



Perspectivas de la Economía Global

¿Cuán Profunda es la Desaceleración Actual?

Michael Mussa

Paper presentado en la 20ª reunión bianual sobre Perspectivas Económicas Globales, 9 de septiembre de 2011.

Index

Resumen

Mercado emergente y países en vías de desarrollo

Japón y las otras economías desarrolladas del Asia cercada al Pacífico

Europa Occidental

Incertidumbres sobre la economía de los Estados Unidos

Resumen

Después de una sólida *performance* a través de la mayor parte de la economía mundial al comienzo de este año, el crecimiento global disminuyó significativamente en la primavera y muestra leves signos de aceleración. A la par con alguna recuperación anticipada más tarde este año, el real crecimiento del PBI para la economía mundial probablemente estará un poco por debajo del 4 % este año después del crecimiento del 5 % en 2010. La pregunta clave ahora es si el crecimiento de alrededor del 4 % puede ser razonablemente esperado para 2012 o si es más probable una desaceleración más significativa y sostenida.

Mi evaluación (ver cuadro 1) continúa siendo optimista pero no exagerada. Después de declinar desde un crecimiento insostenible del 7 % en 2010 hasta apenas debajo del 6 % este año (una corrección descendente de 0,2 %), espero que el mercado emergente y los países en vías de desarrollo mantengan un crecimiento de alrededor del 6 % en 2012. Esto hace presumir que el mercado emergente y los países en vías de desarrollo no estarán oprimidos por las economías desarrolladas o avanzadas que entren de nuevo en recesión este año o el próximo.

Específicamente, mientras el crecimiento en las economías desarrolladas probablemente caerá algo por debajo del 2 % este año (*versus* un crecimiento proyectado en abril de 2,7 %), espero que el año próximo vea una modesta aceleración pero respecto a un porcentaje de crecimiento que está algo por debajo del 2,9 % proyectado en abril. Para la economía mundial en conjunto se espera que este año el

crecimiento sea del 3,8 % y el proyectado para 2012, un 4,2 %.

El relativo optimismo continuado sobre las perspectivas de crecimiento para el mercado emergente y los países en vías de desarrollo se basa en tres factores fundamentales. Primero, la desaceleración del crecimiento que estamos observando este año entre esos países no refleja generalmente que las dificultades de la economía doméstica se estén profundizando, sino más bien muestra una desaceleración normal después de los iniciales escenarios de una recuperación cíclica. Segundo, la presente desaceleración refleja parcialmente el ajuste de las políticas económicas en una cantidad de países para contener los riesgos de una elevada inflación. Con la reciente disminución de presiones inflacionarias asociada con los precios de muchas *commodities*, la necesidad de ajustar tales políticas también está disminuyendo, y muchos países probablemente tendrán ahora la posibilidad de moderar esas políticas si la desaceleración del crecimiento fuera más severa o prolongada. Tercero, mientras el mercado emergente y los países en vías de desarrollo son todavía vulnerables ante una recesión en las economías desarrolladas, ellos, en forma individual y también colectiva, son mucho más capaces de resistir los efectos de un crecimiento más lento entre las economías avanzadas de como lo hacían hace una década o dos.

Para las economías desarrolladas, la situación es más complicada. Las estimaciones reconsideradas del PBI indican que la economía de los Estados Unidos estaba mucho más débil

en la primera mitad de este año de lo que se esperaba hace seis meses, y las preocupaciones sobre una extendida desaceleración o una posible recesión han aumentado por las controversias sobre política fiscal que todavía están por resolverse. Después de los resultados del primer trimestre más fuertes de lo esperado, la actividad económica que se debilita y las crecientes preocupaciones sobre la sostenibilidad fiscal en Europa (y sus implicancias para el sistema bancario) han desalentado las expectativas de un crecimiento en lo que resta de 2011 y en 2012. En Japón, el impacto económico del sismo y sus secuelas han sido más negativos de lo estimado inicialmente, aunque todavía se espera que la recuperación comience en la segunda mitad del año y se extienda durante todo el año próximo.

PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PBI REAL. REVISIONES Y PREVISION

REGION O PAIS	2011	REVISION	2012	REVISION
MUNDO (PPP PESOS)	3.8	-0.5	4.2	-0.3
AVANCES ECONOMICOS	1.9	-0.8	2.6	-0.4
Estados Unidos	1.8	-1.5	2.8	-0.4
Japon	-0.5	-1.5	3.5	Nil
Canada	2.7	-0.4	2.7	-0.2
Europa del Oeste	1.9	-0.2	1.8	-0.4
Reino Unido	1.5	-0.5	2.1	-0.4
Otras fuera de la Euzona	2.8	-0.4	2.0	-0.3
Eurozona	1.9	-0.1	1.7	-0.4
Alemania	3.1	+0.2	2.0	-0.2
Francia	1.9	-0.1	1.8	-0.3
Italia	1.0	-0.3	0.9	-0.5
Resto de la Eurozona	1.5	-0.1	1.8	-0.5
Otros Avanzados fuera de Eurozona	3.9	-0.4	4.2	-0.4
Mercados emergentes y economías en desarrollo	5.9	-0.2	6.1	-0.2
ASIA	8.2	-0.2	8.0	-0.1
China	9.2	Nil	8.7	-0.1
India	8.2	-0.6	8.1	-0.4
Resto de Asia	5.6	-0.2	5.4	-0.1
AMERICA LATINA	4.4	-0.6	4.2	-0.3
Brasil	4.5	-1.0	4.5	-0.5
México	4.0	-0.5	3.5	-0.5
Resto de América Latina	4.5	-0.2	4.5	-0.2
EUROPA CENTRAL Y ORIENTAL	4.2	Nil	4.5	Nil
MANCOMUNIDAD DE ESTADOS INDEPENDIENTES	4.8	Nil	4.8	Nil
CENTRO ESTE DE AFRICA Y AFRICA DEL NORTE	0.5	-0.5	4.0	Nil
AFRICA SUB-SAHARIANA	5.0	+0.2	5.2	Nil

