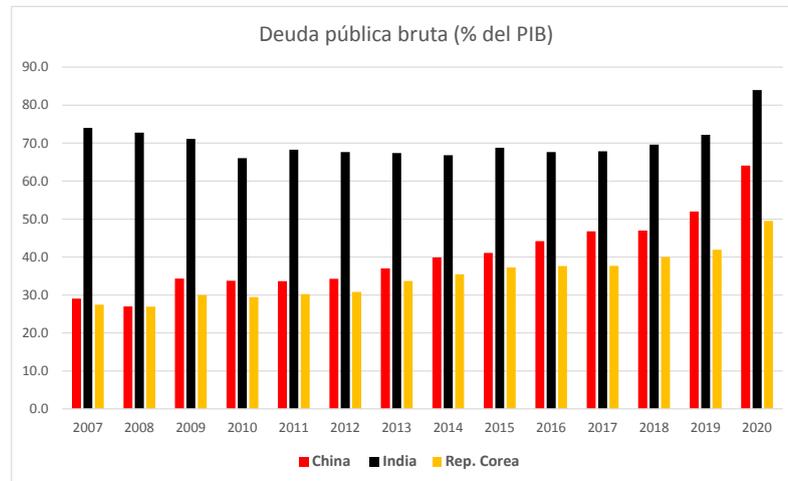
Fuente: elaboración propia. Datos: FMI

Gráfico III.- Evolución la deuda pública bruta, Economías seleccionadas (II) (% respecto al PIB)



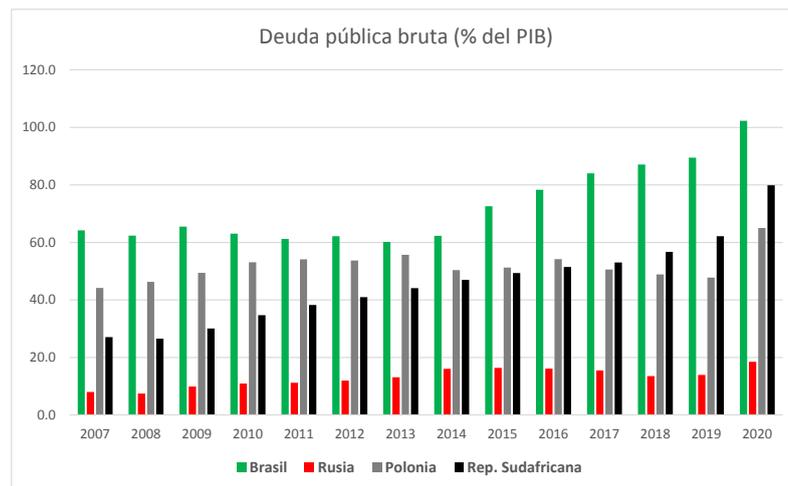
Fuente: elaboración propia. Datos: FMI

Gráfico IV.- Evolución la deuda pública bruta, Economías seleccionadas (III) (% respecto al PIB)



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI

Gráfico V.- Evolución la deuda pública bruta, Economías seleccionadas (IV) (% respecto al PIB)



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI

La sostenibilidad de la deuda

¿Qué podemos decir sobre la capacidad de los Estados de seguir cumpliendo con sus obligaciones con los acreedores? Es decir, ¿es la deuda sostenible, se puede satisfacer el pago de intereses y devolver el principal cuando proceda en tiempo y forma? En el Anexo a esta sección aparece una breve reseña técnica sobre qué relaciones económicas garantizan el proceso de reducción de la deuda y, con ello, su sostenibilidad. Baste aquí con señalar que la confluencia de dos factores redundan en ese escenario favorable; primero, la existencia de superávit presupuestario primario, es decir, que, excluido el pago de intereses (por así decirlo, ignorando la carga del pasado), el Estado ingrese más de lo que gasta en el período considerado. Segundo, que el crecimiento nominal de la economía exceda el tipo de interés nominal medio pagado por la deuda. Ello implica que la generación de riqueza del país en el período, sumada a la inflación (que reduce el valor de la herencia del pasado, en este caso en forma de carga – la deuda) supere el coste al que esa economía está endeudada, incluyendo en el mismo la compensación que los acreedores reciben por la inflación esperada (uno de los factores que determina el tipo de interés pagados a los tenedores de deuda), en compensación por la pérdida de valor del dinero invertido.

Si ninguna de las dos condiciones se cumple, la trayectoria explosiva de la deuda terminará por hacerla insostenible, aunque no necesariamente en el corto plazo. Esto dependerá de factores diversos, desde el nivel de deuda de partida

a la credibilidad del país en los mercados de capital. Si se cumpliera una de las condiciones señaladas pero no la otra, habría que realizar un cálculo sencillo (ver Anexo) para determinar la trayectoria, al alza o a la baja, de la deuda.

