

Cuatro escenarios para pagar la factura de la crisis

Jean Tirole, Premio Nobel de Economía 2014

Les Échos, 2 de Abril de 2020

Traducción: Enrique A. Bour

Desde el punto de vista económico, la crisis de Covid-19 difiere de la de 2008. En este último caso, los bancos mal regulados y excesivamente arriesgados estaban al borde de la quiebra. Este fracaso podía, por un efecto dominó, contaminar a otros bancos que eran acreedores de los primeros y hacerlos cerrar a su vez. La preocupación era que esos fracasos, o en menor medida la reducción de la actividad crediticia, afectaran a las empresas, en particular a las PYMES, que se verían asfixiadas por el agotamiento de la financiación bancaria, lo que daría lugar a una reducción de actividad y, en última instancia, a desempleo.

La situación hoy en día es diferente. Son los negocios los que necesitan ser salvados. Estos últimos están reduciendo su actividad, ya sea porque los servicios que producen crean grandes riesgos de contaminación para los clientes (restaurantes, espectáculos, etc.) o porque sus condiciones de producción requieren la proximidad de los trabajadores (fábricas). Con un efecto de retroceso y bancos debilitados por las moratorias en los pagos de deudas que se les deben y, más en general, por las pérdidas en sus activos. Esto explica por qué el plan de rescate involucra tanto a las empresas como al sistema financiero.

Estimación del costo económico de la crisis

Es difícil predecir el costo directo. Mis colegas de la Escuela de Economía de Toulouse, Christian Gollier y Stéphane Straub, proponen una estimación de "cucharón" basada en la hipótesis de un confinamiento de dos meses y la reducción a la mitad de la actividad económica, lo que equivale a una pérdida económica de un mes o al 8% del PIB anual. Dado que se tardará de 12 a 18 meses en desarrollar una vacuna, es difícil imaginar el costo de una contención alternativa como la prevista en el influyente estudio del Imperial College. Entre otras cosas, este estudio considera el confinamiento intermitente durante dos de cada tres meses, relajando temporalmente las medidas antes de reintroducirlas cuando el número de contaminaciones comienza a aumentar de nuevo.

Además de estos costos directos, hay también costos indirectos, que son aún más difíciles de cuantificar, pero que sin duda son significativos. Los negocios después de una crisis no vuelven a empezar de la noche a la mañana.

Un escenario oscuro

Si la crisis sanitaria continuara, los mercados financieros podrían perder confianza en el valor de los bonos del Estado, lo que aumentaría el riesgo de crisis soberanas.

Para entender por qué, empecemos con las colosales sumas que el estado tendrá que gastar para salvar la economía. El Estado y el Banco Central desempeñan hoy, con razón, su papel de asegurador de última instancia al acudir en ayuda de los más frágiles. Saludemos de pasada la solidaridad mostrada por los gobernadores del BCE al liberar rápidamente grandes sumas de dinero para asegurar la estabilidad financiera.

Estas medidas de apoyo presupuestario y monetario ayudan a los trabajadores económicamente frágiles (contratos de duración determinada, empleados al final de su período de prueba, desempleados que pierden su derecho al seguro de desempleo) que, haciendo todos los esfuerzos posibles, no encontrarán un empleo; a los trabajadores autónomos confinados o sin clientes que pierden su fuente de ingresos; a las PYMES y otras empresas financieramente frágiles; a los bancos y las aseguradoras, que también se han visto muy afectados por la crisis; y, por último, en la zona del euro, a los Estados cuya solvencia puede ponerse en duda.

La deuda del Estado se incrementará, como es normal en tiempos de crisis o guerra. Si la crisis sanitaria persiste, algunos estados sobreendeudados pueden tener grandes dificultades para conseguir nuevos préstamos o incluso simplemente para renovar los que han expirado; entonces no podrían financiar nuevos gastos sanitarios, pagar a sus funcionarios y proveedores o cumplir sus promesas a particulares, empresas, bancos y compañías de seguros para evitar la quiebra y el desempleo.