CIFRAS EN
%

Para la inflación, el reciente debilitamiento del crecimiento global ha traído un auxilio desde la ascendente presión manifiesta a comienzos del año, aunque la inflación sigue siendo preocupante en algunos países. Específicamente, sobre la base de un promedio de tres meses, la inflación respecto al precio global al consumidor en conjunto ha declinado del 5,5 % a comienzos de este año a menos del 4 % más recientemente, y esta tendencia descendente corresponde a las economías desarrolladas y también al mercado emergente y a las economías en vías de desarrollo. La reciente tendencia descendente también corresponde a los precios básicos para el consumidor en el mercado emergente y las economías en vías de desarrollo, pero la situación es más mezclada para las economías avanzadas, donde la inflación central ha tenido una tendencia ascendente para Estados Unidos, algo errática para Europa y significativa-

mente negativa para Japón. La moderación de muchos precios globales clave para las *commodities* (especialmente para el petróleo) después de haber subido más temprano este año es una parte importante de la historia de la inflación general. La perspectiva de que la actividad económica mundial continúe en una trayectoria algo más baja de lo que fue anticipado temprano este año, así como las favorables perspectivas para resolver algunas de las preocupaciones sobre los suministros que contribuyen a perforar los precios del petróleo, sugiere que el aumento de la inflación no sea probablemente una preocupación clave global durante este año y el próximo.

Mis principales preocupaciones respecto a la *performance* económica global más allá del próximo año se relacionan en forma primaria con las economías desarrolladas, y estas preocupaciones merecen un debate

más extenso. Antes de encarar este debate, sin embargo, es útil explorar de manera más exhaustiva la situación en el mercado emergente y en los países en vías de desarrollo y por qué estos países estarán probablemente en cierto modo inmunes ante los problemas que hostigan a las economías desarrolladas.

Mercado emergente y países en vías de desarrollo

China justifica más de un trimestre del peso económico (en una base de paridad del poder adquisitivo [PPP siglas en inglés]) de todos los mercados emergentes y los países en vías de desarrollo y de un octavo del PBI real mundial. El rápido crecimiento económico de China en los años recientes ha contribuido más que

a un cuarto del crecimiento del PBI real mundial. Recientemente, el porcentaje de crecimiento de China se ha hecho más lento desde más del 10 % en 2010, pero todavía es probable que esté ligeramente sobre el 9 % para 2011.

Como evidencia de la reciente disminución ha aumentado cierta preocupación acerca de que el crecimiento para 2012 pueda caer significativamente debajo del 9 % e incluso debajo del 8 %. Aunque mi expectativa es que el porcentaje de crecimiento de China disminuirá un poco debajo del 9 % el año próximo, considero que es improbable una desaceleración más pronunciada. La actual desaceleración refleja en una medida sustancial los esfuerzos exitosos de las autoridades políticas para enfriar una economía recalentada, como está indicado por una inflación más alta que lo deseado y un *boom* insostenible en la inversión inmobiliaria. Ahora no es muy necesario hacer más esfuerzos para enfriar la economía y el mercado inmobiliario, más allá de la reciente útil decisión de permitir en alguna medida una más rápida apreciación del yuan contra el dólar estadounidense.

A la inversa, si el porcentaje de crecimiento de China está cayendo al 8 % o más bajo, las autoridades tienen bastantes posibilidades de moderar su reciente política de ajuste para dar un significativo impulso a la economía. A diferencia de muchas economías desarrolladas donde más políticas de moderación parecen haber perdido más de su poder de estimulación, no es este el caso en China. Por otra parte, como 2012 es un año de importante transición política en China, las autoridades están probablemente más sensibles que lo usual para responder a cualquier desaceleración del crecimiento.

Considerando el mediano palazo, es claro que el crecimiento económico de China no puede continuar basándose en una tasa creciente de inversión fija, que en el 49 % del PBI está ya en el territorio del récord mundial. El reciente desplazamiento de una considerable inversión en las industrias orientadas a la exportación hacia infraestructura e inversión inmobiliaria es generalmente bienvenido, pero esto tam-



poco puede continuar de forma indefinida. Ni tampoco será posible para China volver a elevar exportaciones netas como una clave conductora del crecimiento real del PBI, como lo hizo entre 2002 y 2007. En lugar de ello, el hecho de elevar el consumo real necesitará jugar cada vez más un rol importante en conducir la demanda para el PBI de China. Cuanto más pronto ocurra esta transformación, será mejor; pero no necesariamente se necesita estar en fuerte movimiento para hacer que la economía china crezca durante 2012.

Otras economías asiáticas con vínculos económicos particularmente fuertes con China se beneficiarán claramente con un sostenido y rápido crecimiento en China. Esto les proporcionará cierta protección, pero no ilimitada, ya que las economías desarrolladas deberían sufrir una desaceleración más pronunciada que la que ahora se proyecta.

