



Las Perspectivas Económicas Mundiales

Tenemos el agrado de publicar una interesante opinión más bien optimista sobre las perspectivas de la economía mundial post crisis financiera o como se ha llamado también post “gran recesión”. El autor es el destacado economista argentino Mario Teijeiro, Presidente del Centro de Estudios Públicos de Argentina. El texto dice lo siguiente:

“Las perspectivas económicas mundiales concitan hoy opiniones polares. Hay quienes creen que como consecuencia de una política monetaria muy expansiva de la Reserva Federal, la inflación aumentará rápidamente y más adelante, una nueva recesión sería la consecuencia inevitable del ajuste monetario necesario para revertir ese proceso inflacionario. Por el contrario, otros piensan que China, India y los PIGS en proceso de ajuste, generan un exceso de oferta que ejercerá una presión deflacionaria y un crecimiento mundial lento, sino negativo. Mi impresión es que vamos a un escenario intermedio y positivo, con inflación baja y crecimiento mundial relativamente alto aunque dispar. Pero veamos de qué depende esta prognosis.

Vamos a un escenario intermedio y positivo, con inflación baja y crecimiento mundial relativamente alto aunque dispar.

La Tesis Deflacionaria

En un artículo reciente en el Financial Times, Martin Wolf sostiene la tesis deflacionaria. Su argumento es que Alemania está forzando un ajuste deflacionario de los PIGS (Portugal, Irlanda, Grecia y España); y China, con su decisión de no revaluar el Yuan, está forzando a que el ajuste de los desequilibrios se realice a través de una deflación americana. Mientras el Yuan siga pegado al dólar americano, Estados Unidos continuaría importando el impacto deflacionario de las exportaciones chinas. Si el consumo no se recupera por el impacto del desempleo y la situación fiscal exige reducir el déficit, las exportaciones serían el único camino de salida para el crecimiento americano. Pero sin una revaluación de China, la única manera de que la economía americana se vuelva más competitiva sería a través de

una deflación interna.

Martin Wolf es pesimista sobre el futuro de la economía mundial. Su tesis se sustenta en un modelo conceptual de tipos de cambio fijo en el que los desequilibrios entre países deben resolverse teóricamente a través de deflación y recesión de los países deficitarios e inflación y crecimiento superior al promedio en los países superavitarios. Este ajuste estaría hoy siendo postergado por déficit fiscales insostenibles en los países deficitarios. El cree que si los países superavitarios (China y Alemania) no aceptan expandir sus economías y tener eventualmente una mayor inflación; e insisten –para proteger el valor de sus acreencias- en que los países deficitarios (USA y PIGS) ajusten sus déficits fiscales, el mundo se encontrará inevitablemente atrapado en una insuficiencia de demanda agregada que llevará a un débil crecimiento mundial promedio, con recesión y deflación de los países deficitarios. En estas circunstancias el riesgo de resurgimiento de políticas proteccionistas sería alto.

Las Limitaciones de la Tesis Deflacionaria

La debilidad de la tesis de Wolf radica en que ignora las consecuencias de que los principales países involucrados determinan la oferta monetaria mundial. La Reserva Federal (en el caso de USA) y el Banco Central Europeo pueden expandir sus ofertas monetarias y lograr que -aún con tipos de cambio fijo- los ajustes entre países se puedan realizar sin deflación en los países deficitarios aunque a costa de una mayor inflación en los países superavitarios. Una tasa de inflación mundial mayor puede facilitar un proceso de ajuste de desequilibrios entre países ya que no exigiría que los países deficitarios deban pasar por periodos deflacionarios y recesivos.

Por supuesto que la flexibilidad cambiaria sería más eficiente pues podrían ajustarse los desequilibrios sin requerir una mayor tasa de inflación mundial. Sería posible por ejemplo que si Grecia se saliera del Euro y devaluara, pudiera evitar un prolongado periodo de recesión y deflación. Sería posible que si China revaluara el Yuan, USA tuviera menos presiones deflacionarias y la competitividad de sus exportaciones a China aumentara inmediatamente.

Pero el hecho es que hay tremendos obstáculos políticos para que la flexibilidad cambiaria sea el instrumento de ajuste. En el caso de la Unión Europea, una salida de Grecia sería una invitación a que otros PIGS lo hagan y el Euro se destruya, con sus indeseables consecuencias políticas. En el caso de China, la revaluación del Yuan es vista por las autoridades como un peligro para el proceso de desarrollo; la revaluación además facilitaría que la Reserva Federal aumente la inflación americana con su política expansiva y licúe el valor real de las tenencias chinas de Bonos del Tesoro.

¿Estaríamos condenados a una recesión o débil crecimiento mundial si el Euro no se quebrara y China no revaluara el Yuan? Decididamente no. La razón es que aún

con tipos de cambio fijos la política monetaria expansiva de los países centrales actuaría por otros caminos para lograr los mismos resultados globalmente expansivos.

Partamos del punto de que política monetaria de la Reserva Federal será todo lo expansiva que sea necesario para evitar una deflación interna; y se mantendrá así hasta lograr un retorno a tasas de desempleo más normales para la economía americana. Esto seguramente implicará tasas de interés muy bajas por un prolongado período y más aún, la amenaza latente de una licuación posterior de la deuda americana.

¿Qué pueden hacer los chinos, aún empeñados en no revaluar su moneda? La primera alternativa es aceptar las tasas de interés bajas y el peligro de licuación y seguir financiando con sus superávits actuales los desequilibrios americanos. Este comportamiento permitiría el financiamiento del déficit americano a menor costo (nominal y real), mejorando su sostenibilidad. La política monetaria podría continuar siendo agresiva en pos de la recuperación americana pues las importaciones de china contendrían la inflación y el flujo de capitales chinos permitiría tasas de interés muy bajas.