Recurriendo primero a una panorámica global, en relación al saldo primario, y a pesar de la larga expansión previa al coronavirus, el 60% de los países, empleando el promedio 2017-2019, estaban en una situación de déficit primario, es decir, no cubrían sus gastos anuales con sus ingresos ni siquiera descontando el pago de intereses de la deuda. Cierto es que los datos resultaban más favorables para los países desarrollados, con 25 de los 37 para los que el FMI presenta datos de saldo primario en superávit.

Respecto a la segunda condición, es conocido por los lectores de estos *Informes Trimestrales* que el crecimiento económico posterior a la Gran Recesión ha sido poco dinámico en gran parte del mundo, y languideció adicionalmente en 2019. Mientras tanto, en Occidente no solo se ha mantenido la inflación bajo control, sino que los Bancos Centrales han tenido severas dificultades (y no pocas veces no han conseguido en la última década) que se situara en el entorno del 2% que, aproximadamente, se fija como objetivo¹³. Dicho de otra forma, el crecimiento nominal ha sido, por supuesto con enormes diferencias nacionales, no muy robusto, dificultando el cumplimiento de esa segunda condición. Sumando los dos elementos (posiciones fiscales primarias poco holgadas que van a deteriorarse claramente a consecuencia del COVID-19 y crecimiento limitado), el sesgo parece claramente negativo para la sostenibilidad. Pero resta un tercer elemento, que explica la ya referida visión relativamente relajada que predomina últimamente sobre los niveles de deuda pública acumulada: los tipos de interés pagados por la misma se vienen moviendo de manera estructural a la baja desde los años 90 del pasado siglo, en una tendencia acentuada tras la Gran Recesión.

En efecto, nunca como ahora, al menos desde la Segunda Guerra Mundial, ha sido tan barato endeudarse para los Estados (y ello arrastra en no poca medida el endeudamiento privado), en especial a largo y muy largo plazo y sobre todo para los países occidentales. En algunos casos, el coste ha sido incluso negativo en emisiones de diez y hasta treinta años. ¿Cómo no endeudarse entonces, y seguir haciéndolo? ¿O acaso cabe esperar una reversión de esa trayectoria a la baja? En breve volveremos sobre ello, pero debe subrayarse que, aunque las condiciones de financiación no han sido ni mucho menos tan privilegiadas para el mundo no-OCDE, el coste medio de la deuda también se ha reducido en el presente siglo; incluso docenas de países antes casi o totalmente excluidos de los mercados tienen ahora acceso regular a los mismos. Eso sí, los episodios turbulentos, que invierten esa tendencia a la reducción de los tipos, son también más abundantes que en Occidente, donde solo cabe contar como altamente relevante el caso de la periferia de la Eurozona entre 2010 y 2012.

Algunos ejemplos nacionales

En la Tabla I recuperamos las quince economías para las que hemos presentado anteriormente la trayectoria reciente y prevista a corto plazo de su deuda pública, y ofrecemos algunos datos para valorar la posición en la que afrontan el esfuerzo fiscal excepcional al que obliga la réplica a la pandemia.

Téngase en cuenta que NO se trata de un ejercicio formal de sostenibilidad, que exigiría emplear expectativas sobre las variables de actividad y precios para los años venideros (en lugar del promedio de los últimos años, que es lo que aquí se presenta) y considerar el coste medio ponderado por la dimensión de las distintas emisiones del stock total de deuda viva (en lugar del tipo de los bonos a diez años, empleados aquí por ser tradicionalmente el *benchmark*, la referencia, para la deuda pública). El objetivo es que se constate hasta qué punto la sostenibilidad de la deuda está condicionada al mantenimiento de tipos de interés que, al menos hasta recientemente, se considerarían excepcionalmente bajos.

En la primera columna de la tabla se presenta el crecimiento nominal medio de los tres últimos años de cada economía (al lado, la descomposición, primero la cifra de crecimiento real, después la de inflación), a confrontar con el tipo de interés pagado por la deuda (mismo período), que aparece en la segunda columna. A continuación se presenta el saldo primario, igualmente como media del período 2017-2019. La situación óptima requeriría que el valor de la primera columna fuera superior al de la segunda y el de la tercera fuera positivo. A continuación, aparece el nivel de deuda previsto por el FMI para el año en curso¹⁴ y, luego, el pago de intereses. Como es lógico, estas tres últimas columnas

¹³ El hecho de que la inflación haya sido tan baja en gran parte de Occidente, ha encarecido la devolución de la deuda (si una inflación elevada erosiona el valor de la deuda, perjudicando a los acreedores, la deflación o el mínimo avance de los precios juega en sentido opuesto). Este es uno de los argumentos más reiterados por aquellos economistas que defienden la necesidad de forzar un período de tasas de inflación por encima del objetivo de los Bancos Centrales, al objeto de equilibrar estos últimos años de no alcanzarlo.

