

Bancos Centrales / Economía Global

EE. UU. y Europa: políticas económicas frente a la crisis

Invertia, El Español (España)

Miguel Jiménez

La crisis económica que está acompañando a la pandemia de la COVID-19 es muy diferente a todas las demás y está dificultando el análisis de previsiones económicas y la elaboración de un panorama de riesgos y opciones mínimamente coherente. No estamos hablando de la clásica recesión desencadenada por una reducción de la demanda ligada a excesos previos de gasto, a subidas repentinas de los tipos de interés para atajar la inflación o a problemas financieros en algunos sectores que se propagan rápidamente a otros, sino que se trata del cierre de persianas en gran parte de la economía durante algunas semanas, con una salida muy incierta en cuanto a ritmos, sectores y persistencia de las medidas de distanciamiento social.

Para hacer en la coyuntura actual previsiones a medio plazo -digamos, a dos años vista- nos enfrentamos, al menos, a tres niveles de incertidumbre a los que no estamos acostumbrados. Primero, el epidemiológico. No se sabe a ciencia cierta cuándo se dispondrá de una vacuna o tratamientos efectivos para la mayoría de la población, de tal manera que el comportamiento de los agentes económicos sea, si no similar, al menos parecido a lo que era antes de la crisis. Acudimos ávidamente a los expertos en epidemiología -los nuevos gurús de los medios de comunicación, un poco como los politólogos lo han sido durante la última década- para intentar diseñar un conjunto de supuestos razonables con los que elaborar las previsiones. En este sentido, parece haber cierto consenso en que la pandemia puede remitir en el corto plazo, pero que puede volver con mayor o menor fuerza a partir del otoño, aunque para entonces estaremos más preparados desde muchos puntos de vista (psicológico, organizativo, médico) para que el shock sobre la salud pública y la economía sea menor. También la prudencia invita a asumir que hasta dentro de doce o dieciocho meses no habrá una vacuna o un tratamiento eficaz suficientemente extendido como para recuperar la confianza -como señalaba hace poco el Premio Nobel de Economía Paul Romer, para normalizar la actividad económica lo más importante es recuperar la sensación de seguridad-. Este es el escenario de evolución de la epidemia que se está manejando para hacer la mayoría de las previsiones económicas, descartando en principio otros escenarios excesivamente optimistas (la vacuna o los tratamientos rápidos que todos deseamos) o más apocalípticos (las mutaciones hacia variedades del virus más virulentas con las que nos advierten algunos expertos).

Un segundo nivel de incertidumbre está relacionado con el comportamiento económico de consumidores y empresas tras el período de confinamiento. Para estimar cuánto puede caer la actividad en estos dos meses se han dejado de lado los modelos tradicionales, basados en series de datos históricas y en ecuaciones de demanda de inversión y consumo, y se ha puesto el foco en qué porcentaje de la actividad está bajo cierre y durante cuántas semanas. Un cálculo mucho más simple, pero también mucho más especulativo; de ahí los amplios rangos de las estimaciones. Ni los institutos nacionales que elaboran las estadísticas van a terminar de conocer con mucha precisión cuánto ha caído la actividad en este período. Y, una vez que se vuelva paulatinamente a una cierta normalidad, no está claro tampoco cómo las regulaciones que persistan por motivos de seguridad y los temores de las personas hacia toda actividad económica que implique un acercamiento social van a influir en el consumo de muchos sectores -todos los de ocio compartido, viajes y turismo, sobre todo-, ni sobre los planes de empleo e inversión de las empresas ante un futuro de demanda que, en sí mismo, es muy incierto. En la práctica, un supuesto razonable que se está haciendo de utilización de capacidad productiva en la segunda mitad del año es alcanzar entre un 90% o 95% de manera agregada, pero con amplia variación entre sectores.

La tercera fuente de incertidumbre tiene que ver con la eficacia de las políticas económicas que se han implementado para paliar los efectos de segunda ronda que un shock tan profundo, por muy temporal que sea, va tener sobre el empleo, la renta y la viabilidad de muchas empresas. La respuesta de los Gobiernos ha sido masiva y en general bien diseñada, pero dadas las particularidades de la situación -limitaciones físicas a la actividad- no sabemos si los efectos esperables en situaciones normales se van a replicar en este caso.

En general, y ciñéndonos a las economías avanzadas, las políticas económicas han reaccionado esta vez más rápidamente que en la crisis del año 2008 y subsiguientes, aunque probablemente menos coordinada. En cuanto a las medidas de aislamiento para frenar la pandemia, la reacción de los Gobiernos ha sido variable, pero en general más rápida y completa que la de las autoridades americanas. En cuanto a la política monetaria, tanto la Fed como el BCE han desplegado rápidamente instrumentos para proveer liquidez casi ilimitada a los mercados financieros y reducir así las tensiones financieras que se produjeron en un primer momento. La Fed lo ha hecho con una amplia gama de facilidades de liquidez para llegar a todos los rincones del mercado, y el BCE con la expansión y flexibilización de las subastas de liquidez para el sistema bancario, dado que en Europa es el principal canal de financiación para la economía real.