Una segunda alternativa es que el gobierno chino decida congelar sus tenencias de bonos americanos y para ello eliminen sus superávits actuales. Esta decisión implicaría aumentar el gasto interno (vía déficit fiscal o expansión del crédito bancario) lo necesario para eliminar el superávit comercial. Si esta fuera la opción elegida, la economía china aceleraría su crecimiento, aumentaría su tasa de inflación, las exportaciones se desacelerarían y las importaciones aumentarían. La eliminación de sus excedentes comerciales tendría una consecuencia inmediata sobre la economía americana, que podría aumentar sus exportaciones a China y probablemente reduzca sus importaciones por encarecimiento de los precios chinos. Aún con el Yuan pegado al dólar, la mejora de las cuentas externas americanas podría reemplazar al estímulo fiscal para reactivar la economía.

La tercera alternativa es que el gobierno chino, temeroso del recalentamiento y el aumento de la tasa de inflación asociada a la opción anterior, decida evitar el aumento del gasto interno; y frente a la decisión de no arriesgar más en Bonos del Tesoro, le busque otro destino a sus excedentes financieros. La alternativa aquí sería acelerar sus inversiones reales o financieras en el mundo en desarrollo. Si este fuera el camino, las inversiones chinas implicarían un ingreso de capitales al mundo no desarrollado que llevaría a su apreciación cambiaria (vía apreciación nominal o inflación interna), al aumento de sus importaciones y la reducción de sus exportaciones. La economía americana volvería a beneficiarse a través de mejorar su saldo externo vis a vis un mundo en desarrollo con déficits crecientes financiados por los chinos.

El análisis keynesiano –intensamente utilizado por Krugman y Stiglitz para recomendar más estímulo fiscal- supone que el impacto de la política monetaria

expansiva es despreciable y no es sustituto de la política fiscal. Su supuesto es solo válido en una dinámica deflacionaria, que se planteó como posibilidad a fines de 2008 pero que hoy ya ha sido superada (la tasa de inflación del mundo desarrollado excluido Japón es baja pero positiva). El punto central a reconocer es que las reservas chinas –como las de cualquier país- no son un agujero negro que se traga la demanda mundial, menos aún con mercados financieros normalizados. Los chinos siempre reciclarán sus reservas sea gastándolas, invirtiendo en bonos que financian gasto fiscal de terceros países o invirtiendo directamente en terceros países. Aún si compraran oro, quien se los venda reciclará los dólares de alguna manera. En circunstancias normales la política monetaria expansiva funciona inexorablemente a través de múltiples caminos como los descritos para reactivar la economía sin necesidad de estímulos fiscales crecientes.

La Hipótesis Inflacionaria

En el otro extremo de las predicciones están quienes ven en la expansión monetaria de los países desarrollados el argumento para predecir una explosión inflacionaria a corto plazo. Los asiste la experiencia que la política monetaria finalmente afecta la tasa de inflación, tanto más cuanto más expansiva sea esa política. Pero sus temores están exagerados pues la extraordinaria expansión monetaria de la Reserva Federal ha meramente satisfecho una demanda extraordinaria de activos líquidos originada en el pánico financiero post Lehman. La Reserva Federal está atenta a que a medida que retorne la confianza, deberá retirar paralelamente el excedente monetario generado en el 2009; y tiene instrumentos para hacerlo. Sus indicadores son por supuesto la tasa de inflación, el nivel de empleo y la actividad económica, de acuerdo a los cuales irá revisando su política monetaria.

Conclusión

En definitiva, en mi opinión la probabilidad de los escenarios polares (deflación o explosión inflacionaria) es muy baja dado el comportamiento probable de la política monetaria de los países desarrollados. Mi impresión es que vamos a una economía mundial que retoma paulatina y sostenidamente un crecimiento alto con inflación baja, ya que subsisten los factores reales que condicionan una economía mundial con altas tasas de ahorro e incorporación masiva de mano de obra a la globalización.

No existe sin embargo manera de predecir las características específicas de ese escenario global. Es lógico esperar que la tasa de inflación de China y otros países en desarrollo (beneficiados con altos precios de las commodities) sea superior a la de los países centrales, pero la magnitud de esa diferencia depende de en qué medida los países en desarrollo opten por la apreciación cambiaria como mecanismo de ajuste.

También cabe esperar que el crecimiento de China y otros países en desarrollo continúe siendo más alto que el crecimiento en el mundo desarrollado, pero no podemos predecir cuánto. Las condiciones para una ampliación de esa diferencia parecen estar dadas, ya sea por la persistencia de las altas tasas de ahorro en China como por factores estructurales que están pesando crecientemente sobre las economías desarrolladas, especialmente el envejecimiento poblacional y sus

consecuencias sobre el gasto fiscal y el endeudamiento público. Es probable además que al acelerarse el crecimiento mundial, el precio del petróleo vuelva a aumentar y se convierta en otro lastre para el retorno de los países desarrollados a su tasa natural de crecimiento.

Finalmente comparto con Wolf las preocupaciones por un sesgo hacia el proteccionismo y otras tendencias intervencionistas en los países desarrollados, pero no como consecuencia de un probable fracaso de la macroeconomía global sino por las consecuencias políticas de los cambios regresivos en la distribución del ingreso que son un producto natural de esta globalización”.