India está menos fuertemente vinculada al resto de la economía mundial que el otro gigante en el Asia emergente. La reciente disminución del crecimiento económico en la India refleja principalmente las fuerzas domésticas, incluyendo los esfuerzos de las autoridades políticas por frenar la inflación. Este año, el crecimiento es probable que esté en alguna medida por debajo de lo proyectado por mí en abril, es decir, en el 8,2 % antes que en el 8,8 %. Para 2012 también he reducido la proyección del crecimiento del 8,5 % al 8,1 %. Se espera también que el resto del Asia emergente esté relativamente bien con un crecimiento de alrededor del 5,5 % este año y el próximo.

Para América Latina el crecimiento de este año y el próximo parece estar de alguna manera sometido a mi proyección hecha en el mes de abril pasado. Para Brasil, el crecimiento este año estará probablemente cerca de 1 % más bajo que mi proyección de abril de 5,5 %, y el crecimiento del año próximo probablemente esté alrededor de medio punto debajo de mi proyección de abril del 5 %. Para México, el estimado del crecimiento reciente permaneció relativamente fuerte a pesar de la desaceleración informada en Estados Unidos. Sin embargo esto puede no continuar y el crecimiento proyectado para México está reducido al 4 % (desde el 4,5 %) este año y al 3,5 % (desde el 4 %) para el año próximo. Para el resto de América Latina la situación está mezclada pero, haciendo un balance, existe una leve reducción de 4,7 a 4,5 % en el crecimiento proyectado para este año y el próximo.

En el Centro y el Este de Europa, el desarrollo económico progresó de acuerdo con lo esperado, y no hay un motivo sustancial para alterar mi afirmación hecha en abril de crecimiento proyectado de 4,2 % para este año y de 4,5 para el próximo, y también un crecimiento de 4,8 % este año y el próximo para el Commonwealth of Independent States (CIS).

Respecto al Oriente Medio y al Norte de África, la agitación política se ha calmado en la mayoría de los países, pero el impacto negativo sobre el crecimiento este año probablemente va a ser sustancial, con toda la región mostrando apenas un crecimiento

positivo. El año próximo debería ser mejor y todavía se espera un crecimiento del 4 %. Mientras tanto, el África subsahariana ha resistido bastante bien las recientes tormentas en la economía mundial, y todavía se espera para este año y el próximo un crecimiento de alrededor del 5 %.

Japón y las otras economías avanzadas del Asia Pacífico

Para Japón, siguiendo a una caída en el PBI en 2010 T IV (cuarto trimestre), el impacto negativo del sismo ocurrido en el mes de marzo y sus consecuencias impulsa probablemente el crecimiento del PBI hacia abajo a -0,5 % para 2011, a pesar de un rebote en la segunda mitad, que parece ya estar en camino. La continuación de este rebote en 2012 implica que el crecimiento el año próximo alcanzará probablemente el 3,5 % proyectado en abril.

En las nuevas economías avanzadas de Asia (Hong Kong, Singapur, Corea del Sur y Taiwán), el crecimiento ha disminuido algo respecto del año pasado, como está indicado por el hecho de que, como en el segundo trimestre, el crecimiento en los precedentes cuatro trimestres fue, para todos estos países, el más bajo desde la recuperación comenzada a mitad del año 2009. Sin embargo, excepto para Singapur, donde los datos del PBI eran altamente erráticos, el crecimiento para todos estos países era todavía sustancialmente positivo y para el grupo en conjunto estaba solo ligeramente por debajo de mi proyección de abril. Con el rebote en Japón y el fuerte crecimiento continuado en China, espero que las nuevas economías desarrolladas de Asia alcancen un crecimiento de 4,5 % este año y el próximo.

Para Australia, la declinación en la producción al comienzo de este año relacionada con la inundación está comenzando a ser revertida y el crecimiento para 2011 es probable que esté entre 2 y 2,5 %. Considerando factores temporarios que han impulsado al alza algunos precios, el ajuste monetario emprendido durante el año pasado y la reciente apreciación del dólar australiano parecen adecuados para que la inflación permanezca en el nivel previsto como objetivo. Para 2012 se proyecta ahora un crecimiento de cerca del 4 % de un año a otro.

Nueva Zelanda sufrió a comienzos de este año un *shock* de producción relacionado con el sismo, el que se verá reflejado en una moderación del crecimiento de un año a otro en cerca del 1,5 % para 2011. Una mejora en el crecimiento de cerca del 4 % es proyectada para 2012, pero queda alguna preocupación sobre si la inflación superará el objetivo previsto.

A DAY IS ATTRACTION
A YEAR IS LOVE



GLENFIDDICH
EVERY YEAR COUNTS

BEBER CON MODERACION. PROHIBIDA SU VENTA A MENORES DE 18 AÑOS.

Europa Occidental

Los problemas económicos, financieros y fiscales en Europa Occidental han sido los temas dominantes en la mayoría de los comentarios sobre economía en los meses recientes. La saga de Grecia continúa con crecientes preocupaciones sobre si el gobierno griego será capaz de cumplir con los exigentes objetivos de política fiscal y sobre las más vastas consecuencias para Europa y sus bancos si no cumple. Mientras tanto, las preocupaciones sobre la sostenibilidad fiscal se han extendido más allá de tres relativamente pequeños países, Grecia, Irlanda y Portugal, para afectar recientemente a España e Italia. Los gobernantes europeos han respondido a estos desafíos, pero a menudo sus respuestas han sido consideradas, correctamente o erróneamente, demasiado poco, demasiado tarde.

Conducida por otro fuerte trimestre para Alemania, la zona del euro tuvo un giro más fuerte que la *performance* esperada en 2011T1 (primer trimestre) con un crecimiento anual del PBI de 3,4 %. El crecimiento cayó un 0,7 % en el segundo trimestre en tanto la mejora de Alemania se redujo un 0,5 % y la economía francesa se estancó. No obstante, el crecimiento para la zona del euro en 2011 está todavía en la senda para lograr casi el 2 % proyectado en abril.

