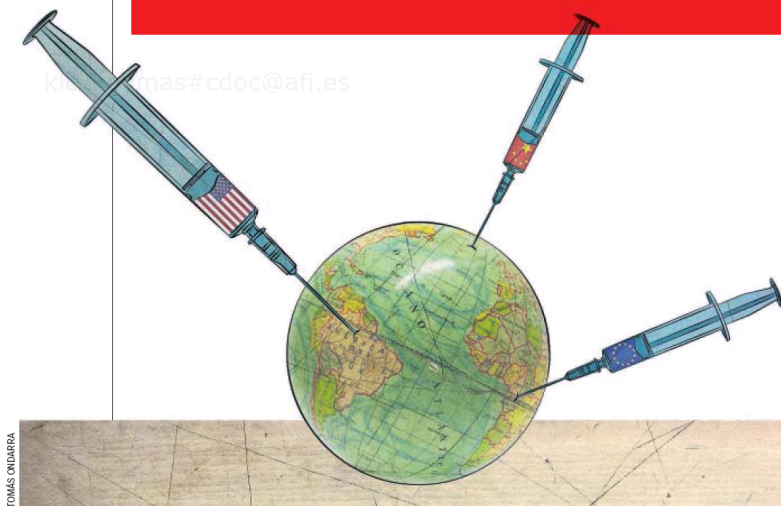


LABORATORIO *de* IDEAS



TOMAS ONDARBA

ECONOMÍA

EMILIO ONTIVEROS

Fundamentos y secuelas de la recuperación

La recuperación de la economía mundial está teniendo lugar de forma más explícita de lo que se anticipaba hace apenas unas semanas. La tracción fundamental la están ejerciendo las dos economías más importantes del mundo, EE UU y China. Aunque de forma más tibia, en Europa también emergen indicadores de confianza de empresas y familias que permiten anticipar una segunda mitad del año de inequívoca expansión. Suficiente como para que el conjunto de la UE crezca también a ritmos algo superiores a los anticipados por las instituciones internacionales y los analistas privados.

Los fundamentos de esa recuperación son claros. En primer lugar, la extensión de la vacunación y, en general, la gestión sanitaria contra la pandemia, facilitadoras del gradual levantamiento de las restricciones a la movilidad hasta ahora vigentes. En segundo, y no mucho menos importante, las respuestas de los agentes económicos a las políticas monetarias y presupuestarias expansivas en la práctica totalidad de las economías avanzadas. Desde luego en EE UU, donde la Administración de Biden en su acompañamiento a la Reserva Federal está concretando estímulos de una cuantía sin precedentes. Por último, un aspecto que no puede pasarse por alto es la capacidad adaptativa que están demostrando muchas empresas; la emergencia de nuevas habilidades or-

ganizativas, que trascienden a los sectores más beneficiados por la propia pandemia, como los cercanos a las tecnologías digitales.

Dejar constancia de la recuperación con ritmos aceptables de crecimiento económico no significa que la transición ahora abierta esté exenta de dificultades. La magnitud de las secuelas que la crisis ha dejado hará que no todo sea como antes. La más inmediata es la propia incertidumbre acerca del control de la extensión del virus, todavía propagado por importantes zonas del planeta. La suficiente disposición de vacunas, no solo en los países avanzados, y el fortalecimiento de los sistemas sanitarios, seguirán siendo importantes condicionantes de la completa normalización de la actividad económica en todo el mundo.

El asentamiento de la recuperación dependerá igualmente del ritmo de restauración de la capacidad productiva de las empresas más dañadas por la paralización. Como lo será de la mejora de las condiciones de vida de amplias franjas de la población, de la corrección del aumento de la desigualdad en el seno de los países y entre estos. Ha llovido sobre mojado. Son 95 millones de personas los que se han añadido por debajo del umbral de pobreza extrema en 2020, revirtiendo la tendencia de las dos últimas décadas de reducción de la pobreza global. En las economías avanzadas, los jóvenes, las mujeres y los trabajadores con bajas cualificaciones, especialmente concentrados en sectores intensivos en servicios y en la economía sumergida, han sufrido de forma especial. El resultado es una mayor desigualdad en la distribución de la renta y de la riqueza de difícil coexistencia con una completa normalización de la actividad económica.

La neutralización de esa deriva de aumento de los costes sociales, incluido el deterioro de la educación, y la recuperación de la inversión pública, seguirán pesando sobre las cuentas públicas y difiriendo la reducción de los déficits y deuda correspondientes. Las políticas presupuestarias podrán atenuar sus pretensiones expansivas a medio plazo, pero no podrán renunciar a restaurar las cuantiosas pérdidas de bienestar, ni a mantener en la exclusión a capas importantes de la población. La propia actividad económica requiere del fortalecimiento de los sistemas sanitarios y educativos dañados durante la crisis.

La mejora económica tiene cimientos, pero también amenazas. Hay que mantener la alerta ante posibles recaídas

Ello significa que se prolongará la coexistencia con niveles de endeudamiento público históricamente elevados en toda la OCDE. Esa es una de las amenazas sobre la estabilidad financiera global, condición necesaria para la continuidad de la recuperación económica. Siendo relevante, la deuda pública no será tan amenazante como la privada, y en concreto la de las empresas. Mientras los bancos centrales mantengan la guardia alta, las compras de bonos públicos seguirán siendo la garantía más importante de la estabilidad, al tiempo que los avances en la expansión económica aliviarán ese cociente sobre el PIB como principal señal de alarma. El propio FMI anticipa que el crecimiento económico previsto será la mejor solución frente a esa deuda, sin necesidad de recurrir a políticas de austeridad como en la pasada crisis. Mayor crecimiento y eficacia en la recaudación tributaria ayudarán a suavizar ese desequilibrio.

El apalancamiento de las empresas, sin embargo, solo puede digerirse con mayor demanda, en aquellos sectores que se vean precisamente beneficiados por los compases iniciales de la recuperación. Ese no es el caso precisamente de la mayoría de las empresas con mayor deuda, a la sazón con las peores calificaciones crediticias. No es la primera vez que en esta columna se advierte de esa secuela y los datos del pasado año revelan que las emisiones de bonos empresariales han vuelto a registrar un gran ascenso, no solo en aquellas empresas con márgenes aceptables, sino en mayor medida en aquellas otras con malas cuentas de resultados. Los riesgos de indigestión obligan a estar atentos. El último informe de estabilidad financiera de la Reserva Federal, difundido la semana pasada, advierte de la difícil captación de algunos riesgos financieros, en particular de los derivados del apalancamiento de los *hedge funds*. La visibilidad es incompleta y los reguladores han reconocido que no disponen de las herramientas para un completo control de esos riesgos. El reciente colapso del Archegos Capital es algo más que un aviso a navegantes.

No hace falta subrayar que esas vulnerabilidades se acentuarán si la aversión al riesgo aumenta desde los mínimos actuales. Hasta ahora los mercados financieros han anticipado, quizás en exceso, una intensa recuperación económica. Han celebrado las políticas económicas estimuladoras llevando los índices de riesgo a máximos. Desde luego los mercados de acciones, pero también se ha intensificado la inversión en los bonos privados de mayor riesgo, e incluso en algunos públicos de economías no avanzadas. Para no pocos analistas las valoraciones de algunos activos son excesivas, acentuando ese divorcio con la economía real. En ese contexto, un cambio en la fijación del precio del riesgo podría ocasionar un tropiezo importante en la senda de la recuperación, no solo en los sistemas financieros de origen, sino en el global.

Algunos mercados emergentes se añaden a esas fuentes de fragilidad, especialmente aquellos con menor capacidad defensiva para el control de la pandemia y con dificultades importantes para restaurar su oferta de bienes y servicios. Es el caso de aquellos más dependientes de las exportaciones de materias primas y de los ingresos por turismo. Elevaciones adicionales en los tipos de interés en EE UU y en otras economías avanzadas, o la apreciación de las divisas en que está denominada su deuda, podrían acelerar la ya observable huida de fondos desde algunas de esas economías menos avanzadas. Y aunque las expectativas de inflación a medio plazo no sean por ahora alarmantes, los repuntes en precios asociados al aumento inmediato del consumo podrían seguir empujando al alza los tipos de interés de mercado y corregir las cotizaciones bursátiles, como hemos visto esta misma semana.

Ante un cuadro de riesgos tal, hacen bien los bancos centrales y los Gobiernos de las principales economías avanzadas en mantener la alerta frente a recaídas en una recuperación que, efectivamente, hoy dispone de fundamentos, pero también de amenazas que es difícil pasar por alto.