Ambos bancos centrales han ampliado también los programas de compras de bonos, tanto en cantidades como en variedad de activos. La Fed, además, ha bajado los tipos de interés de referencia hasta el 0%, lo que ha generado, incluso, un debate en la última semana sobre la posibilidad de que entre en territorio negativo. El BCE ya estaba ahí -no hay prácticamente margen para más bajadas-, aunque sí ha sido mucho más vocal en las acciones que puede tomar si la situación empeora que en la pasada crisis, en la que le costó años en ir acomodándose y tomó las decisiones de manera paulatina y con retraso respecto a la Fed. Esta mayor proactividad del BCE ahora es, de hecho, una herencia de la época del Mario Draghi posterior a 2012 -el "whatever it takes" supuso un giro radical en la política del banco central- que ha asumido completamente Christine Lagarde, y que se ha puesto de manifiesto en los últimos días en la defensa que ha hecho frente a la sentencia poco comprensible del Tribunal Constitucional alemán pidiendo cuentas al BCE sobre los programas de expansión cuantitativa.

En cuanto a la política fiscal, la reacción, tanto en EE. UU. como en Europa, ha sido también masiva, lo cual no es una sorpresa en el caso americano, pero sí en Europa, donde la falta de una unión fiscal hace que el margen efectivo de acción fiscal sea habitualmente más pequeño. La Comisión Europea dio rápidamente carta blanca a los países para incrementar sus déficits en lo que fuera necesario para hacer frente a la crisis y aplicar la cláusula de excepcionalidad para los criterios de déficit. Los países europeos, en función de su capacidad, han aprobado programas de apoyo al mantenimiento del empleo y para la supervivencia de las empresas. Además, han sido una novedad -y clave en la coyuntura actual- los programas de garantías para que los bancos puedan seguir financiando a un sector real sometido a muchas incertidumbres. Todo ello, junto a los estabilizadores automáticos, más elevados en Europa que en EE. UU. por la mayor extensión de las políticas de protección al empleo, hacen que el apoyo efectivo de la política fiscal -y por tanto también del déficit público- vaya a ser muy elevado, y similar a la pérdida de actividad.

Una incógnita sobre la política fiscal es hasta qué punto los multiplicadores habituales -es decir, la capacidad de los estímulos fiscales de reactivar la economía- van a ser tan altos como en otras ocasiones y van a ser capaces de sostener el crecimiento mientras se retoma la actividad hasta llegar a su ritmo habitual. Unos estímulos tan amplios, diseñados de manera necesariamente rápida, y con los agentes económicos faltos de confianza, pueden resultar menos eficaces que en situaciones de crisis más normales.

Y la otra gran pregunta sobre las políticas fiscales es hasta qué punto la respuesta coordinada a nivel europeo - centrada sobre todo en la utilización del MEDE y en el Fondo de Recuperación, en debate en este momento-, va a ser suficiente para hacer frente a los costes adicionales de la crisis en caso de agravamiento y consigan evitar una nueva fragmentación de la zona euro entre centro y periferia, que en esta ocasión no es achacable a excesos previos, sino que es completamente exógena. De la propuesta franco-alemana sobre el Fondo de Recuperación no conocemos aún muchos detalles, pero contiene claramente elementos muy positivos: no es un mero adelanto del presupuesto del 2021-27, sino que es un estímulo adicional; totalmente mutualizado, al estar incluido en el presupuesto europeo; y materializado en transferencias y no en préstamos a los países (si los países nórdicos no se terminan oponiendo). Las cantidades -500 mil millones de euros- no son enormes si se tiene en cuenta que hay que repartirlo entre todos los países de la Unión Europea probablemente en varios años (quizás algo más de un 1% del PIB anual durante 3 años), pero sin duda es un paso en la dirección correcta, y una señal política poderosa por parte de Francia y Alemania.

En definitiva, una vez que la tragedia humana que supone la COVID-19 se vaya mitigando y dé paso a la gravedad de la nueva situación económica, nos encontraremos con una realidad muy distinta a la que estamos acostumbrados, con unos efectos secundarios derivados del cierre temporal de actividad muy fuertes y desiguales entre sectores, una recuperación que no será completa, y un conjunto de políticas económicas que han reaccionado bien en las economías más desarrolladas pero que, por su magnitud y complejidad, no sabemos si van a funcionar adecuadamente, y que por tanto habrá que seguir calibrando. Más allá de que, por supuesto, todos estos estímulos ahora aprobados habrá que pagarlos en el futuro con políticas de reducción de deuda. Pero eso es el largo plazo

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio La Vela – 4ª y 5ª planta. 28050 Madrid (España).
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00 / Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com www.bbvaresearch.com