La desaceleración en el segundo trimestre puede haber sido marginalmente afectada por renovadas preocupaciones sobre la capacidad de Grecia para cumplir con los objetivos de su programa de consolidación fiscal y sobre la necesidad prospectiva de reestructurar al menos algo de la enorme deuda pública de Grecia. Sin embargo, más pronunciadas preocupaciones acerca de la sostenibilidad fiscal en la zona del euro nacieron principalmente este verano cuando los porcentajes de interés de los bonos de los gobiernos de España e Italia escalaron abruptamente por sobre el 6 %. Anuncios de esfuerzos intensificados de la autoridad fiscal realizados por ambos gobiernos aportaron algún alivio, pero la declinación en la rentabilidad hasta alrededor del 5 % no llegó hasta que el Banco Central Euro-

peo (ECB en inglés) anunció que compraría bonos españoles e italianos en el mercado abierto y en cantidades significativas.

Crecientes inquietudes sobre la sostenibilidad fiscal se volcaron sobre las preocupaciones acerca de la viabilidad de los bancos europeos que mantienen grandes volúmenes de deudas soberanas europeas. Se pensaba generalmente que la mayoría de los bancos estaba suficientemente bien capitalizada para absorber los costos de una no demasiado agresiva reestructuración de la deuda del gobierno griego. Pero los problemas con la mucho más grande deuda pública de España o con la enorme deuda pública de Italia serían un tema bastante diferente. En verdad, si se adoptara el principio de acotar el valor de mercado de los bonos del gobierno mantenidos por los bancos europeos, las reducciones en valor asociadas con la reciente escalada de los porcentajes de interés españoles e italianos implicarían un deterioro significativo de las posiciones de capital social de una cantidad de los mayores bancos europeos.

Los reguladores bancarios europeos, como aquellos situados en otros lugares, no aplican generalmente los valores del mercado para los valores mantenidos en los portafolios de inversión de los bancos (en contraste con aquellos mantenidos en cuentas comerciales). Por consiguiente, estos reguladores y el Banco Central Europeo, y la mayoría de los banqueros europeos consideran que, con pocas excepciones, los niveles de capitalización bancarios son los adecuados.

Esta posición no es absurda, pero no es enteramente tranquilizadora. Los valores de mercado reflejan el temor de un posible *default* en algún momento en el futuro. Si actualmente no ocurre ningún *default* y un banco sigue manteniendo un bono gubernamental (antes que venderlo a precios deprimidos), no sufrirá pérdida alguna. Además, situaciones donde hay temores moderados de un posible *default* usualmente no se convierten en *defaults* actuales. Sin embargo, *defaults* soberanos ocurren algunas veces, como lo están demostrando ahora los sucesos ocurridos en Grecia. Incluso sin *defaults* actuales,





la declinación en el mercado de valores de los bonos soberanos mantenidos por los bancos se reflejan a menudo en alguna medida en los valores de mercado de los fondos propios de los bancos. Incluso si el valor contable de los fondos de un banco permanece adecuado para cumplir los estándares oficiales, una declinación en el valor de mercado de tal fondo a niveles bajos puede seriamente deteriorar la habilidad del banco para desempeñar su función fundamental como intermediario del crédito. Nosotros vimos esto durante el pánico financiero de fines de 2008 (en Estados Unidos y en otros lugares) cuando los valores de mercado de los fondos de muchos bancos cayeron a excepcionales bajos niveles incluso mientras los valores contables de los fondos eran evaluados en niveles muchos más altos.

En este escenario, más amplias preocupaciones sobre la sostenibilidad fiscal de algunos países clave en la zona euro e inquietudes asociadas acerca de los bancos europeos no han sido resueltas con éxito. Si la crisis se profundiza significativamente, las implicancias para el crecimiento económico en Europa y en ámbitos más vastos, y para la estabilidad financiera, probablemente llegarían a ser muy graves.

Aunque existe un riesgo, no creo probable que este sea el camino que vamos a seguir. En riguroso contraste con toda la fuerte retórica de “no fianza, no prestamista como último recurso y nunca ningún apoyo de los mercados de bonos del gobierno del Banco Central Europeo”, desde la primavera del último año, los gobernantes de la zona del euro se han visto obligados a tratar con la realidad. No sorpresivamente, la acción ha llegado solamente bajo coacción, pero ha llegado. Paquetes de apoyo financiero sustancial (con la participación del Fondo Monetario Internacional – FMI) han sido convenidos para Grecia, Irlanda y Portugal, condicionado a serios esfuerzos de consolidación fiscal. El paquete de apoyo a Grecia ha sido extendido con la condición de más vigorosos esfuerzos de consolidación fiscal y una contribución de acreedores privados para reducir el valor presente de sus reclamos. El BCE ha inter-

venido en los mercados de crédito de tal manera y con tal extensión que el presidente Jean-Claude Trichet y sus colegas habrían proclamado antes de las recientes crisis que era “inconcebible” y probablemente “más allá del mandato legal del BCE”.

Será necesario más. El European Financial Stability Fund (EFSF) es probablemente suficientemente grande para tratar con Grecia, Irlanda y Portugal. Pero se necesita más poder de fuego para ahuyentar otras amenazas. Específicamente, según mi opinión, España e Italia pueden mantener una sostenibilidad fiscal, aunque pueden necesitar todavía alguna ayuda para encarar potencialmente con su propio esfuerzo crisis de confianza. La deuda soberana de España en relación con el PBI está por debajo del promedio de la zona del euro y su déficit presupuestario primariamente es modesto y probablemente esté declinando. Italia tiene mucho más alta relación de deuda soberana respecto al PBI, pero está con un presupuesto primario sobrante y en dirección hacia un total balance presupuestario. Ambos países necesitan continuar demostrando sus compromisos respecto a políticas fiscales sostenibles en el mediano y el largo plazo.

