



# Sustentar la

**La recuperación ha empezado, y para sustentarla se precisa un reequilibrio justo de políticas a escala nacional e internacional**

*Olivier Blanchard*

**E**N UNA recesión normal las empresas y el empleo sufren estragos pero la recuperación es predecible. La actual recesión no es para nada normal.

Las recesiones suelen combatirse reduciendo las tasas de interés para reactivar la demanda y la producción. Así, los consumidores vuelven a comprar bienes duraderos, como electrodomésticos y automóviles, y las empresas reanudan inversiones postergadas. A menudo se devalúa el tipo de cambio para estimular las exportaciones. Al crecimiento flojo durante la recesión le sigue una racha de crecimiento fuerte, hasta que la economía vuelve a su cauce normal.

Pero la actual recesión mundial no es común y corriente. La recuperación no será sencilla, y la crisis ha dejado profundas cicatrices que afectarán a la oferta y la demanda por muchos años.

#### **Problemas por el lado de la oferta**

Algunas partes del sistema económico están rotas. Si la recesión hubiera sido normal, algunas empresas no habrían quebrado. Los países avanzados demorarán algún tiempo en rectificar las disfunciones de sus sistemas financieros. La intermediación financiera se verá perjudicada, así como el proceso de reasignación de recursos que es crítico para el crecimiento. En los mercados emergentes, las



# recuperación mundial

entradas de capital, que se desplomaron durante la crisis, podrían demorar años en restablecerse. La nueva composición de la demanda mundial, en la que las economías emergentes desplazan a las avanzadas, puede exigir una reestructuración de la producción. En casi todos los países la crisis ha incrementado la carga fiscal y ha hecho inevitable un aumento de los impuestos.

Es posible entonces que no se vuelva a la antigua senda de crecimiento, y que el *producto potencial* sea menor que antes de la crisis.

Cuesta mucho saber cuánto ha disminuido el producto potencial. Lo único que se puede ver es el producto real, y los datos históricos son preocupantes. En la próxima edición de *Perspectivas de la economía mundial*, el FMI analiza 88 crisis bancarias ocurridas en los últimos 40 años en diversos países. Si bien hay variaciones marcadas entre los países, el hecho es

que, en promedio, el producto se recupera, pero por debajo de su tendencia previa.

Las crisis suelen reducir permanentemente el nivel del producto, pero no su tasa de crecimiento. La buena noticia es que daría la impresión de que la tendencia en sí no parece haber sido afectada. De ser así, la economía mundial retornará a su antigua tasa de crecimiento. Pero el período de crecimiento fuerte típico de las recuperaciones normales, sobre todo en los países avanzados, podría ser efímero o inexistente.

## Problemas por el lado de la demanda

Los problemas de la demanda pueden dificultar incluso el crecimiento “normal”. En la mayoría de los países, incluidos los avanzados, ahora se pronostica crecimiento positivo en los próximos trimestres, pero con dos acotaciones:

- La intensidad del crecimiento no será suficiente para reducir el desempleo, que se prevé llegará a su máximo el próximo año.
- Estos pronósticos se basan principalmente en una combinación de estímulo fiscal y reposición de los inventarios de las empresas, y no en un fuerte consumo privado e inversión fija. El retiro gradual del estímulo tiene que ocurrir tarde o temprano. Y el ajuste de los inventarios también tendrá un fin natural.

## La recuperación dependerá del equilibrio alrededor de dos ejes. Uno es la reorientación hacia el gasto privado; y el otro es una redistribución internacional de la demanda agregada.

La continuidad de la recuperación dependerá del equilibrio alrededor de dos ejes. Uno es la reorientación hacia el gasto privado; y el otro es una redistribución internacional de la demanda agregada, a favor de la demanda externa en Estados Unidos y de la demanda interna en el resto del mundo, particularmente en Asia.