¹⁴ Estimado por el autor en el caso de Polonia, al no haber actualización publicada del FMI.

se presentan en relación al PIB de la respectiva economía.

Tabla I.- Variables ligadas a la sostenibilidad de la deuda; selección de economías desarrolladas y emergentes

PAÍS	Crecimiento del PIB nominal (real + inflación) (promedio 2017-2019)	Tipo de interés de los bonos a 10 años (promedio 2017-2019)	Saldo presupuestario primario (% del PIB) (promedio 2017-2019)	Deuda pública bruta prevista en 2020 (% del PIB)	Pago de intereses de la deuda (% del PIB) (promedio 2017-2019)
España	3,6 (2,9+0,7)	1,4	-1,1	123,8	2,4
Alemania	2,9 (1,7+1,2)	0,2	2,1	77,2	0,8
Francia	2,5 (1,5+1,0)	0,6	-1,5	125,7	1,7
Italia	1,6 (0,9+0,7)	2,0	1,3	166,1	3,7
Reino Unido	3,3 (1,7+1,6)	1,3	-0,8	101,6	1,5
Estados Unidos	4,0 (2,4+1,6)	2,3	-2,7	141,4	2,0
Canadá	3,3 (1,1+0,6)	1,7	0,1	109,3	0,4
Japón	1,7 (1,1+0,6)	0,1	-2,9	268,0	0,4
China	8,5 (6,6+1,9)	3,3	-3,4	64,1	0,9
India	11,2 (7,3+3,9)	7,4	-2,3	84,0	4,7
Corea	3,8 (2,7+1,1)	2,1	0,6	49,5	0,9
Polonia	5,1 (4,2+0,9)	2,9	-0,1	65,0	1,7
Rusia	7,4 (0,6+6,8)	9,1	-0,5	18,5	0,4
Brasil	5,0 (-0,8+5,7)	11,1	-1,9	102,3	6,4
Sudáfrica	5,9 (0,9+5,0)	8,6	-1,2	79,9	3,5

Fuente: elaboración propia. Datos: Fondo Monetario Internacional; BIS; Bancos Centrales Nacionales

Comenzando con el saldo primario, incluso en la fase final de la expansión 11 de las 15 economías presentaban déficit. El deterioro previsto en 2020 batirá récords históricos, llevando a varios de los países seleccionados a saldos primarios negativos de dos dígitos. La recuperación del equilibrio fiscal, mucho más aún que el de las economías, será lento. Salvo en el caso de Alemania, puede descontarse que la primera condición de sostenibilidad (superávit primario) no aparecerá, si lo hace, hasta la segunda mitad de la década.

Respecto al crecimiento nominal, entre los países desarrollados únicamente Estados Unidos alcanza un 4%, con algo más de dinamismo real que de precios, combinación que puede entenderse relativamente satisfactoria. Aunque 2020 ofrecerá resultados incomparablemente peores, mientras el rebote previsible de 2021 moverá la cifra en sentido opuesto, si el medio plazo implica el retorno a valores similares a los mostrados en la Tabla, el crecimiento nominal no será un amortiguador sólido para la deuda con la que Occidente saldrá de la crisis. Pese a ello, obsérvese que, salvo para Italia, el valor de la primera columna es superior al de la segunda, en muchos casos, incluyendo el de España, con amplitud. Ello implica que la segunda condición se cumple, y lo hace porque los tipos de interés de la deuda, como ya se ha reseñado, son excepcionalmente bajos, lo que conduce (véase la última columna de la Tabla) a un coste anual en términos de PIB ciertamente modesto. En particular, el caso de Japón es destacable: con un crecimiento nominal muy escaso, y pese a un nivel de deuda que más que duplica con mucho el PIB, solo dedica cuatro décimas de su producción anual al pago de intereses.

Por tanto, aunque los niveles de deuda a la salida de la actual crisis en Occidente serán alarmantes, también parece que la sostenibilidad será posible (con la probable excepción de Italia si no transforma notablemente su dinámica económica) gracias a los tipos de interés a los que se financia esa deuda.

La situación es mucho más diversa entre los ejemplos seleccionados de países emergentes. Mientras Polonia puede asimilarse a la visión ofrecida para la mayor parte de las economías desarrolladas, con la ventaja de un crecimiento real más intenso, la situación en las mayores economías emergentes asiáticas es bastante favorable. Pese a niveles de deuda altos para tratarse de economías no desarrolladas, y saldos primarios bastante negativos, el fuerte crecimiento nominal en China e India debe permitir mantener la deuda bajo control. Mejor aún es la situación para Corea, con los datos fiscales más saneados entre las 15 economías seleccionadas, aunque sus tasas de crecimiento corresponden más a una economía desarrollada (como tal se la puede considerar sin gran esfuerzo) que a una emergente¹⁵.