Porque las estructuras de madurez de sus deudas públicas se desarrollan en relativo largo tiempo, ningún país está encarando la perspectiva de una muy amplia crisis de financiamiento de corto tiempo. Sin embargo, tal crisis podría tender a ser resuelta por el propio esfuerzo si un gobierno está forzado a pedir prestado a altas tasas de interés, sugiriendo así que la sostenibilidad fiscal no podría mantenerse en un plazo más largo. Es entonces cuando un apoyo financiero externo en una escala significativa pero no masiva podría probar ser útil. Las recientes compras por parte del CBE de bonos soberanos de España e Italia en el mercado secundario son un ejemplo exacto de tal apoyo externo. La expansión del EFSF para apoyar tales operaciones y permitir que el CBE apalanque su apoyo (con el EFSF absorbiendo cualquier pérdida razonable) brindaría una potencialmente valiosa garantía contra una estampida en el mercado. Una duplicación de la presente

magnitud del EFSF a 880 mil millones de euros sería adecuada para esta tarea.

Un planteo alternativo sería crear un vasto mecanismo para la emisión de "eurobonos" que significaría la unión y la responsabilidad individual de los miembros de la zona del euro (o posiblemente de la Unión Europea). Bajo este planteo, los gobiernos de la zona del euro emitirían su deuda pública como eurobonos, quizá limitada a alguna fracción (como un 60% del PBI). Todos estos gobiernos estarían sujetos a una rigurosa disciplina en relación con sus políticas fiscales.

Hay tres objeciones principales respecto a este planteo. Primero, no va a suceder. Muy justamente, los ciudadanos de estos países de la zona del euro que se consideran fiscalmente responsables no van a estar de acuerdo en suscribir de manera tan masiva la deuda de países a los que no consideran tan fiscalmente responsables. Y la deplorable tendencia de algunos líderes políticos de la zona del euro de pasar por alto la necesidad de apoyo popular para su propuesta de expandir la autoridad de las instituciones de la zona del euro es improbable que sea tolerada en esta instancia.

Segundo, la amplia propuesta de eurobono es casi seguramente impracticable. La experiencia en la zona del euro y en otras partes indica que es difícil exigir una rigurosa disciplina fiscal en los gobiernos nacionales excepto cuando están en una extrema necesidad de asistencia externa. Un límite a la emisión nacional de eurobonos aceptable para la mayoría de los países dignos de crédito es probablemente estar bien debajo de los niveles normales de préstamos recibidos de muchos países. Si hay una emisión sustancial de deuda sobre el límite (no en eurobonos), la preocupación sobre los *defaults* nacionales no se contendrá. Impulsar un verdadero gobierno nacional para la zona del euro, con autoridad soberana similar a la de la República Federal de Alemania o a la de Estados Unidos, resolvería estas dificultades. Pero no hay indicios de que los ciudadanos de los miembros de la zona del euro estén actualmente preparados para ir a cualquier lugar. El argumento de que esto hay que hacerlo para preservar los maravillosos logros del euro es absurdo.

Tercero, introducir eurobonos que cubrirían la magnitud de la deuda soberana de los miembros de la zona euro, decir 8 billones a 10 billones de euros, es ir más lejos de lo necesario para responder a las presentes dificultades. Duplicar el tamaño del EFSF a 880 mil millones de euros e incrementar la flexibilidad para su uso tendría que ser suficiente. Si no es posible alcanzar un acuerdo sobre esto, será imposible estar de acuerdo sobre un esquema mucho más grande.

Más allá del fortalecimiento del EFSF, es importante elevar la proporción del capital de los bancos europeos a niveles que consideren más adecuadamente los riesgos asociados a las fluctuaciones en el valor de mercado de sus tenencias de deuda soberana. Los accionistas y especialmente los *managers* de los bancos resistirán tales medidas, pero tal resistencia es parte de la prueba de que se


está poniendo demasiada confianza en las expectativas de la asistencia pública (o banco central) cuando ocurren dificultades. Ya es tiempo de que funcionarios públicos y bancos centrales dejen de adular y comiencen a castigar a los banqueros cuyos intereses difieren sustancialmente del interés público.

Asumiendo que los esfuerzos oficiales en los próximos meses para contener y moderar la crisis reciente serán razonablemente exitosos, la economía de la zona euro sentirá todavía los efectos adversos, pero es probable que no caiga en recesión. Declinación en la confianza del consumidor y en los negocios y pérdidas en el mercado bursátil retardarán el consumo y la inversión, así como lo harán las más altas tasas de interés en algunos países. Los más intensos esfuerzos de consolidación fiscal también tendrán algún efecto negativo en el crecimiento de la demanda. Pero las potenciales crisis financieras que no se materializan en crisis mayores tienden a tener efectos moderados y temporariamente negativos en la actividad económica.