### Reequilibrar el gasto público y privado

La respuesta fiscal a la crisis consistió en incrementar el gasto público, reducir los impuestos y permitir déficits fiscales mucho más abultados. Estas medidas sin duda fueron acertadas, dados el colapso de la demanda privada y la imposibilidad de reducir las tasas de interés por debajo de cero. Pero los fuertes déficits provocan aumentos rápidos de la deuda, y habida cuenta de los niveles de deuda ya elevados en muchos países, los nuevos aumentos no pueden ser indefinidos. Al prolongarse, los déficits ponen en peligro la sostenibilidad de la deuda y propician la subida de las tasas de interés a largo plazo, porque los prestatarios públicos desplazan a los privados y porque aumenta el riesgo de incumplimiento.

El estímulo fiscal, por sí solo, probablemente no durará mucho más en la mayoría de los países avanzados. En las economías del G-20, el promedio de la razón deuda/producto interno bruto (PIB) ya era alto antes de la crisis, y se prevé que superará el 100% en los próximos años. (La situación es muy diferente en varios países de economías emergentes, donde el nivel inicial de la deuda es mucho más bajo y hay más margen para financiar el gasto con déficits).

Las palabras “por sí solo” son importantes. El estímulo puede prolongarse si conjuntamente se toman medidas estructurales para limitar el crecimiento futuro de las prestaciones públicas (debido al aumento de los costos de la salud o el efecto del envejecimiento en las jubilaciones). Dichas medidas están justificadas. Según el FMI, el costo fiscal de los aumentos futuros de las prestaciones es 10 veces mayor que

el costo fiscal de la crisis. Es decir que incluso una reducción pequeña en el crecimiento de las prestaciones puede crear un importante espacio fiscal para prolongar el estímulo.

Pero a la larga el estímulo tendrá que ceder paso a la demanda privada. La fuente de esa demanda —consumo o inversión— es crucial.

### Reequilibrar la demanda internacional

En Estados Unidos se encuentra no solo el origen de la crisis sino también la clave para una recuperación mundial. El consumo representa el 70% de la demanda total de ese país, y su merma fue la principal causa a mediano plazo de la reducción de producto durante la crisis. La razón ahorro/ingreso de los hogares estadounidenses, que fue casi cero en 2007, ha subido a alrededor de 5%. Un retorno al nivel de 2007 no es conveniente ni probable.

Por un lado, parte del aumento del ahorro en el último año quizá se deba a la actitud de expectativa de los consumidores, que se disparará cuando se despeje el panorama. Por otro lado, la tasa de ahorro tiende a subir junto con el producto y el ingreso. E incluso si la riqueza financiera retornara al nivel anterior a la crisis —ya sea en vivienda (algo inconveniente e improbable) o en acciones— y el producto retomara su tendencia, los consumidores de Estados Unidos tenderán a ahorrar más porque la crisis los ha hecho más conscientes del riesgo de eventos remotos pero devastadores.

Antes de la crisis se daba por sentado que los precios de la vivienda nunca o casi nunca descenderían (factor que contribuyó mucho a la crisis). Otra certeza, corroborada aún más por los datos, era que las acciones tendrían rendimientos anuales del 6%. La caída de la bolsa el año pasado refutó esa idea e introdujo la posibilidad de que se necesite más ahorro para garantizar una jubilación adecuada. Por eso los consumidores estadounidenses tenderán a ahorrar más, al menos mientras duren las lecciones de la crisis. La mejor estimación (basada en datos escasos) es que el ahorro estadounidense permanecerá por lo menos en su nivel actual. Eso supone una disminución de 5 puntos porcentuales en la razón consumo/ingreso disponible frente al período anterior a la crisis, o de aproximadamente 3 puntos porcentuales en la razón consumo/PIB. Es decir que un 3% más de la demanda agregada de Estados Unidos habrá de provenir de una fuente distinta del consumo.