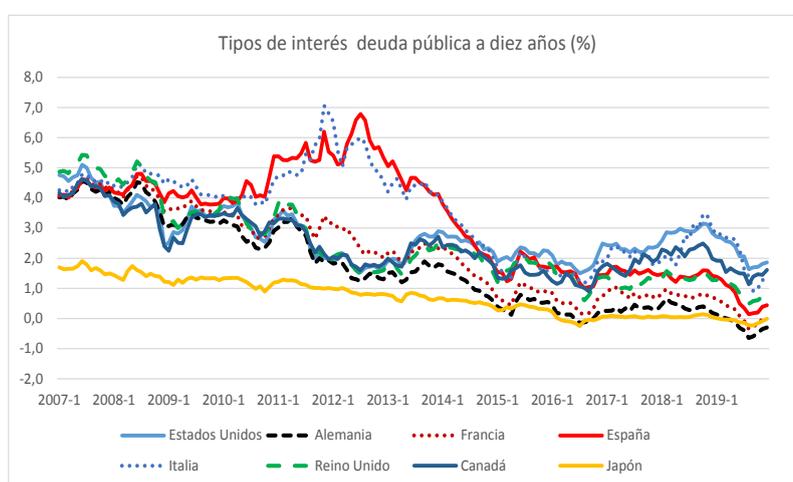
¹⁵ Recuérdese que Corea y Polonia son miembros de la OCDE, pero también lo son, por ejemplo, México y Turquía, economías que en ningún caso pueden considerarse desarrolladas. De hecho, la OCDE es un club que incorpora ya un elevado número de economías emergentes.

Por el contrario, las expectativas son poco halagüeñas para Brasil o Sudáfrica en ausencia de ostensibles cambios estructurales que modifiquen drásticamente el escenario. Presentaban déficit primario aun antes de la pandemia; sus niveles de deuda son claramente excesivos para el grado de desarrollo y credibilidad en los mercados de ambos países (pese a los esfuerzos de los dos Bancos Centrales por mantenerla); y aunque el crecimiento nominal es elevado, se debe solamente a una inflación excesiva, que se traslada a tipos de interés onerosos. Todo ello supone que ninguna de las dos condiciones de sostenibilidad se cumple, lo que conduciría a un escenario muy preocupante a medio plazo. Aunque el caso de Rusia es similar en materia de crecimiento, inflación y tipos, la Administración Putin ha tenido como una de sus prioridades macroeconómicas mantener un reducido nivel de deuda pública (muy reducido, podría afirmarse, como se observa en la Tabla), lo que, sumado al Fondo Soberano, con cientos de miles de millones de dólares procedentes de las exportaciones de petróleo, elimina las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda pública.

¿Por qué esos tipos de interés tan reducidos?

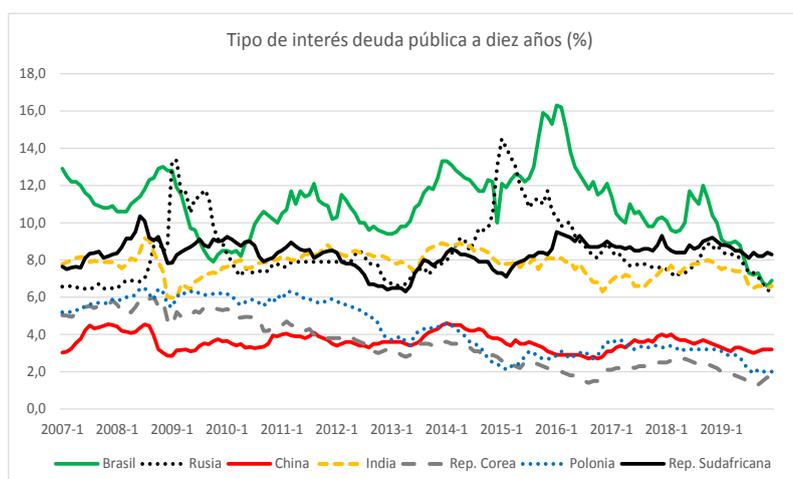
El Gráfico VI abunda en la trayectoria a la baja, hasta niveles próximos, en o hasta por debajo de cero (nótese Alemania o Japón al final del período), de los tipos de interés de los principales bonos de deuda pública (a diez años) para las economías desarrolladas.