Mi expectativa es que el crecimiento económico en la zona del euro estará marginalmente deprimido en relación con mi proyección de abril, bajo desde el 2 al 1,9 %. Un efecto negativo más grande se verá en el crecimiento de un año a otro para 2012, donde mi proyección es rebajada desde 2,1 a 1,7 %. Alemania se verá afectada, pero debe resistir los recientes problemas mejor que la mayoría, volviendo pronto a un crecimiento moderado. Francia pasará de ningún crecimiento esta primavera a una tasa de crecimiento con un promedio anual de 1,5 a 2 % durante 2012. La economía de Italia continuará luchando con un crecimiento de alrededor del 1 %. La recuperación de España estará atrasada, pero un crecimiento de 1,5 % durante 2012 es todavía una expectativa razonable. La economía de Grecia continuará sufriendo durante este año y en 2012. A Irlanda y Portugal debe irles algo mejor. Las otras pequeñas economías de la zona del euro probablemente verán un crecimiento en el orden del 2 %.

Fuera de la zona del euro, la economía del Reino Unido ha tenido un desempeño cercano a mi proyección de abril siguiendo a una declinación en la producción en 2010TIV (cuarto trimestre). No hay duda que los esfuerzos ambiciosos de consolidación fiscal han pesado sobre el crecimiento económico y es posible esperar que continúe de la misma manera. No obstante se espera un modesto crecimiento positivo para el resto de este año, con alguna probable aceleración durante 2012. El Banco de Inglaterra continúa manteniendo una política monetaria complaciente a pesar de que la inflación sigue en forma consistente por sobre el objetivo oficial. El efecto derrame desde la reciente turbulencia en la zona del euro es probable que tenga solo un limitado efecto de depresión en el Reino Unido. La proyección para el crecimiento en este año está reducida de 2 a 1,5 %, y la proyección para el año próximo está reducida por un monto similar a 2,1 %.

Queda por ver en qué medida la economía suiza estará afectada por la reciente fuerte apreciación del franco contra el euro y por

An aerial photograph of several skyscrapers, including the Willis Tower, standing in a turbulent, dark blue sea with white-capped waves crashing against their bases. The sky is overcast and grey. The buildings are illuminated from below, creating a dramatic, high-contrast scene.

Para 2012, el crecimiento proyectado de un año a otro necesita ser reducido al menos al 2,8 % (desde el 3,2 %) simplemente a causa del efecto diferencia de un crecimiento más débil que el anticipado durante 2011. Cuánto más debe ser ajustado lo proyectado para el año próximo, para abajo o para arriba, depende de diferentes incertidumbres clave.

los recientes acontecimientos en la zona del euro, pero el efecto no será positivo. Es probable que el crecimiento de un año a otro exceda del 2 %, pero también es probable que el año próximo caiga por debajo de ese número. Mientras tanto, el crecimiento en la economía de Suecia ha permanecido razonablemente robusto y este año probablemente supere en algo el 4 %. Con la economía sueca operando ahora cerca de su potencial, con la política monetaria ajustada para restringir la naciente inflación y con un derrame negativo desde la zona del euro, el crecimiento para el año próximo es probable que caiga un poco por debajo del 3 %.

Incertidumbres sobre la economía de los Estados Unidos

El crecimiento real del PBI en los Estados Unidos claramente cayó sustancialmente debajo de mi proyección de abril de un 3,5 a 4 % de tasa anual en la primera mitad de este año, y no se acercó a esa tasa este verano. Si las estimaciones revisadas para el PBI desde 2007 hasta 2011TI (estimado en el pasado julio) y el crecimiento estimado de 2011TII (emitido en el pasado agosto) están tomados al valor nominal, el crecimiento proyectado de un año a otro debe ser reducido alrededor de la mitad de mi 3,3 % proyectado en abril. Y esto presume que tendremos una aceleración en el crecimiento de cerca del 4 % en 2011TIV.

Para 2012, el crecimiento proyectado de un año a otro necesita ser reducido al menos al 2,8 % (desde el 3,2 %) simplemente a causa del efecto diferencia de un crecimiento más débil que el anticipado durante 2011. Cuánto más debe ser ajustado lo proyectado para el año próximo, para abajo o para arriba, depende de diferentes incertidumbres clave.

Dos de estas incertidumbres fueron ya destacadas en la proyección de abril. Una es la oportunidad y el paso de la recuperación prospectiva en inversión inmobiliaria. El enorme descenso en inversión inmobiliaria desde 2006 hasta la mitad de 2009 hizo un importante aporte a la gran recesión, y el fracaso de la inversión inmobiliaria para recobrase como es usual durante una recuperación general es una razón clave de por qué la presente recuperación hasta ahora ha sido tan lenta. En algún punto, una nueva estructura familiar impulsará un nuevo tipo de vivienda sobre la tasa necesaria para una depreciación balanceada (alrededor de 500.000 unidades por año) y en retroceso respecto a 1 millón y medio de nuevas unidades habitacionales por año. Todos los problemas asociados con el descenso de un tercio en los precios de hogares desde 2006 y la avalancha de juicios hipotecarios han demorado este proceso de recuperación por dos años dentro de la recuperación económica general. A pesar de las excepcionalmente bajas tasas de interés hipotecario, sin embargo, hay muy poca evidencia de que haya comenzado una significativa recuperación en inversión inmobiliaria. Siempre que la economía de los Estados Unidos logre al menos en conjunto un modesto crecimiento,

yo todavía espero que comencemos a ver tal evidencia el año próximo, pero no hay garantías.