La inversión no parece ser esa otra fuente. La inversión en vivienda, como porcentaje del PIB, fue excesiva antes de la crisis, y será escasa durante el largo tiempo que tome deshacerse del inventario acumulado de casas. Tampoco es probable que la inversión fija (también como porcentaje del PIB) sea mayor después de la crisis. La utilización de la capacidad está en un mínimo histórico y demorará en recuperarse. Pese a su actual solvencia, los bancos aún están restringiendo el crédito, y las normas estrictas de concesión de préstamos probablemente perdurarán algún tiempo. La menor eficiencia de la intermediación financiera incidirá tanto en la oferta como en la demanda. Los datos históricos de las recuperaciones “sin crédito” apuntan a que la inversión será floja por un buen tiempo.

## ¿Ayuda el bajo nivel de las tasas de interés?

Es probable que, con cualquier tasa de interés, la demanda privada de Estados Unidos sea más baja que antes de la crisis por mucho tiempo. Pero las palabras “con cualquier tasas de interés” ofrecen cierto optimismo. La tasa sin riesgo, a corto plazo es más baja ahora que antes de la crisis. En los tres años previos a la crisis, la tasa nominal media de las letras del Tesoro de Estados Unidos fue del 4%, mientras que el promedio de inflación fue del 3%, lo cual arroja una tasa real (descontada la inflación) del 1%. Ahora la tasa de esas letras se aproxima a cero y las expectativas de inflación parecen estar ancladas alrededor del 2%, lo cual implica una tasa real de aproximadamente -2%, o 3 puntos porcentuales por debajo del nivel precrisis. La Reserva Federal puede dejar en cero la tasa de política monetaria (tasa de los fondos federales) si es necesario y, como las expectativas de inflación tienden al alza, las tasas reales probablemente seguirán siendo negativas. En general, una reducción relativamente duradera de 1 punto porcentual en la tasa real genera un aumento de alrededor de 1 punto porcentual en la demanda agregada. Un descenso de 3 puntos porcentuales de la tasa real debería bastar para contrarrestar la precaución de los consumidores y las empresas y apuntalar la recuperación.

Pero quizá no. En el caso de la demanda, lo importante es la tasa a la que se ofrecen préstamos, no la tasa de política monetaria. La crisis demostró que esa tasa suele ser mucho más alta que la tasa de los fondos federales. Por ejemplo, las primas de riesgo de los bonos BBB de Estados Unidos son casi 3 puntos porcentuales más altas que antes de la crisis. Esta mayor percepción de riesgo puede ser una secuela perdurable de la crisis. (La escalada de las primas de riesgo de las acciones tras la Gran Depresión duró casi 40 años. Pero esa depresión fue larga, y la actual crisis no parece que vaya a tener el mismo efecto psicológico). Las mayores primas de riesgo podrían neutralizar al menos en parte las menores tasas de política monetaria. Las autoridades estadounidenses no pueden confiar en que solo los intereses bajos impulsarán la recuperación interna.

## ¿Puede ayudar Asia?

Para que la recuperación de Estados Unidos ocurra, incluso si se retira el estímulo fiscal y si la demanda interna es floja, el país tiene que incrementar sus exportaciones netas, o reducir su déficit en cuenta corriente, lo que significa que el cuantioso superávit en cuenta corriente en el resto del mundo tendrá que reducirse. ¿Pero cómo?

Obviamente, la mirada se dirige primero a los países con fuertes superávits, entre los que se destacan los países asiáticos y, sobre todo, China. Una reducción del superávit en cuenta corriente de China ayudaría a incrementar la demanda y sustentar la recuperación de Estados Unidos, que al empezar a exportar más contribuiría a sustentar la recuperación mundial.

