

PRIMER PLANO

Viene de la página 3

una banda entre 2,25% y el 2,5%. El organismo que preside Jerome Powell —que en paralelo lleva más de un año amortizando la deuda que tenía en su balance— baraja para el próximo año subir los tipos en dos ocasiones más. Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) ha puesto fin al programa de estímulos —más de 2,6 billones de euros—, aunque no se espera que encarezca el precio del dinero, como muy pronto, hasta el último trimestre de 2019. “Es probable que el BCE haya dejado para demasiado tarde la normalización de los tipos de interés y que con el tiempo considere que ha perdido una gran oportunidad al no haberlo hecho en 2018. La región podría verse atrapada en un entorno de tipos bajos y escasa munición monetaria para hacer frente a la próxima recesión”, advierte Keith Wade, economista jefe de Schroders.

Los grandes bancos centrales han diseñado una hoja de ruta que contempla una retirada

Por primera vez en muchos años el balance agregado de los bancos centrales se contraerá

Si hay una fecha marcada en rojo esa es el 29 de marzo, fin del plazo para el Brexit

La estabilidad del dólar es clave si se quieren evitar grandes desequilibrios

da muy gradual de la liquidez para no causar un cortocircuito en una economía que se ha acostumbrado a la barra libre del dinero barato. De momento ese plan se está pudiendo cumplir gracias a que el largo ciclo de crecimiento se ha desarrollado sin despertar grandes tensiones inflacionistas. Los pronósticos para 2019 apuntan a un ligero repunte de los precios en las principales economías, impulsados por revisiones al alza de los salarios, aunque no mucho más allá del 2%, umbral que hace saltar las alarmas en los bancos centrales (y acelerar las subidas en los tipos de interés). La caída de los precios energéticos —la cotización del barril de *brent*, crudo de referencia en Europa, se ha abaratado casi un 40%— también contribuye a relajar las presiones sobre el IPC.

“Es cierto que la subida de los salarios empieza a acelerarse debido a la caída del desempleo en las principales economías”, reconocen los expertos de Pimco, el

mayor inversor en deuda pública del mundo. “Sin embargo, el aumento de la productividad puede moderar las presiones sobre los costes laborales. Además, el incremento de la competencia y la transparencia en el mercado de bienes debido al efecto *Amazon* probablemente mantengan controlados los precios”, añaden desde Pimco.

2018 ha sido el año del dólar. El billete verde se ha apreciado un 5,7% frente al euro desde euro. Los giros bruscos en la divisa estadounidense suelen desestabilizar la economía mundial y los mercados financieros. La solidez del dólar, como se vio en el primer semestre de este año, puede ejercer fuertes presiones sobre aquellas economías, sobre todo emergentes, que necesitan financiación en dólares a tipos bajos. Por su parte, una debilidad pronunciada de esta moneda ejerce presión sobre aquellos países más exportadores como Alemania y Japón, y agita el espectro de la inflación, pues los precios de las materias primas suelen subir durante esta etapa. La situación óptima para la economía mundial, por tanto, consiste con épocas de estabilidad para el dólar, justo lo que pronostican la mayor parte de los expertos para 2019 gracias sobre todo a la divergencia en las políticas monetarias. “Habida cuenta de que la Fed ya ha avanzado con las medidas de endurecimiento, y el BCE y el Banco de Japón habrán de equipararse gradualmente, es muy posible que el dólar se mantenga estable”, apuntan en Credit Suisse.

Un pesada carga

Uno de los efectos secundarios de los *chutes* de liquidez aplicados para dejar atrás la Gran Recesión es el considerable aumento de los niveles de endeudamiento, tanto en el sistema público como en el ámbito privado. “Gobiernos y empresas son ahora más vulnerables a un endurecimiento de las condiciones financieras”, reconoció la directora gerente del FMI, Christine Lagarde, hace tan solo unos meses. La deuda total acumulada en el mundo es un 60% superior a la que había en 2007, justo antes del estallido de la crisis financiera, y equivale a 182 billones de dólares.

En cualquier caso, como recuerdan los expertos de Bankinter, las recesiones vienen precedidas o provocadas cuando, además de un nivel de deuda desproporcionado respecto al tamaño de una economía, también se dan simultáneamente otros factores como un alto coste de financiación, que encarece sobremanera el pago de los préstamos, así como la existencia de fuertes desequilibrios económicos en forma de un déficit fiscal o por cuenta corriente excesivo. “La coincidencia de estas tres señales hoy no se produce, por lo que no creemos que pueda defenderse la proximidad de una recesión desde un punto de vista objetivamente razonado”, concluyen.



Janet Henry “El crecimiento mundial ha tocado techo”

Economista jefe global del HSBC. Las tensiones arancelarias y las subidas de tipos de interés son, en su opinión, los dos grandes riesgos económicos de 2019

POR D. FERNÁNDEZ

Janet Henry (Bristol, Reino Unido, 1969) pilota el área de previsiones económicas de uno de los mayores bancos del mundo: el HSBC. Desde su atalaya privilegiada vislumbra un frenazo en la economía mundial, pero no ve riesgo de recesión por el momento.

Pregunta. El consenso de mercado afirma que la economía mundial crecerá menos el próximo año. ¿Está de acuerdo?

Respuesta. Sí. El crecimiento mundial ha tocado techo. Esto sirve también para EE UU que en 2019 todavía crecerá por encima de su potencial, ayuda-

do por los recortes de impuestos. En Europa los datos del tercer trimestre fueron peores de lo esperado, lastrados por la situación en Alemania, aunque se espera una recuperación en el cuarto trimestre. Un caso similar lo detectamos en China: el año comenzó muy fuerte pero ahora vemos una evolución más lenta, aunque las autoridades chinas han reaccionado para que la situación no se les vaya de las manos, sobre todo con un mayor gasto en infraestructuras. Creemos que estos estímulos seguirán en 2019, facilitando el acceso al crédito selectivo y el recorte de las tasas.

P. ¿También detecta este cansancio económico en las



Janet Henry posa antes de la entrevista en Madrid. JAIME VILLANUEVA

economías emergentes? ¿Qué presión tiene para Latinoamérica?

R. En Latinoamérica hay una serie de factores específicos que afectan según sea el país que analicemos. Argentina, por ejemplo, está en recesión, aunque esperamos que revierta la situación en la segunda mitad de 2019. En Brasil la evolución dependerá en gran medida de si el nuevo gobierno de Jair Bolsonaro logra implementar las reformas estructurales necesarias. Si consigue realizar cambios es posible que el sentimiento de los inversores internacionales mejore. Numerosos países de esta región, al igual que las economías emergentes, se han visto afectados por las subidas de tipos en EE UU. En la medida que ya han sufrido buena parte del ajuste este año, se podría experimentar una aceleración de estas economías en el transcurso de 2019.

P. Usted, como la mayoría de economistas, solo hablan de que habrá un ritmo menor de crecimiento, pero ¿cómo de lejos ve la próxima recesión?

R. Es verdad que estamos en una fase avanzada de un largo ciclo económico. En EE UU, concretamente, es el segundo de mayor duración desde la Segunda Guerra Mundial. No sería inusual que a una expansión de una década al final de un ciclo

de ajuste de la Fed [Reserva Federal] le siga una recesión. En este momento, nuestras proyecciones, que se extienden hasta 2020, no incluyen una recesión, ya que esperamos que la Fed se ajuste con cautela y mantenga los tipos en espera en la segunda mitad de 2019. Es poco probable que la Fed se sorprenda por la inflación porque, aunque los salarios aumentan gradualmente, el impacto se ve contrarrestado por una mayor productividad y parte de este impacto se hará notar en los márgenes de beneficios. No obstante, estamos pronosticando una desaceleración más marcada en 2020 a medida que el estímulo fiscal se desvanezca.

P. Si tuviera que quedarse con los tres grandes riesgos que se ciernen sobre la economía mundial, ¿cuáles elegiría?

“En EE UU el frenazo será más marcado en 2020 con el fin de los estímulos fiscales”

“Hay mayores limitaciones para responder cuando llegue la próxima crisis”

R. El principal riesgo diría que son las tensiones comerciales. En las últimas décadas hemos visto cómo el desarrollo de cadenas de producción globales ha mejorado el nivel de vida de la gente y ha traído mayores niveles de eficiencia. Fuera de EE UU, otro punto de tensión son las subidas de los tipos de interés, sobre todo en aquellas economías con un déficit elevado, en los países con mucha deuda denominada en dólares o aquellos que dependen mucho de los flujos de capital exterior.

P. Como ha recordado varias veces el banco central de EE UU está en plena fase de retirada de estímulos y el BCE comenzará a imitarle. ¿Cree que es posible drenar toda la liquidez que hay en el sistema sin que la economía mundial descarrile?

R. Esperamos tres subidas de tipos más de la Fed en 2019. Además, en los próximos meses deberá tomar una decisión sobre si sigue o no reduciendo el tamaño de su balance. Esta política ya está teniendo impacto en el sentimiento de los inversores, aunque la Fed podría tomarse un respiro. En cuanto al BCE, es verdad que ha anunciado su intención de normalizar su política monetaria, pero todavía no está claro cómo de lejos llegará con este plan. De momento, los mercados financieros no esperan subidas en los tipos de la zona euro hasta 2020

P. ¿Cree que tanto los bancos centrales como los gobiernos se han quedado sin herramientas monetarias y fiscales para combatir la próxima crisis?

R. Es verdad que ahora tanto los bancos centrales como los políticos están más limitados a la hora de responder con medidas convencionales cuando llegue la próxima crisis. Durante las contracciones económicas, la Fed ha bajado de media los tipos en EE UU en 500 puntos básicos. Nuestra previsión es que el precio del dinero llegue al 2,75%-3%, por lo que no podrán bajar tanto los tipos en la próxima desaceleración pero, por lo menos, la Fed será capaz de recortar más que el BCE o que el Banco de Japón. Por ello, creo que asistiremos a más experimentos con los tipos en negativo y mayor colaboración entre bancos centrales y gobiernos porque la opción más evidente será una política fiscal más flexible.

P. ¿En qué consistirían esos experimentos?

P. El llamado helicóptero del dinero será sin duda considerado de nuevo. De todas formas, siempre hay nuevas medidas que se pueden poner en práctica. Ahora todo el mundo habla con naturalidad del *Quantitative Easing* [expansión cuantitativa de la base monetaria], pero en 2010, cuando empezó a estudiarse como nueva fórmula contra la crisis, era un territorio por explorar para los bancos centrales de todo el mundo. Otra cuestión distinta es si la próxima gama de instrumentos de política con los que se experimentará será efectiva.

EDITORIAL

Desaceleración por precariedad

Casi todas las proyecciones económicas para 2019 coinciden en que se aproxima una desaceleración. Las previsiones son equívocas (no podía ser de otra forma) en tanto en cuanto las más optimistas sugieren una tasa de crecimiento similar a la de 2018, en torno al 3,7%, mientras que otras suponen que el crecimiento global caerá entre ocho décimas y un punto. En cualquier caso habrá que aplicar la llamada regla de Galton, según la cual aunque todas y cada una de las predicciones individuales falle, la media suele acertar. Pero el equívoco no es solo cuantitativo; también es temporal. De hecho, la desaceleración ya está aquí, está sucediendo, porque la pérdida de impulso no se ajusta estrictamente a marcos temporales precisos y concretos. La curva de ralentización podría haber empezado en algún momento de 2018 por causas que quizá afloraron en 2017. Pero el año que viene la desaceleración se dejará sentir, según las proyecciones, con más intensidad. Sobre todo en Europa, donde las estimaciones no llegan al 2%.

Ante una fase de ralentización del crecimiento, que quizá preludie una recesión, es poco provechoso competir con causas diferentes e incluso contradictorias. El entramado de producción, inversión, consumo y ahorro permite imputar a uno o a varios de estos factores la caída. Pero tales imputaciones son casi siempre puro impresionismo; puede detectarse, sí, que disminuyen la inversión y la demanda de consumo, pero las causas no pueden precisarse con facilidad. Pongamos el caso de Estados Unidos, motor del crecimiento mundial. Su tasa de crecimiento se sostiene sobre el modelo de política económica de Donald Trump, cuyo principio básico es acelerar el crecimiento con una masa de inversiones procíclicas; la política económica actual tiene que quebrar a la fuerza porque genera, en su propia desmesura, correcciones (por ejemplo, de orden monetario) que tienden a frenarla. Si se ralentiza su crecimiento, explotará por la vía de los precios o del déficit.

Al final, la descripción más acertada de las causas de la desaceleración es de Keynes: “A medida que avanza el auge, de repente surgen dudas en relación con la confianza que puede tenerse en el rendimiento [rentabilidad] probable, debido a la disminución del rendimiento corriente a medida que las existencias de bienes durables de reciente producción aumentan de forma sostenida. Al mismo tiempo, suben los costes corrientes de los nuevos bienes de capital”. Pero en esta desaceleración pesa además un factor que nunca había sido tan grave: la caída general de las rentas salariales acompañada, en algunas áreas, por una precarización laboral tóxica para el consumo e, indirectamente, para la inversión. En términos sencillos, salarios deprimidos y contratación precaria no pueden sostener el crecimiento mucho tiempo.

Sobre estas causas, previas a la crisis pero convertidas en estructurales durante ella, operan otros factores de zozobra que infunden miedo y reticencias en los mercados. La retahíla empieza con el Brexit, continúa con la guerra comercial más insensata de la historia, provocada conscientemente como una estrategia de amedrentamiento selectivo, sigue con las baladronadas de Italia, vuelta al redil pero después de dejar constancia de que no es descartable una fura grave en el euro, persiste con la fatiga del modelo chino de crecimiento y se remata con la vuelta prevista a la normalidad monetaria (tipos de interés paulatinamente más elevados) en Europa. Así pues, hay razones para temer una desaceleración global; pero el origen está en el agotamiento del modelo basado en la depresión salarial y los contratos temporales.