Una segunda preocupación suscitada en abril era la posibilidad de un significativo ajuste de la política fiscal de los Estados Unidos durante 2012. Los dos puntos de porcentaje recortados en los impuestos del sueldo de empleados, la autorización para un inmediato gasto en la inversión en la mayoría de los negocios y el respaldo para extendidos beneficios para el desempleo expiran a fines de este año. Además, otros componentes del paquete de medidas de estímulo aplicado a comienzos de 2009 ya han expirado o están concluyendo, y la legislación para que termine el presupuesto del FY2011 y la reciente legislación de reducción del déficit se relacionan con el estipulado ascenso en el límite de la deuda por cerca de 30 mil millones de recorte del presupuesto en 2012 (y significativamente más en los años anteriores). Si esta legislación permanece inalterada, sería esperable que el presupuesto federal cayera cerca del 2 % del PBI el año próximo (asumiendo un rumbo inalterado de la economía). Mientras tanto, a pesar de estar ascendiendo los ingresos tributarios pero con las transferencias federales declinando, los gobiernos estatal y locales continúan recortando gastos y empleo.

Si la recuperación fuera vigorosa y permaneciera así, lo que es esperable, con el desempleo rápidamente declinante, entonces, la consolidación fiscal sustancial durante 2012 estaría en orden. Sin embargo, con la recuperación actualmente débil y no esperándose un gran impulso, la escala prospectiva de consolidación fiscal en el año próximo aparece excesiva. Se corre el riesgo de cambiar una ya decepcionante recuperación por algo peor.

El presidente Barack Obama ha propuesto la extensión de la mayoría de las medidas de estímulo que están expirando, así como medidas adicionales para fomentar el empleo. No hay dudas. El Congreso, simplemente, no aceptará todas las propuestas del presidente Obama. En realidad, creo que sería un error intentar detener virtualmente la consolidación fiscal proyectada para que tuviera efecto el año próximo en un esfuerzo para fomentar el crecimiento del trabajo antes de la elección de noviembre de 2012. La evidencia sugiere que las medidas de estímulo fiscal recientemente emprendidas no tienen mucho poder para estimular la actividad económica, y últimamente es necesario pagar por eso.

Extender el recorte del impuesto a los sueldos por otro año y darlo por terminado para los próximos dos años, y permitir beneficios que se extiendan para el desempleo para así hacer retroceder la caída de las tasas de desempleo, todo ello es razonable. Por otra parte, sería también útil adoptar un proyecto de ley para el normal transporte en el país, fundado en el impuesto existente a la gasolina, y efectuar acuerdos negociados de comercio con Corea del Sur, Colombia y Panamá. Ampliar nuevos programas para inversión en infraestructura y otros programas para aumentar gastos federales no tiene mucho sentido en una época de necesaria consolidación fiscal.



25%
OFF

en compras
corporativas

www.dianthus.com.ar

Contáctese al (011) 5252-3435

DIANTHUS S.A.

CORPORATE

más de 30 años de excelencia en regalos corporativos

GUCCI

FENDI

SECTOR
NO LIMITS

TIME FORCE
ultimate concept watches

MORELLATO
Gioielli da vivere

ORFEDRENIA
oro y plata

Una nueva causa de preocupación ha surgido desde el remate de la bolsa de valores y la turbulencia financiera asociados a los esfuerzos hechos en la reducción del déficit en los Estados Unidos y a los problemas en los sectores fiscal y financiero en Europa. El proceso político que condujo al trato a comienzos de agosto para elevar el límite de deuda y recortar los gastos gubernamentales no fue edificante y probablemente ayudó a desgastar la confianza del consumidor. La subsecuente disminución de la calificación de la deuda del Tesoro de los Estados Unidos por Standard and Poor's no significó tampoco una ayuda. Sin embargo, en mi opinión, ninguno de estos acontecimientos ha sido significativo o ha prolongado el daño a la economía de los Estados Unidos. Esta preocupación volvería si los esfuerzos de la supercomisión del Congreso para encontrar nuevas medidas significativas para reducir el déficit a un término medio se quiebran en disputas partidarias. Yo espero un resultado más favorable, por más que el proceso político de llegar a él parezca desordenado.

Las inquietudes sobre los acontecimientos en Europa han sido una causa más persistente de turbulencia en los precios de los fondos propios en los Estados Unidos desde la última primavera, si bien ellos recientemente también han puesto una significativa presión descendente sobre las tasas de interés para los bonos del Tesoro de los Estados Unidos. Si los europeos fracasan en resolver satisfactoriamente sus actuales dificultades y Europa cae en una desastrosa crisis financiera, entonces los efectos del derrame negativo para la economía de los Estados Unidos y para el siste-

ma financiero serán sustanciales. Pero, como expliqué antes, no es esta mi expectativa actual.

Sin embargo, otra inquietud surge ahora de las preguntas acerca de la exactitud y el significado de los recientes datos económicos de los Estados Unidos. Las estimaciones corregidas para el real PBI emitidas en el último mes de julio pintan un cuadro muy diferente de la economía de los Estados Unidos respecto al estimado anterior. La recesión provocó que el PBI cayera entre 2007TIV y 2009TI en un porcentaje mayor de lo que se pensó con anterioridad, y la recuperación del PBI desde 2009TII hasta 2011TI fue reducida modestamente en un 0,3 %. Más relevante para las preocupaciones presentes, como se indicó en el cuadro 2, la pauta estimada de la recuperación desde la mitad de 2009 ha cambiado. La aceleración del crecimiento en 2009TIV es más modesta en los datos corregidos, y el agudo retraso del crecimiento en la primavera de 2010, que era una parte importante de la motivación de la Reserva Federal para emprender QE2, desaparece en los datos corregidos. La mesurada aceleración del crecimiento del PBI previamente estimado para 2010TIV ahora desaparece, y los resultados corregidos para 2011TI no muestran virtualmente ningún crecimiento de la producción.

