

ESPERANZAS DESEQUILIBRADAS PARA LA ECONOMÍA MUNDIAL

ES INÚTIL HACERLE CASO OMISO AL HECHO DE QUE TENEMOS UN SISTEMA MUNDIAL INTEGRADO.



POR MARTIN WOLF

¿Por qué el dólar está tan fuerte? Se ha disparado un 25 por ciento sobre una base de comercio real en los últimos cuatro años, que evoca recuerdos de las alzas de principios de la década de 1980 y de nuevo al cambiar de milenio. En los casos anteriores, el resultado fue una ampliación de los déficits comerciales y de las cuentas corrientes. ¿Cuál podría ser el resultado esta vez?

La respuesta a la primera pregunta es que EUA tiene una demanda mucho más fuerte, en relación con la producción potencial, que las otras grandes economías: la eurozona, China y Japón. La respuesta a la segunda es que impondrá una fuerte presión deflacionaria y debilitará la demanda por la producción de EUA, por lo que es más difícil ajustar la política de lo que se imagina la Reserva Federal.

Como Daniel Alpert de Westwood Capital señala: "Ninguna economía es una isla". Esta toma de conciencia es lo que faltaba en el análisis del estado

actual de la eurozona ofrecido la semana pasada por Jürgen Stark, un exmiembro de la junta directiva del Banco Central Europeo quien argumentó: "Alemania ha perseguido de forma fiable una política económica prudente. Mientras que otros estaban viviendo por encima de sus medios, Alemania evitó el exceso". Sin embargo, los ingresos y el gasto tienen que tener sentido a nivel mundial. Algunos pueden vivir dentro de sus posibilidades debido a que otros no lo hacen. El prudente depende de los imprudentes.

Por otra parte, lo que se vio en el interior de la eurozona antes de la crisis fue la combinación de bajas tasas de interés con un florecimiento de la capacidad de financiación transfronteriza. Como argumenta Michael Pettis de la Universidad de Pekín, es casi seguro que la excesiva alza de ahorros con respecto a la inversión en Alemania causó el exceso de endeudamiento y de gasto en otras partes.

La economía mundial es un sistema integrado. El hacer caso omiso de esta realidad es inútil. En la actualidad, entre las realidades más importantes es la debilidad crónica de la demanda del sector privado en relación con los ingresos

potenciales, en las economías importantes.

Las personas que dudan este hecho solo necesitan preguntarse a sí mismas cómo las tasas de interés nominales y reales a largo plazo se han mantenido tan bajas por tanto tiempo. Eso no es el resultado de la flexibilización cuantitativa -una ficción en gran medida irrelevante, como puede verse en el hecho de que las tasas también son bajas en EUA y el Reino Unido, donde los bancos centrales ya no imprimen dinero para comprar activos-. Los gobiernos de EUA y del Reino Unido pueden endeudarse por 30 años en 2.4 por ciento y 2.6 por ciento, respectivamente, en términos nominales; y en cerca de cero, en términos reales.

Los desequilibrios entre los ingresos privados y el gasto deseado son ahora enormes en la eurozona, China y Japón. Todas estas economías se verían beneficiadas si tuvieran superávits de sus cuentas corrientes mucho mayores. Todas están implementando, o probablemente implementen, políticas monetarias y de otros tipos que puedan lograr este resultado. Las contrapartes de estos excedentes no pueden ahora ser países emergentes y en desarrollo: no son lo suficientemente solventes. Las con-

trapartes ideales son países que pueden soportar los riesgos de grandes entradas netas de capital. Por mucho, el más capaz es EUA, debido a su tamaño y capacidad de endeudarse en dólares, que sigue siendo la moneda del mundo.

Los motores en cada uno de estos tres gigantes son fuertes. En los tres, el resultado es la progresiva relajación de la política monetaria, de manera radical en Japón y la eurozona.

En la eurozona, la "parada súbita" de los préstamos a las economías vulnerables desencadenó las crisis y después las reducciones de personal en los sectores privados y públicos. En la ausencia de cualquier expansión en los países acreedores -culturalmente imposible, dicen unos- la eurozona en su conjunto ha tenido problemas para llegar a ser una Alemania más grande. Entre 2008 y 2013, la cuenta corriente de la eurozona pasó de un pequeño déficit a un superávit de 2.8 por ciento del producto interno bruto. Esto amortiguó la caída en el PIB: mientras que la demanda interna real se contrajo un 5.9 por ciento entre el primer trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2013, el PIB real se contrajo un 3.5 por ciento.

Hoy en día, las políticas monetarias del BCE solo funcionarán si el euro en caída ayuda a promover un "boom" de las exportaciones netas. Es difícil creer en un "boom" sostenible del gasto interno, dadas las grandes deudas en los países vulnerables, la ausencia de la expansión fiscal y el hecho de que los hogares y las empresas en los países acreedores se muestran reacios a gastar.

China se enfrenta a retos similares. En el período previo a la crisis, balanceó la economía con un superávit comercial que alcanzó el 9 por ciento del PIB en 2007. A raíz de la crisis, reemplazó las exportaciones perdidas con un enorme auge de la inversión alimentada por el crédito, el cual causó que la inversión subiera a la mitad del PIB -insostenible en una economía cuya tasa de crecimiento está cayendo rápidamente-.

¿Cómo gestionará ahora China sus excesos de ahorros sin sufrir una profunda recesión? Las respuestas probablemente incluyan un aumento de su superávit comercial, promovido por el debilitamiento de su tasa cambiaria.

Por último, está Japón. Allí, el sector empresarial es la principal fuente de exceso de ahorros. Pero, a diferencia de Alemania, Japón ha estado dispuesto a compensar el enorme superávit financiero del sector empresarial con un enorme déficit financiero en el sector público, resultando en excepcionalmente altos niveles de deuda pública. La política monetaria ultra flexible de hoy no eliminará el exceso de ahorro. Un resurgimiento del superávit de la cuenta corriente podría, sin embargo, paliar las consecuencias. Una vez más, la fortaleza del dólar y el yen débil solo pueden ayudar a la causa.

En un mundo en el que los sectores privados de las grandes economías sufren el síndrome de deficiencia de demanda crónica, estamos seguros de ver la caza de cualquier vestigio de demanda. En su Panorama Económico Mundial de octubre de 2008, el Fondo Monetario Internacional analizó la caída de los desequilibrios mundiales y se inclinaba a creer que sería algo duradero. Esto podría ser una perspectiva demasiado optimista. Por lo menos, los consumidores estadounidenses, una vez más, tienen que estimular no solo su propia economía, sino también la mayor parte del resto del mundo. Esta vez, es poco probable que funcione por mucho tiempo. También será un trabajo muy duro. La Reserva Federal debe tomar nota de esto. ■

©The Financial Times Ltd, 2014. Todos los derechos reservados. Los usuarios no pueden copiar, enviar por correo electrónico, redistribuir, modificar, editar, extraer, archivar o crear trabajos derivados de este artículo.