Gráfico VI.- Tipos de interés de los títulos de deuda pública a 10 años. Selección de economías desarrolladas (%)



Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales; Institutos de Estadística Nacionales

Gráfico VII.- Tipos de interés de los títulos de deuda pública a 10 años. Selección de economías emergentes (%)



Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales; Institutos de Estadística Nacionales

El Gráfico VII nos revela que una trayectoria similar, aunque menos acusada y lejos de los tipos prácticamente nulos vistos en Europa o Japón, para los países emergentes con una adecuada gestión macroeconómica, especialmente en

términos de control de la inflación. Quienes no cumplen esa condición, afrontan tipos ostensiblemente superiores. Pero, ¿por qué esos reducidos tipos de interés, sobre todo en Occidente, incluso en plazos largos? La respuesta que surge automáticamente, claro está, es: Bancos Centrales-política monetaria no convencional-compra masiva de deuda pública en los mercados secundarios-precios de la deuda al alza-tipos de interés a la baja.

Sí... pero no solo. Primero, la tendencia a la reducción de los tipos de interés, como ya se ha apuntado, no nace a raíz de la Gran Recesión, viene desde los años noventa del siglo XX. Sin extendernos¹⁶, han influido en ello: la reducción y estabilización de las tasas de inflación, las tendencias de las tasas de ahorro e inversión mundiales, que han seguido tendencias divergentes por múltiples factores (al alza y a la baja, respectivamente) y el desarrollo de los mercados financieros, con crecientes posibilidades de cobertura.

Ya centrándonos en los últimos años y en la acentuación de las reducciones de tipos en plazos cada vez más largos, es evidente que la expansión de los balances de los Bancos Centrales, con la adquisición de deuda pública por valor de billones de dólares (euros, yenes...) tienen mucho que ver con ello. Es más, la intensificación de estas medidas en respuesta a la actual crisis, y no digamos si se extendiese la política (que mantiene el Banco Central de Japón) de realizar un control explícito de la curva de tipos de interés, supondría el mantenimiento de los tipos a niveles similares a los actuales. Pero no conviene olvidar que también los inversores privados han reforzado los tipos a plazos medios, largos y muy largos a la baja, con una demanda creciente de bonos públicos, sobre todo de países considerados seguros, por los siguientes motivos:

- El aumento de la demanda por parte de inversores institucionales (fondos de pensiones, compañías de seguros), que reflejan un aumento del deseo de esos activos seguros por parte de una población cada vez más envejecida.
- El incremento de la demanda de activos seguros por parte del sistema bancario, para cumplir con los nuevos y mayores requisitos de capital y liquidez tras la Gran Recesión.
- El aumento de la incertidumbre global mueve al alza la demanda general de la población de activos seguros en el largo plazo.

Por tanto, parece que los tipos de interés muy reducidos han llegado para quedarse, al menos por un tiempo y mientras no se reactive el crecimiento económico de forma estructural... y mientras los riesgos de esos niveles de tipos de interés se sigan considerando inferiores a sus beneficios por parte de los Bancos Centrales.

***Pero, ¿cómo se han reducido los excesos de deuda pública a lo largo de la Historia?*¹⁷**

Al menos seis mecanismos se han empleado históricamente, en mayor o menor medida, con superior o inferior éxito, por parte de los Gobiernos para reducir niveles excesivos de endeudamiento. Brevemente, los referimos a continuación, valorando su empleabilidad en la situación actual.

- ***Aceleración del crecimiento económico:*** un mayor crecimiento mejora directamente la relación entre creación de riqueza nominal y tipo de interés pagado por la deuda, e indirectamente, aumentando ingresos y reduciendo gastos, el saldo presupuestario primario.
 - ¿Muy empleado? Clave en los procesos de reducción de deuda más exitosos. El proceso no es rápido y suele requerir reformas estructurales.
 - Valoración: Óptimo, qué duda cabe.
 - ¿Mecanismo utilizable hoy en día?: todo el mundo apuesta por ello, pero si el crecimiento no era sólido antes de la pandemia era por razones que siguen estando ahí. Improbable sin reformas significativas. Los partidarios más estrictos de la idea del “estancamiento secular” lo verían especialmente difícil. Lógicamente, con reformas y políticas macroeconómica adecuadas, el margen es mayor en países emergentes y en desarrollo.
- ***Consolidación fiscal:*** mediante reducciones de gasto y/o incrementos de impuestos se mejora de forma directa el

¹⁶ Requeriría otro *Al microscopio*, que quizás presentaremos en un futuro.

¹⁷ El lector interesado puede encontrar una detallada e interesante respuesta en Simon, J. (team leader); Pescatori, A. and Sandri, D. (2012); “The good, the bad and the ugly: 100 years of dealing with public debt overhangs”, *IMF World Economic Outlook*, October. Chapter 3. O, más recientemente, en Eichengreen, B.; El-Ganainy, A.; Pedro Esteves, R. and Mitchener, K-J. (2019); “Public debt through the Ages”, *IMF WP/19/6*.

saldo primario, y de manera indirecta el tipo de interés que debe pagarse por unidad de deuda, si con ello aumenta la confianza entre los inversores.