Las tasas de crecimiento del PBI para 2010TIV y 2011TI son de manera impresionante inconsistentes con los datos clave sobre el mercado de trabajo (como también se informa en el cuadro 2). La tasa de desempleo (medida por la encuesta familiar) cayó de 9,6

DATOS RECIENTES SOBRE EL CRECIMIENTO DEL PBI ESTADOUNIDENSE, EL EMPLEO, LA PRODUCTIVIDAD Y LA INFLACIÓN

CIFRAS EN %
A EXCEPCIÓN
DEL EMPLEO

TRIMESTRE	Crecimiento real del PBI estimado anual	Crecimiento real del PBI estimado revisado anual	Tasa de desempleo	Incremento del empleo (en miles)	Productividad del trabajo. Tasa de crecimiento	Aumento de los costos laborales unitarios	Base PCE* Tasa de inflación
2009 Trim III	1.6	1.7	9.7	-766	6.5	-3.9	1.5
2009 Trim IV	5.0	3.8	10.0	-185	5.5	-4.1	2.2
2010 Trim I	3.8	3.9	9.7	118	4.6	-3.1	1.1
2010 Trim II	1,7	3.8	9.6	540	1.2	1.4	1.3
2010 Trim III	2.6	2.5	9.6	-137	2.1	-0.2	0.7
2010 Trim IV	3.1	2.3	9.6	414	2.2	-1.6	0.7
2011 Trim I	1.9	0.4	8.9	490	-0.6	6.2	1.6
2011 Trim II	-	1.0	9.1	316	-0.7	3.3	1.9

*PCE = Índice de precios para el gasto del consumo personal

% en 2010TIII a 8,9 % en 2011TI. Después de declinar en 137.000 durante 2010TIII, el empleo (medido por la encuesta del gobierno) aumentó en un sólido 414.000 en 2010TIV y otro 497.000 durante 2011TI. El promedio de trabajo semanal también subió ligeramente desde 2010TIII al 2011TI, indicando sólidos beneficios en el total de horas trabajadas. Los datos semanales sobre denuncias de desempleo confirman que las condiciones del mer-

cado de trabajo mejoraron significativamente a fines de 2010 y comienzos de 2011 antes de empeorar en 2011TII.

Estas inconsistencias entre los datos corregidos del PBI y los datos sobre el empleo están reflejadas en las estimaciones corregidas para la productividad laboral (producción por hora trabajada) y, tomando en cuenta lo que ha estado ocurriendo con los sueldos, en las estimaciones de costos de trabajo por unidad de

producción. Estas estimaciones son usualmente informadas para negocios no agrícolas (mas del 60 % del PBI). Como es de nuevo informado en el cuadro 2, las estimaciones muestran ahora que el crecimiento de la productividad laboral fue muy fuerte en los iniciales tres trimestres de la recuperación, luego fue moderado durante los próximos tres trimestres y se volvió negativo en 2011TI y TII. Un débil crecimiento de los sueldos a fines del último año condujo a una declinación en los costos del trabajo por unidad en 2010TIV, pero el crecimiento negativo de la productividad y el aumento de los sueldos implicaron un incremento sustancial en los costos del trabajo por unidad durante la primera mitad de 2011. Este aumento en los costos del trabajo por unidad es aparentemente compatible con el aumento reciente en la inflación básica (que se informa en términos de incrementos porcentuales anuales teniendo en cuenta medidas trimestrales de gastos en el consumo personal [PCE en inglés] según el índice de precios, excluyendo comida y energía); pero esta inflación básica es difícil de racionalizar con el permanente alto desempleo.

¿Y ahora qué? Si se consideran los datos en curso a valor nominal, la economía de los Estados Unidos y su política económica están en un aprieto. El débil crecimiento de la producción estimado para los recientes trimestres sugiere que la política fiscal y monetaria debería ser más estimulante para apresurar el paso de la recuperación. Pero el débil crecimiento de la productividad (que está indicado aritméticamente por el lento crecimiento de la producción y el moderado crecimiento del empleo) aumenta serias preocupaciones sobre la tasa de crecimiento potencial a más largo plazo de la economía de los Estados Unidos. Estas

preocupaciones se agregan a las inquietudes sobre la trayectoria a mediano y largo plazo del déficit gubernamental y el inventario de la deuda pública, incrementado así la urgencia por efectuar serios esfuerzos para la reducción del déficit. Por otra parte, si el crecimiento de la productividad es realmente lento y los costos del trabajo por unidad están aumentando tan rápidamente como lo sugieren recientes estimaciones, entonces la inflación es un problema más urgente de lo que la mayoría de los legisladores creen. Específicamente, la deducción sería que la Reserva Federal cometió una grave equivocación en su recientemente anunciada intención de mantener las tasas de interés de corto plazo cerca de cero por al menos otros dos años. Ciertamente, cualquier idea de nueva disminución cuantitativa debería estar fuera de tratamiento hasta que la situación inflacionaria esté más clara.

Desestimo estas preocupaciones porque creo que las estimaciones corregidas del real crecimiento del PBI a fines del último año y comienzos de este año son significativamente demasiado bajas. La mayoría de los datos económicos, aparte de las estimaciones corregidas del PBI real, apoyan la opinión de que, después de seis meses de bastante satisfactorio crecimiento en el otoño del pasado año y en el invierno de este año, la economía de los Estados Unidos se retrasó significativamente esta primavera, y el verano no muestra mucha mejoría. Pero sería prematuro concluir que la tasa de crecimiento potencial subyacente de la economía de los Estados Unidos está bien por debajo de la tasa del 2,5 % o que la presión inflacionaria implícita ya es un grave problema. No obstante, me he equivocado antes sobre tales temas, y cometer tales errores no es mi único talento.