A China esto le puede resultar conveniente. El crecimiento de ese país se ha guiado por un modelo predominantemente exportador basado en una tasa de ahorro elevada que modera la demanda interna y un tipo de cambio bajo que estimula la demanda externa. Pese a haber tenido mucho éxito, el modelo está generando una enorme acumulación de reservas y cada vez hay más presión para incrementar el consumo. La tasa de ahorro

elevada se debe a un fuerte ahorro precautorio de los hogares por la falta de un seguro social, al acceso limitado de los hogares al crédito y a factores de gestión de gobierno que empujan a las empresas a retener un porcentaje excesivo de utilidades. Ampliar el seguro social y el acceso de los hogares al crédito y subsanar los problemas de gobierno de las empresas son objetivos con ventajas intrínsecas, pero que además moderarían el ahorro y elevarían la demanda interna. Si este incremento de la demanda se enfrenta a restricciones de la oferta, la mayor demanda interna tendría que estar compensada en parte por una menor demanda

## Una reducción del superávit en cuenta corriente de China ayudaría a incrementar la demanda y sustentar la recuperación de Estados Unidos, que al empezar a exportar más contribuiría a sustentar la recuperación mundial.

externa, lo que implica una apreciación del renminbi chino, al menos en términos reales. Una mayor demanda de importaciones en China y un renminbi más caro incrementarían las exportaciones netas de Estados Unidos.

Otros países de mercados emergentes de Asia también tienen superávits abultados en cuenta corriente, ya sea porque acumulan reservas a modo de seguros o porque optan por una estrategia de crecimiento basada en las exportaciones que incide en la cuenta corriente y la acumulación de reservas. Muchos de estos países podrían reducir el ahorro público o privado (como lo demuestra la drástica disminución del ahorro de los hogares en Corea desde los años noventa) y permitir la apreciación de sus monedas, lo que se traduciría en una reorientación de la demanda de fuentes externas a internas y en una reducción de los superávits en cuenta corriente.

Pero los incentivos de estos países son más débiles que los de China. Las reservas cuantiosas han demostrado ser muy útiles durante la crisis. Los servicios de *swap* de los bancos centrales y las líneas de crédito multilaterales —como la “línea de crédito flexible” del FMI— podrían reducir la demanda de reservas. Pero al no ser renovables, esos instrumentos no son tan seguros como las reservas. (Los mecanismos para reducir sustancialmente la acumulación de reservas también serían muy convenientes a largo plazo y sustentarían la recuperación a corto y mediano plazo). Los países con modelos de crecimiento basados en las exportaciones pueden enfocar más sus políticas en la demanda interna, pero cualquier cambio probablemente sea gradual.

Otro cálculo aproximado da una idea de las magnitudes. El PIB de Asia emergente equivale a un 50% del PIB de Estados Unidos (y el porcentaje aumentará a 70% en 2014). Entonces,



si todo su comercio fuera con Estados Unidos, los países asiáticos tendrían que reducir su saldo en cuenta corriente en un 4% del PIB para que la cuenta corriente de Estados Unidos mejore en un 2% del PIB (suponiendo un déficit del 3% en la razón consumo/PIB menos el incremento de un 1% en la demanda de Estados Unidos debido a las menores tasas de interés real). Como todo el comercio no es con Estados Unidos, el ajuste quizá tendría que ser aun mayor. De ahí la pregunta de si otros países pueden o deben desempeñar algún papel.

### ¿Qué papel deberían cumplir los países no asiáticos?

Varios otros países, ente ellos algunos avanzados, también tienen superávits en cuenta corriente. Por ejemplo, el superávit de Alemania en 2008 es la mitad del de China (aunque está reduciéndose rápidamente), y el de Japón es una tercera parte.

Alemania no podría reducir su superávit con la misma estrategia recomendada para China —apreciar la moneda y disminuir el ahorro—, dado que no puede programar una apreciación porque pertenece a la zona del euro. Y por el lado de la demanda, Alemania tiene en general el mismo problema de Estados Unidos: poco margen de maniobra fiscal, y no se sabe si es conveniente o factible que el consumo interno disminuya más. Pero a Alemania le convendría mejorar la productividad de su sector de bienes no transables, para que a la larga la demanda se reorienta hacia esos bienes y se reduzca el superávit en cuenta corriente. La misma estrategia es aplicable a Japón. Pero como las reformas estructurales son complicadas desde el punto de vista político y su efecto es demorado, el proceso tenderá a ser demasiado lento para apoyar sustancialmente la recuperación en los próximos años. Para que ocurra pronto, el reequilibrio probablemente tendrá que provenir de Asia, mediante una disminución del ahorro y una apreciación de las monedas asiáticas frente al dólar.

### ¿Y si el reequilibrio no ocurriera?

Este análisis mundial arroja tres conclusiones:

- La primera es que el producto potencial tenderá a disminuir a raíz de la crisis. No cabe esperar tasas muy fuertes de crecimiento en la recuperación.
- La segunda es que, a la larga, la recuperación sostenida en Estados Unidos y el resto del mundo exigirá un reequilibrio del gasto público en favor del privado.
- La tercera es que una recuperación sostenida probablemente precisará un aumento de las exportaciones netas de Estados Unidos y una reducción correspondiente en el resto del mundo, sobre todo en Asia.

Cada conclusión tiene su contraargumento.

Por el lado de la oferta, el efecto en el producto potencial es muy incierto. Aunque los datos históricos son pesimistas, algunos países han podido superar crisis bancarias sin efectos visibles en el producto potencial (si bien en otros se observan efectos negativos y duraderos no solo en el PIB sino también en la tasa de crecimiento).

Por el lado de la demanda, los países avanzados quizá tengan más espacio fiscal de lo previsto, lo cual permitiría a Estados

Unidos mantener déficits a más largo plazo y mayores niveles de deuda que los pronosticados sin crear inquietudes en el mercado acerca de la sostenibilidad de la deuda. De ser así, el reequilibrio del gasto público y privado podría ocurrir más lentamente, para dar más tiempo al reajuste de la demanda mundial. O quizá la demanda privada de Estados Unidos sea más fuerte si los consumidores de ese país vuelven a ahorrar menos. Esto ayudaría a la recuperación y haría innecesario

## Para que ocurra pronto, el reequilibrio probablemente tendrá que provenir de Asia, mediante una disminución del ahorro y una apreciación de las monedas asiáticas frente al dólar.

un ajuste profundo de las exportaciones netas, aunque a largo plazo volvería a crear algunos de los problemas que causaron la actual crisis. O podría haber un desacoplamiento en el que, por ejemplo, el dinamismo retorna a Asia mientras que la recuperación flaquea en los países avanzados. Pero la crisis, y los estrechos vínculos de exportación que convirtieron al shock de Estados Unidos en una recesión mundial, indican que el desacoplamiento es posible pero poco probable.

No obstante, si se acepta que estos dos reequilibrios son necesarios para sustentar la recuperación, la pregunta es si van a ocurrir. Quizá no, o al menos no a la escala necesaria. Por ejemplo, si Asia no reduce su superávit en cuenta corriente y las exportaciones netas de Estados Unidos no mejoran sustancialmente, la débil demanda privada de Estados Unidos puede traducirse en una recuperación anémica de ese país, en cuyo caso podría surgir una fuerte presión política para prolongar el estímulo fiscal hasta que se recupere la demanda privada.

Se abre entonces un abanico de posibilidades. Si se resistiera la presión y se retirara gradualmente el estímulo fiscal, la recuperación de Estados Unidos podría estancarse. Si los déficits fiscales se prolongaran demasiado, surgirían preocupaciones con respecto a la sostenibilidad de la deuda y los bonos y la moneda de Estados Unidos, que provocarían salidas masivas de capital de ese país. Y una depreciación desordenada del dólar podría ocasionar otro episodio de inestabilidad y mucha incertidumbre, que, a su vez, podría truncar la recuperación.

Para sustentar la incipiente recuperación probablemente se precisará un reequilibrio justo a escala nacional e internacional. Al igual que en el período más intenso de la crisis, en los próximos años será crucial comprender los factores y los riesgos y facilitar cierta coordinación entre los países. ■

*Olivier Blanchard es Consejero Económico y Director del Departamento de Estudios del FMI.*