- ¿Muy empleado? Casi todos los procesos de reducción de deuda, a menos que acontecieran mediante procesos de hiperinflación, han conllevado, en mayor o menor medida, una consolidación fiscal. Generalmente, más exitosos cuando se han apoyado en recortes en el gasto que en incrementos en los impuestos.
- Valoración: Difícil sería encontrar un país que no tenga margen de mejora en la eficiencia en el gasto y en la recaudación fiscal. No obstante, errores en el foco o la intensidad de las medidas pueden provocar un deterioro en el crecimiento que acabe por revertir el avance en el saneamiento de las cuentas públicas (no se olvide que lo importante es la ratio deuda/PIB; es posible que disminuya la deuda y, sin embargo, empeore la ratio).
- ¿Mecanismo utilizable hoy en día? En Occidente, particularmente en Europa, desde la Gran Recesión, consolidación fiscal = austeridad (cuando no “austericidio”). Recortes significativos en el gasto público van a resultar políticamente muy difíciles de implementar. Puede existir más margen político por la vía de los incrementos impositivos, pero debe afinarse en los objetivos, porque el coste económico de determinadas propuestas puede ser muy significativo. En el resto del mundo, hay mucho margen para la mejora de la orientación del gasto. El aumento de los ingresos resulta muy complicado mientras la clase media no sea el estrato dominante¹⁸.
- **Aumento de la inflación:** como se ha explicado con anterioridad, elevar la inflación efectiva respecto a la esperada reduce el valor real de la deuda y supone un trasvase de renta de los inversores al Gobierno, en la medida en que la compensación por la inflación (la esperada) que se incorpora al tipo de interés pagado por la deuda es inferior a la inflación real. Además, con los sistemas fiscales no totalmente indiciados, los aumentos nominales en renta (en compensación a la mayor inflación) suponen un aumento de la recaudación fiscal incluso cuando individuos y empresas no mejoran sus rentas reales.
 - ¿Muy empleado? Alta frecuencia a lo largo del tiempo, tanto en el pasado más remoto como recientemente, dado su atractivo para los Estados.
 - Valoración: Desde luego, se recorta la deuda existente, de manera más efectiva cuanto mayor es la tasa de inflación que se alcanza. Pero con costes mayúsculos en términos de acceso posterior a los mercados, más los propios de la inflación. Y no se olvide que, en casi todos los países, mayoritariamente los tenedores de deuda son personas (sobre todo de cierta edad) e instituciones (banca) nacionales. Una inflación superior a la esperada no es sino un impuesto sobre esos colectivos, que deteriora sus rentas.
 - ¿Mecanismo utilizable hoy en día? Poco probable, y con menos posibilidades de éxito que en el pasado. Por una parte, la mayoría de los Bancos Centrales tienen un mandato explícito de mantener la estabilidad de precios. Segundo, existen secciones relevantes del endeudamiento público (deuda indiciada a la inflación, deuda a corto plazo, deuda nominada en divisas fuertes) para las que permitir una inflación excesiva tiene escaso efecto, cuando no los tiene contraproducentes, incluso en el corto plazo. Tercero, en un mundo globalizado, la penalización de los inversores por lo que no deja de ser un engaño puede ser más costosa que nunca.
- **Represión financiera:** utilización de mecanismos (desde forzar la adquisición de deuda pública por parte de instituciones nacionales a tipos limitados, a impedir la compra de oro, activo seguro alternativo a la deuda pública, pasando por la prohibición de vender la deuda) para facilitar y abaratar la colocación de volúmenes de deuda superiores y a menos coste de lo deseado por los inversores.
 - ¿Muy empleado? Con bastante frecuencia en épocas pasadas, mucho menos en el período reciente.
 - Valoración: Enmascara el problema y se lo traslada al sector privado, más que lo resuelve.
 - ¿Mecanismo utilizable hoy en día? Impensable en los países desarrollados, que gozan de financiación privilegiada entre otras cosas porque estas prácticas se descartan. Enorme riesgo en otros países, que se garantizarían una severa penalización en el acceso los mercados financieros a cambio de réditos efímeros.

¹⁸ Ya se sabe que “los de arriba no pagan porque no quieren, los de abajo porque no pueden y los de en medio porque no existen”.

