

LABORATORIO *de* IDEAS

TOMÁS ONDARRA

SANIDAD

EMILIO ONTIVEROS

Terapias

Los daños económicos del coronavirus ya son explícitos. Aunque la incertidumbre sobre su alcance sigue siendo importante, la información disponible es suficiente para anticipar una significativa contracción del ritmo de crecimiento de la economía global en este año. Lo que empezó siendo fundamentalmente un choque de oferta derivado de las alteraciones en la producción de la economía china, ya está provocando caídas en la demanda y cuantiosas pérdidas de riqueza financiera. La extensión sectorial es cada día mayor. Frente a ello serán necesarias terapias que tomen en consideración esa complejidad del diagnóstico, la desigual capacidad defensiva de las economías expuestas y la necesaria coordinación internacional de las respuestas. El monocultivo monetario, ensayado nuevamente esta semana, además de su limitado recorrido, puede generar efectos secundarios perniciosos.

● **Distorsiones en la oferta y en la demanda.** La emergencia de la epidemia ha coincidido con la convalecencia de la economía mundial de los daños originados por la guerra comercial entre EE UU y China. Ha truncado la incipiente recuperación en el ritmo de crecimiento del volumen de comercio mundial, tras la tregua que supuso la suscripción del acuerdo entre EE UU y China. Recordemos que 2019 cerró con la primera contracción en el volumen de comercio internacional desde 2009. Las señales que tenemos en lo que va de 2020 son peores.

La cuarentena económica es el reflejo de la cuarentena sobre las personas. Las distorsiones en la oferta se manifiestan ya en distintos ámbitos, desde la producción hasta el transporte, y tienen en la interrupción y fragmentación de las cadenas de valor transfronterizas su principal exponente. En ellas se basa una parte significativa de la producción industrial global, que en 2019 apenas creció un 1%. Las consecuencias más adversas las sufren aquellas economías con una estructura sectorial más intensiva en manufacturas y más dependientes de las exportaciones. La propia China, Japón, Alemania e Italia

están entre ellas. Los indicadores oficiales de la primera anticipan una significativa contracción en el primer trimestre del año y en las otras tres aparecen registros estadísticamente cercanos a la recesión.

● **Amenazas financieras.** Las profundas y generalizadas purgas en los mercados de acciones de las dos últimas semanas anticipan que la incertidumbre que venía incubándose desde enero como consecuencia de la epidemia pasará una abultada factura a la economía global. No menos inquietante que esas correcciones en los mercados de acciones es el comportamiento de los mercados de bonos. Los indicadores económicos pueden ser contundentes, pero cuando se encuentran acompañados de movimientos en la estructura temporal de tipos de interés, no son pocos los analistas que se ajustan la graduación para atisbar con algo más de perspectiva las posibilidades de crecimiento económico. Un desplazamiento hacia abajo de esa curva o, peor, su inversión (el descenso más pronunciado en los tipos a los plazos más largos que los de corto plazo), inquieta no solo a los más supersticiosos y a los creyentes en el poder predictor de recesiones de esos desplazamientos en la curva.

Vuelve a ocurrir en estos días, de forma incluso más acusada que lo observado al final del pasado verano. Durante las últimas semanas hemos visto caídas en los tipos de interés a mínimos históricos en muchas referencias temporales para muchos países. El del bono del Tesoro estadounidense con vencimiento a 30 años ha caído a mínimos históricos y el español con vencimiento a 10 años lo hemos visto con una tasa de rentabilidad en el mercado se-

cundario del 0,17%. Para los prudentes inversores en bonos parece primar mucho más ese horizonte de crecimiento débil que el *stock* de deuda pública o la singularidad política del momento. Es mucho más vinculante la presunción de que los bancos centrales seguirán viéndose obligados a mantener un tono excepcionalmente laxo de sus políticas monetarias. La continuidad en la ausencia de tensiones inflacionistas avala esas anticipaciones y la consiguiente demanda de bonos.

● **Terapias monetarias.** La reacción de la Reserva Federal estadounidense, reduciendo en 50 puntos básicos su tipo de referencia sin esperar a la reunión de su comité de política monetaria, y sin procurar la mínima coordinación con sus colegas del G7, da cuenta de la cercanía con que le ha visto las orejas al lobo. La depreciación inducida en el tipo de cambio del dólar añade una poderosa razón para que el resto de los bancos centrales adopten decisiones similares. Las alternativas por las que discurrirán los desiguales márgenes de maniobra serán reducciones de tipos, inyecciones de liquidez o programas específicos de financiación para las empresas con menor capacidad defensiva frente a las perturbaciones en las cadenas de producción transfronteriza.

El resultado será la consolidación como central de ese escenario *lower for longer*, tipos de interés más bajos durante más tiempo, en las economías avanzadas. Su eficacia será, en el mejor de los casos, decreciente, al tiempo que seguirán aflorando efectos secundarios sobre la estabilidad financiera cada día más inquietantes. Desde luego, en aquellas economías como la china con empresas de dudosa calidad crediticia altamente endeudadas con un sistema bancario que no se encuentra en su mejor momento de solvencia. Las masivas inyecciones de liquidez, el apoyo a los bancos medianos o el sostenimiento más o menos forzado de los mercados de acciones por las compras de las compañías de seguros pueden acabar pasando factura en términos de mayor inestabilidad financiera. Pero también en EE UU o incluso en la eurozona, donde el crecimiento del endeudamiento no se concentra precisamente en las empresas con mayor capacidad de generación de márgenes para atender el servicio de la deuda.

Por eso es razonable que la política monetaria procure no tanto difíciles reducciones adicionales en el precio del dinero como actuaciones selectivas, concretamente dirigidas a ayudar a las pequeñas y medianas empresas más afectadas por esas distorsiones en la oferta. Es lo que el Banco de Japón, el Banco de Inglaterra y el propio BCE podrían estar considerando.

Pero más allá de esa decantación final de las políticas monetarias, lo que es realmente urgente en la eurozona es relevarlas como terapias exclusivas para evitar volver a los peores años de la crisis, con la muy significativa diferencia de tener a la economía alemana en la frontera de la recesión. Es razonable que su propio ministro de Finanzas proponga ahora la flexibilización de las restricciones de endeudamiento en algunos Ayuntamientos, con el fin no solo de atender el servicio de la deuda, sino de satisfacer necesidades de inversión básicas.

En una dirección igualmente cautelosa se mostraba el presidente del Eurogrupo insinuando una mayor tolerancia con los objetivos de estabilidad presupuestaria en la eurozona, una vez que la economía italiana tendrá difícil sortear la recesión sin incurrir en una significativa ampliación de su déficit público, tras la adopción de un plan de estímulo por 3.600 millones de euros.

Con todo, esa flexibilidad presupuestaria no será suficiente. Habrá de ser la inversión, no solo desde Alemania, sino de forma conjunta, paneuropea, la que pueda recomponer el potencial de crecimiento. Sus destinos deberían ser esas dos transiciones identificadas por la propia Comisión, la energética y la digital, que a su vez constituyen dos vectores de influencia sobre la calidad de la oferta y la productividad de las economías.

Los efectos más adversos los sufren las economías con una estructura sectorial más intensiva en manufacturas