Este problema adquiere una dimensión particular en Europa. Francia no ha equilibrado un presupuesto desde hace cuarenta años y ha visto cómo sus deudas, tanto oficiales como no registradas (las "fuera de balance": diversas garantías, déficits en los regímenes sociales, pensiones, etc.), aumentan lenta pero inexorablemente. Y no es el peor alumno. Bélgica, España, Grecia, Italia y Portugal también superan el 100% del PIB en términos de deuda pública, en algunos casos mucho más que Francia.

Como explico en *Economía del Bien Común*, no hay un número mágico para la cantidad máxima de deuda que un país pueda sostener. Si bien la sostenibilidad financiera de un país depende de factores específicos y bien



Jean Tirole (n. 1953). Premio Nobel de Economía
https://elpais.com/economia/2014/10/13/actualidad/1413197112_438857.html

identificados (por ejemplo, el alto crecimiento y bajas tasas de interés, la capacidad de aumentar los impuestos si es necesario, una gran fracción de la deuda contraída a nivel nacional), los ataques especulativos son también un fenómeno que se cumple por sí solo y, por lo tanto, son difíciles de predecir. Cuando un país entra en una zona en la que su viabilidad financiera está en duda, los inversores extranjeros retiran su dinero si creen que el país entrará en mora y reestructurará su deuda, lo que ocurre si otros participantes del mercado financiero hacen lo mismo! La deuda elevada no es prohibitiva siempre que los mercados mantengan su confianza en los estados, pero se vuelve crítica en caso contrario. Irónicamente, la fuerte creencia en la inocuidad de la deuda, reflejada dramáticamente en los diversos programas populistas de las elecciones presidenciales de 2017 y de manera apagada en la visión de nuestro establecimiento durante décadas, podría poner el destino del país en manos de los mercados financieros internacionales, ide los que desconfían considerablemente!

Para evitar tal situación, es necesario que la ayuda a nivel micro sea generosa sólo para las personas y empresas que más la necesitan. Por ejemplo, enviar un cheque para todos no tendría mucho sentido; no hay necesidad de ayudar a los que no están en dificultades o a las empresas que han sufrido poco por la crisis sanitaria. A nivel macroeconómico, llevará mucho tiempo reactivar la actividad gastando fuera de las normas presupuestarias habituales. Razón de más para resistir la tentación de que se abra el bar.

Además, en consulta con las autoridades sanitarias, será necesario asegurar que, respetando la protección de la salud de las personas, no continúe la interrupción de la actividad. Un período de confinamiento de varios meses, como se prevé en las hipótesis del informe del Imperial College, sería sumamente costoso; además, existe el riesgo de incumplimiento o incluso de desobediencia civil en gran escala por parte de los ciudadanos, que se sienten frustrados por la falta de interacción social directa y el profundo aburrimiento, si no las dificultades financieras. También tendría consecuencias invisibles a corto plazo, pero muy costosas a largo plazo, como el atraso educativo durante este período.

No hay razón para que las personas que han desarrollado una defensa inmunológica en Covid-19 no reciban un pase y vuelvan a su actividad lo antes posible. Pero requiere la realización de tests. De hecho, una doble prueba, como recomendó un equipo de la Universidad Libre de Bruselas: una para determinar la inmunidad del individuo (prueba serológica) y la otra para comprobar que ya no es portador del virus (prueba RT-PCR). La aplicación gradual de estos dos tests permitiría mantener la actividad económica y, al mismo tiempo, reducir al mínimo el riesgo de un resurgimiento de la epidemia cuando se levanten las medidas de confinamiento.

Se han hecho otras propuestas en la misma línea. Los pases concedidos a personas inmunizadas y no portadoras podrían complementarse con pruebas semanales, sensores térmicos, rastreo de teléfonos por GPS (bajo estricto control para proteger la privacidad de las personas), y cualquier otro método para proteger a los que aún no

están inmunizados de la epidemia. Medidas sencillas como la detección sistemática seguida del rastreo y la cuarentena de contactos y compañeros de trabajo del individuo infectado parecen haber dado fruto en Alemania.

¿Quién va a pagar?

En última instancia, alguien pagará por esta pérdida de negocio. Hay muchas hipótesis, y el que pueda predecir cuáles prevalecerán es muy astuto.

Primera hipótesis: repudio de la deuda pública existente (llamado en términos modestos "reestructuración"). Es una solución muy arriesgada, ya que afectaría a la confianza en el Estado. Como el Estado ya no podría pedir prestado, se vería obligado a equilibrar su presupuesto inmediatamente, lo que sería especialmente delicado en un momento en que sería necesario seguir pagando gastos corrientes, reactivar la economía, invertir en hospitales e investigación médica, recompensar al personal sanitario por su trabajo durante la crisis sanitaria, aplicar reformas estructurales, etc.

Supuesto dos: Impuestos. Los Estados desinflan la deuda pública reduciendo el gasto o aumentando los impuestos. Los Estados imponen impuestos excepcionales a los más ricos, por ejemplo sobre la riqueza, y, para satisfacer las elevadas necesidades financieras públicas, a las clases medias.

Una forma disfrazada del impuesto es la creación de una suscripción obligatoria por parte de los bancos a nuevas emisiones de letras del Tesoro a tipos de interés que no reflejan la inflación resultante. La inflación es, en efecto, un fenómeno clásico de la posguerra. La deuda pública acumulada se reabsorbe obligando a los bancos a comprar esta deuda a un precio sobrevalorado (esto es lo que los economistas llaman "represión financiera"): los nuevos bonos del Estado son baratos para el gobierno. Así es como los Estados Unidos y Gran Bretaña redujeron su deuda pública al final de la Gran Depresión y la Segunda Guerra Mundial.

Dicho esto, la suscripción obligatoria sería particularmente delicada en la zona euro. Se requeriría un acuerdo entre los países sobre el grado de represión financiera permitido en cada país. Además, perpetuaría e incluso agravaría una forma de asunción de riesgos ya aceptada por las autoridades prudenciales desde la crisis de la zona del euro, en un contexto en el que los bancos están debilitados por la crisis sanitaria.

Este último punto es algo técnico. Hoy en día, por ejemplo, los bancos italianos tienen una gran cantidad de deuda del gobierno italiano. Aunque el valor de la deuda pública italiana podría disminuir como resultado de una posible reestructuración de esta deuda, los reguladores bancarios no les exigen que tengan un capital propio que les permita soportar una pérdida de valor de esta deuda. Esta falta de capital, que se aplica a la deuda de los países de la OCDE en general, es particularmente arriesgada en el caso de la deuda del gobierno italiano, ya que las dificultades del país se ex-

tienden a los bancos y, viceversa, el rescate de los bancos insolventes agrava los problemas de finanzas públicas (los economistas llaman a este fenómeno el "bucle de la muerte"). Una suscripción obligatoria aumentaría la cantidad de deuda italiana en manos de los bancos italianos y la sobrevaloraría en sus balances, dejando de lado las pérdidas futuras debidas a la inflación y la posibilidad de reestructuración.

Tercera hipótesis: monetización de la deuda. El Banco Central recompra la deuda pública (o la deuda de los bancos que el Estado apoyaría en cualquier caso en caso de dificultad). En principio, esta deuda debe ser comprada en el mercado secundario y pagada a plazo. Sin embargo, estas dos limitaciones son más formales que reales: la nueva deuda italiana puede ser comprada en el mercado primario por un banco italiano, que luego la vende al BCE (la frontera entre el mercado primario y el secundario, entre las compras y las recompras, es porosa). Y no hay un plazo formal para el reembolso por parte de los gobiernos; una recompra supuestamente temporal puede convertirse de facto en permanente.

Se presume que las recompras de deuda por parte del Banco Central son inflacionarias. Pero hay un debate sobre si la inflación se reanudará. Prácticamente no hubo inflación como resultado de la "flexibilización cuantitativa" de los bancos centrales en respuesta a la crisis de las hipotecas de alto riesgo. Los bancos centrales procedieron a recomprar masivamente la deuda pública y bancaria después de 2008. Este considerable aumento de la liquidez debería haber incrementado la demanda, haciendo subir los precios. Sin embargo, esto fue pasar por alto las expectativas deflacionarias y el atesoramiento por parte de los hogares, las empresas y las instituciones financieras (los bancos en particular acumulando reservas con el Banco Central). ¿Podría reiniciarse la inflación mañana después de una fuerte creación de dinero por parte del banco central? Nadie lo sabe. Si esto ocurriera, los "pagadores" serían los titulares de fondos y cuentas corrientes en euros, que, con excepción de algunos préstamos indexados por inflación, están expresados en valor nominal.

La monetización de la deuda podría ser una opción interesante, pero con dos condiciones. La primera es prestar atención a los más pobres, cuyos únicos ahorros están en una cuenta bancaria. La segunda, y "el elefante en el bazar" en el caso de la zona euro, es mantener la disciplina presupuestaria dentro de la zona euro, en una situación en la que cualquier gobierno podrá gastar libremente compartiendo las consecuencias con los otros 18 países de la zona. Para ello será necesario reinventar el Pacto de Estabilidad, de manera que permita los altos niveles de gasto necesarios para reiniciar la actividad, manteniendo al mismo tiempo esta solidaridad. En el pasado, la monetización de la deuda pública no implicaba a varios países, una moneda única, un banco central común y niveles muy diferentes de tolerancia a la deuda y la inflación en los distintos países.

Cuarta hipótesis: solidaridad entre países, es decir, la aceptación por parte de países cuyas finanzas públicas se han mantenido sólidas para actuar como garantes de otros países más frágiles. Esta solidaridad puede ser difícil de llevar a cabo en un

momento en que todos los países están fuertemente afectados por el coronavirus. Pero hay antecedentes, como el Plan Marshall después de la Segunda Guerra Mundial (con objetivos geopolíticos, como podría tener China hoy en día) y la solidaridad europea en la crisis del euro durante la última década ante los ataques especulativos que pusieron en dificultades al sur de Europa. El argumento a favor de la solidaridad europea es aún más fuerte que en el pasado. Por ejemplo, Italia no es responsable de la pandemia. Sin embargo, precisamente en el momento en que Europa debe defender una solidaridad total, la misma Europa puede ser reacia a hacerlo, porque Italia se ha enfrentado a la crisis sanitaria con una deuda excesiva.

En la zona del euro existen varios mecanismos de mutualización. Ya he mencionado los mecanismos para que el BCE recompre la deuda bancaria y soberana. El Mecanismo Europeo de Estabilidad permite recaudar hasta 700.000 millones de euros en los mercados financieros, gracias a una garantía de la Unión Europea, pero es difícil de aplicar porque requiere la unanimidad de los 19 ministros de finanzas de la zona del euro. Además, sólo puede ayudar a los estados y bancos en dificultades bajo ciertas condiciones.

Un tercer mecanismo, la mancomunación de la deuda, está sobre la mesa: muchas voces -así como nueve países del sur de Europa, entre ellos Francia- han propuesto una emisión conjunta de "coronabonos", retomando la idea de los "eurobonos" que habían gozado de cierta popularidad tras la crisis de 2008, pero que no habían visto la luz.

La mutualización de las deudas sería beneficiosa para el sur de Europa, pero como en el pasado, me parece poco probable. Tal como expresé en mi investigación, la solidaridad es más fácil de organizar cuando los países tienen una solidez financiera similar, es decir, cuando cada país puede ser a la vez beneficiario y perdedor de la solidaridad. De la misma manera que usted no firmará un contrato de seguro que se garantice si sabe que me estoy ahogando en deudas, no es atractivo comprometerse a compartir el riesgo de pedir prestado con países que ya están sobreendeudados. La asimetría de los puntos de partida siempre permite alguna forma de solidaridad impulsada por la empatía o los intereses bien entendidos (consecuencias geopolíticas o pérdidas económicas debidas a un incumplimiento del otro país), pero esta solidaridad, que se observó en la crisis griega, es necesariamente limitada.

Por lo tanto, el apoyo del BCE me parece más probable que el apoyo presupuestario: es más rápido de poner en marcha, no requiere unanimidad y, sobre todo, es menos transparente para la opinión pública de los países del norte de Europa, que están menos endeudados (Alemania ha reducido su deuda a menos del 60%) y están preocupados por tener que financiar el sur de Europa.

https://www.ieif.fr/revue_de_presse/jean-tirole-quatre-scenarios-pour-payer-la-facture-de-la-crise