- **Venta de activos públicos:** la aplicación de los fondos recibidos por la enajenación de activos supone un mecanismo directo de reducción de la deuda, aunque suele implicar una merma de los ingresos futuros que proporcionarían esos activos.
 - ¿Muy empleado? De manera usual, aunque no sistemática, y generalmente con carácter secundario.
 - Valoración: Útil cuando se buscan otros objetivos con la privatización (mejora de la eficiencia, aumento de la competencia, reducción de la corrupción y el amiguismo...). Mucho menos como mecanismo de corrección fiscal, en la medida en que adelanta ingresos, pero no los aumenta.
 - ¿Mecanismo utilizable hoy en día? Mínimo margen en países desarrollados. Apenas hay activos públicos atractivos para los inversores (como se descubrió en el caso griego durante la última crisis), y parte de ellos se consideran estratégicos. Mayor margen en el resto del mundo, aunque con demasiada frecuencia la privatización ha reportado menos al país del verdadero valor del activo. Es el problema de las ventas de emergencia.
- **Default:** el impago / reestructuración, total o parcial, voluntaria o forzada, de los compromisos adquiridos con los tenedores de la deuda resulta, claro está, la forma más contundente para reducir la misma... y la de mayores costes.
 - ¿Muy empleado? Aunque se supone que se trata de la última opción, cuando las demás no son factibles, los procesos de reestructuración han estado a la orden del día a lo largo del tiempo. Más frecuente que se trate de reestructuraciones parciales. Sobre la voluntariedad o no de los mismos, depende mucho de qué entienda el observador por “voluntario”.
 - Valoración: Debe ser efectivamente un último recurso, aunque en no pocos casos el agotamiento de otras opciones tiene no tanto carácter económico como político y social (hay un límite a lo que un país puede aceptar en términos de estabilidad sociopolítica por seguir pagando, aunque técnicamente pueda generar los recursos para ello). Cuando el impago es a acreedores externos supone, con alta probabilidad, la exclusión durante un tiempo de los mercados internacionales de capital (y el no acceso a un ahorro que puede ser vital), así como el encarecimiento de la financiación futura. Si el impago es a los propios ciudadanos e instituciones, podemos reiterar lo indicado para el exceso de inflación: se trata de un impuesto encubierto y sesgado.
 - ¿Mecanismo utilizable hoy en día? Seguirá siendo inevitable, en particular en el mundo emergente, donde existen varios procesos de reestructuración en marcha. Ello no lo hace más deseable.

Conclusiones. Una breve propuesta para el futuro

Los niveles de deuda pública, en el mundo en general y en Occidente en particular, excesivos antes de la pandemia del COVID-19, van a dispararse ostensiblemente como respuesta a la misma. La sostenibilidad de esa deuda pública, según hemos revisado, depende crucialmente del mantenimiento de tipos de interés en mínimos históricos, junto a las adquisiciones masivas de esa deuda por parte de los Bancos Centrales. Estas actuaciones de las autoridades monetarias tienen costes, no pequeños, que abordaremos en un futuro *Al microscopio*, aunque es difícil negar que, a día de hoy, la reversión del activismo de los Bancos Centrales provocaría el colapso de la economía global. Hemos reflexionado también sobre las alternativas que, revisando la Historia, han permitido reducir la deuda pública en el tiempo. ¿Cuáles deberían ser las líneas de actuación en estos momentos?

1.- Los bajísimos tipos de interés vigentes en los mercados internacionales de capital para deuda medianamente segura, incluso a plazos muy largos, deben aprovecharse para diseñar programas que financien la transformación del modelo de crecimiento actual, del “sistema” si se quiere apuntar a mayores. Recuperar el dinamismo de la actividad económica mientras se persiguen otros fines deseables, desde la sostenibilidad a la inclusión, debe ser el horizonte inmediato de todos los países desarrollados y los emergentes más avanzados, y estar en una mirada a plazo algo mayor para el resto, que tienen, en muchos casos, prioridades más inmediatas. Este es un objetivo que requiere inversiones por valor de billones de dólares. Pero el ahorro necesario está disponible. El *Next Generation UE* es un ejemplo, aunque tímido por su dimensión, de por dónde debe avanzarse. La colaboración público-privada será esencial en ese proceso. De poner en marcha con prontitud estas actuaciones, sería posible, además, sacar a los Bancos Centrales de la trampa en la que se han visto obligados a entrar, la de ser, en palabras de Mohammed

A. El-Erian, “the only game in town”, los sostenedores de todo el entramado económico. La progresiva, aunque se lenta, normalización de la política monetaria permitiría, a su vez, contener los riesgos y problemas que se derivan de la ultra expansión que se prolonga ya más de una década.

2.- Aunque sean términos denostados en determinados foros y por ciertos grupos políticos y colectivos, la racionalización del gasto público, eliminando duplicidades e ineficiencias, y las reformas estructurales pendientes, distintas en cada país, son elementos que contribuirán a un mayor crecimiento y a la reducción de los niveles de deuda pública.

3.- El cierre de los agujeros que permiten la elusión fiscal es imprescindible en esta agenda. Y esto implica:

a.- Gravar de manera efectiva (y coordinada) actividades con externalidades negativas para la sociedad (“impuestos verdes”).

b.- Evitar que las grandes empresas, mediante mecanismos complejos (y legales) que involucran a diferentes países, paguen tasas impositivas ínfimas, lo que no solo desnuda a los Gobiernos, sino que destroza una competencia relativamente equilibrada (aunque nunca lo será plenamente) con las pequeñas y medianas empresas, rompiendo un principio esencial del sistema capitalista.

c.- Reducir la economía sumergida. No se trata de un mecanismo de supervivencia, se trata de una estafa a la parte de la sociedad que cumple con sus compromisos fiscales. Si la economía no declarada (10% en los países más cumplidores, 20-30% en el sur de Europa, mucho más en buena parte del mundo no desarrollado) aflorase, los impuestos medios podrían reducirse para todos.

4.- Si realmente consideramos la actual crisis una situación excepcional y sobrevenida, en la que no se puede atribuir culpabilidad a los países, probablemente debería considerarse un mecanismo también excepcional de financiación. Como ya se apuntó en nuestro anterior *Informe Trimestral*, la opción de compartimentar el incremento de deuda derivado de la lucha contra la pandemia y emitir esa deuda con carácter perpetuo debería contemplarse. Al menos en Occidente, con tipos de interés en el entorno del 3%, se trataría de un producto atractivo, que conllevaría rentabilidad real para los inversores¹⁹, porque la inflación es muy improbable que se eleve hasta ese nivel en el futuro más allá de momentos esporádicos, pero a su vez, con el resto de programa apuntado, sería sencillo conseguir un crecimiento nominal que más que superase esa cifra. Sin devolución del principal, el impacto de la pandemia sobre las finanzas públicas terminaría siendo nulo.

¹⁹ Más allá de los juegos de compra-venta en los mercados secundarios, simplemente con mantenerla en cartera.

Anexo. Estableciendo la sostenibilidad de la deuda

- La deuda en un período es la suma de la deuda del período anterior y el déficit público en el año en cuestión:

$$B_t = D_t + B_{t-1},$$

donde B denota la deuda pública y D el déficit del ejercicio fiscal corriente.

- Si diferenciamos el pago de intereses de la deuda del resto de gastos públicos, tenemos:

$$B_t = DP_t + (1 + r_t) B_{t-1},$$

donde DP es el déficit primario (déficit global excluido el pago de intereses) y r es el tipo de interés (nominal) medio pagado por la deuda viva.

- Introduciendo el crecimiento económico y escribiéndolo todo en relación al PIB (empleamos las minúsculas para denotar que deuda y déficit se expresan ahora en esta forma), tras una simple transformación matemática tenemos

$$b_t - b_{t-1} = dp_t + (r_t - g_t) b_{t-1},$$

donde g es el crecimiento nominal del PIB²⁰.

- Suponiendo que la deuda está siendo pagada de la forma esperada en el año t-1, para mantener la ratio deuda/PIB estable, garantizando la sostenibilidad, debe cumplirse:

$$-dp_t = (r_t - g_t) b_{t-1}$$

- Conceptualmente, por tanto, la ratio deuda/PIB se mantendrá estable si la suma del déficit primario y la diferencia entre el coste de la deuda y el crecimiento (multiplicado por el nivel de deuda anterior) es igual a cero, la deuda se reducirá si esa suma es negativa y aumentará si esa suma es positiva. Por tanto, la deuda es sostenible si se cumplen las dos condiciones siguientes:
 - Existe superávit primario
 - La tasa de crecimiento nominal del PIB es superior al tipo de interés nominal medio pagado por la deuda.

En caso de cumplirse solo una de las condiciones, debería resolverse la expresión precedente. Si no se cumple ninguna de las dos, la deuda sigue una trayectoria creciente que puede llevar a su no sostenibilidad.

²⁰ Nótese que es importante que el tipo de interés y el PIB en esta expresión se incorporen en términos nominales, dado que la inflación a considerar no es la misma. La inflación a compensar cuando se establece el tipo de interés de la deuda es la *esperada*, mientras la inflación en el PIB nominal es la *efectiva*. Ello explica que, históricamente, se haya empleado la inflación, dejando que se acelerase, como mecanismo de reducción de la deuda real (mientras la inflación real se eleva, la esperada permanece igual hasta que hay que renovar la deuda / emitir nueva deuda). Ello supone una ganancia para el deudor (los Estados, en el caso de la deuda soberana) y una pérdida para los inversores.



Editado por:



Panelistas:

