**Paper - La “metamorfosis” de los Bancos Centrales de los países avanzados… (Cont.)**

**Anexo III - La opinión de “los que saben”: algunos “nobelados”, y varios “noveleros”**



**Nota:** dado que este Paper se extendió más de lo previsto, comencé a dudar sobre el modo de presentar el Anexo, con la opinión de “los que saben”; la primera alternativa, era eliminar el Anexo, pero me parecía una lástima privar al lector de una lectura tan diversa, como recomendable; la segunda opción era reducir los artículos, dejando solo el párrafo donde cada autor opina sobre la expansión monetaria, y los riesgos inflacionarios, pero entendía que era una forma de censura previa, irrespetuosa con los autores, y restrictiva para los lectores; y finalmente, la opción de transcribir los artículos al completo (con algunos subrayados), como deferencia con los autores y lectores. Pido perdón por la extensión, pero la importancia del tema, creo que lo justifica. Además resulta interesante ver (a tiempo pasado) quienes estuvieron acertados, o errados, en sus apreciaciones (dar o quitar razón).

- El dilema de los bancos centrales (Project Syndicate - **7/1/20**)

Beijing.- Las bajas tasas de interés -tanto nominales como reales- han sido una característica persistente de las economías avanzadas desde los años 1980. ¿Cuánto tiempo, muchos hoy se preguntan, puede durar esta tendencia?

En 2015, el “Informe de Ginebra” sobre el tema realizado por el Centro Internacional de Estudios Monetarios y Bancarios y el Centro de Investigación de Política Económica sostenía que las tasas de interés se mantendrían bajas durante mucho tiempo, pero muy probablemente no de manera indefinida. Pero con bonos de rendimiento negativo pendientes en la economía mundial por un valor de 13 billones de dólares, muchos más académicos e inversores han empezado a pensar que las tasas podrían mantenerse bajas para siempre. De ser así, los banqueros centrales enfrentarán un dilema crítico: en caso de una desaceleración del crecimiento, ¿deberían ser cautelosos o actuar de manera preventiva?

La respuesta reside fuera de la política monetaria y más allá de las fronteras nacionales. Para ver por qué, es útil revisar el concepto básico de interés, que siempre ha sido una fuente de controversia en la teoría económica. Como señaló el economista austríaco Eugen von Böhm-Bawerk en su libro de 1980 Capital e interés, “la teoría (del interés) exhibe una colección variopinta de las opiniones más conflictivas, de las cuales ninguna es lo suficientemente fuerte como para conquistar, y ninguna está dispuesta a admitir la derrota”. La situación hoy no es muy diferente. Las explicaciones para la era actual de bajas tasas de interés provienen de dos escuelas de pensamiento aparentemente contradictorias: la teoría neoclásica y la teoría keynesiana.

Los pensadores neoclásicos en la tradición de Alfred Marshall, Knut Wicksell e Irving Fisher creen que las tasas de interés reales están determinadas por fuerzas económicas reales. El dinero (o la política monetaria) es neutral, y la tasa de interés es la que equilibra el ahorro y la inversión, determinados por la preferencia temporal y los retornos, respectivamente. (De ahí que el título del libro de 1930 de Fisher sobre el tema sea La teoría del interés, determinada por la impaciencia de gastar el ingreso y la oportunidad de invertirlo). Dentro del marco neoclásico, se puede identificar un rango de factores estructurales -desde cambios demográficos que impulsan los ahorros hasta un progreso tecnológico más lento que reduce la demanda- para explicar la caída secular de las tasas de interés.

Por el contrario, según la “Teoría de la preferencia por la liquidez” de John Maynard Keynes, el interés se entiende mejor como una recompensa por deshacerse de la liquidez por un período determinado. Así, no tiene que ver con el ahorro en general, sino con el ahorro de dinero en particular. La tasa de interés, por ende, está determinada conjuntamente por la oferta de liquidez y la preferencia por el dinero de los agentes económicos.

En tiempos normales, estas dos escuelas de pensamiento corren en paralelo y pueden convivir. Keynes se centraba en la tasa nominal, mientras que a Fisher le interesaba la tasa real; Keynes enfatizaba el corto plazo y Fisher, el largo plazo. El principio de no-neutralidad monetaria en el corto plazo de Keynes no entra en conflicto directo con el principio de neutralidad en el largo plazo de Fisher. Por lo general, cuando los bancos centrales actúan de una manera keynesiana recortando las tasas nominales, las tasas reales caerán, debido al efecto de la rigidez de precios.

Sin embargo, ahora que las tasas de interés están atascadas cerca o en el límite inferior igual a cero (ZLB por su sigla en inglés), estas dos visiones podrían colisionar: un recorte de la tasa nominal provocaría una reducción inmediata de las expectativas de inflación, mientras que la tasa real quedaría sin modificaciones. Algunos economistas se refieren a este cambio en las expectativas como el “efecto neo-fisheriano”, porque se supone que el efecto Fisher tradicional -por el cual la inflación refleja la tasa nominal por un factor de uno a uno- sucede solamente en el largo plazo. Un efecto fisheriano no sucederá si las expectativas de inflación se mantienen bien ancladas. Pero una vez que las tasas están atrapadas en o cerca de ZLB, las expectativas de inflación empiezan a caer; el efecto keynesiano habitual pasa a estar dominado por el efecto neo-fisheriano.

Por lo tanto, una característica distintiva del ZLB es que está donde Fisher desplaza a Keynes. Los bancos centrales pueden recortar las tasas nominales a cero o dejarlas en territorio negativo todo lo que quieran, pero las tasas reales se mantendrán sin cambios. Cuanto más keynesiana sea la manera de actuar de un banco central (intentando estimular la demanda a través de recortes de las tasas), más fisheriana se vuelve la economía, al menos en términos de expectativas de inflación. Y cuando esto sucede, la política monetaria no sólo se vuelve impotente sino potencialmente nociva.

Sin duda, la perspectiva neo-fisheriana es polémica en los círculos académicos. Pero, inclusive si no existe ningún efecto fisheriano perverso, la fijación de tasas de interés o una situación en la que las tasas están atrapadas involuntariamente en el ZLB podría ampliar el impacto. Para los bancos centrales, evitar estas condiciones puede plantear un dilema. ¿Deberían recortar las tasas cuando fuera necesario, aún hacerlo pudiera generar una trampa fisheriana?

Una sobredosis de política monetaria puede crear condiciones de “no-neutralidad” monetaria al presionar a la baja la tasa real de equilibrio. Esto puede suceder a través de por lo menos dos canales. El primer es el ciclo financiero de expansión y recesión. Las tasas de interés persistentemente bajas fomentan la búsqueda de riesgo, y el resultado pueden ser desequilibrios financieros y acumulaciones de deuda. Cuando la música para, los bancos centrales deben reducir las tasas aún más para contrarrestar la recesión inevitable. El segundo canal es la asignación inadecuada de los recursos, que puede suceder cuando un exceso de liquidez inhibe la “destrucción creativa” schumpeteriana al ofrecer un salvavidas a empresas no competitivas.

**Resolver el dilema exigirá un cambio fundamental en el diseño y la implementación de la política económica. Necesitamos una coordinación de políticas mucho mejor a nivel nacional e internacional. A nivel del país, la política monetaria no puede ser la “única alternativa”. No sólo la política fiscal y las reformas estructurales deberían desempeñar un papel más importante, sino que la política macroprudencial debería pasar a ser una máxima prioridad, para contener los ciclos financieros de expansión y recesión.**

**A nivel internacional, una red de seguridad financiera bien integrada ayudaría a reducir la necesidad de un autoseguro a través de activos seguros. Una buena manera de aunar recursos sería mejorar el poder de fuego del Fondo Monetario Internacional a través de reformas en las cuotas. Un sistema monetario internacional nuevo y mejorado no se construirá en un día, pero tenemos que empezar por alguna parte.**

(Miao Yanliang, a member of the China Finance 40 forum, is an adjunct professor at Peking University’s National School of Development.

- ¿Mirarán los funcionarios de la eurozona a largo plazo? (Project Syndicate - **7/1/20**)

Bruselas.- El comienzo de un nuevo año, y el inicio de una nueva década, es buen momento para una reflexión a más largo plazo sobre la política económica. En la década de 2010, dominada por las consecuencias de una crisis financiera extraordinaria, un fuerte estímulo monetario y fiscal estaba claramente justificado. De hecho, hoy en general se coincide en que la aplicación por casi todos los gobiernos de grandes expansiones fiscales seguidas de políticas monetarias no convencionales fue esencial para evitar que la Gran Recesión se convirtiera en una repetición de la Gran Depresión de los años treinta.

Pero ahora que la crisis está superada, la pregunta, para los funcionarios de la eurozona en particular, es si esas medidas de emergencia deben continuarse durante la nueva década y, en caso afirmativo, qué efectos a largo plazo pueden esperarse. Y en esto chocamos enseguida con los límites del conocimiento económico.

**Tanto la teoría económica cuanto un abundante corpus empírico indican que un estímulo fiscal genera más demanda y empleo en el corto plazo, especialmente en momentos de crisis financiera.**

Pero entre los economistas hay desacuerdos de base en relación con los efectos a más largo plazo de la política fiscal cuando los mercados funcionan normalmente. Si bien la teoría indica que la política fiscal expansiva puede inducir un adelanto del gasto de los hogares, en el largo plazo, los consumidores sólo gastarán lo que ganen. Además, la evidencia empírica a largo plazo es tenue, porque pocos países han mantenido un déficit o un superávit fiscal grande y persistente por décadas.

Japón ofrece el ejemplo más obvio del uso de la política fiscal para combatir una desaceleración económica prolongada, que comenzó con el estallido de la burbuja inmobiliaria japonesa hace casi exactamente treinta años. Pese a los importantes niveles de déficit fiscal mantenidos por sucesivos gobiernos japoneses después de eso, el crecimiento agregado del PIB fue escaso; y el crecimiento per cápita, aunque mucho mejor, no fue muy distinto del de otras economías desarrolladas mucho menos deficitarias.

Algunos sostienen que sin esta expansión fiscal, Japón hubiera crecido menos aún. Pero esta tesis no puede ni probarse ni refutarse, porque no podemos rebobinar y repetir los últimos treinta años con otra política distinta.

La diferencia entre el crecimiento agregado y el crecimiento per cápita de Japón resalta la importancia de las tendencias demográficas para la formulación de la política económica a más largo plazo. En los años de bonanza la población japonesa en edad de trabajar aumentaba más o menos al 1% anual, pero ahora disminuye a un ritmo similar. Esto implica que para un nivel de productividad constante, la tasa de crecimiento potencial de Japón tiene que haber disminuido alrededor del 2%.

La eurozona está experimentando una tendencia similar: se prevé que en las próximas décadas la población en edad de trabajar de sus 19 estados miembros se reduzca alrededor de un 0,4% anual. Esta reducción es menos pronunciada que en Japón, pero se mantendrá en el tiempo, lo que implica que la eurozona también enfrenta la probabilidad de una década de poco crecimiento agregado (más allá de que el ingreso per cápita en el bloque seguirá creciendo, porque la productividad está en aumento, aunque lentamente).

Aceptar las implicancias económicas del declive demográfico es difícil, especialmente cuando los sistemas políticos giran en torno de la distribución creciente de ganancias económicas entre los votantes. Un modo lógico de aliviar las restricciones al crecimiento impuestas por la reducción de la población en edad de trabajar sería, por supuesto, elevar la edad de retiro. En principio, tendría que ser posible, dado el aumento de la expectativa de vida sana. Pero la oleada de huelgas que se desató en Francia en respuesta a los planes de reforma previsional del presidente Emmanuel Macron pone nuevamente de manifiesto el firme rechazo de la opinión pública a medidas de esa naturaleza.

Aumentar la inversión en infraestructura parecería una forma políticamente más aceptable de estimular el lento crecimiento de la eurozona, y sería fiscalmente indolora si se financiara con la emisión de más deuda. Pero la experiencia de Japón debe servir a los funcionarios de la eurozona como advertencia contra pensar que la inversión en infraestructura es una panacea. Cuando a principios de los noventa las tasas de crecimiento de Japón comenzaron a reducirse, los gobiernos implementaron un enorme aumento de la inversión pública en infraestructura, hasta llegar al 6% del PIB, alrededor del doble del nivel de otras economías desarrolladas con un PIB per cápita similar. Pero la desaceleración no se detuvo, y más tarde se reveló que gran parte del gasto adicional se había usado para financiar proyectos innecesarios.

Por supuesto, cualquier gobierno que hoy inicie un programa de gasto masivo en infraestructura dirá que sus inversiones serán mucho más selectivas y productivas. Pero es probable que sea una promesa vana, porque en las economías avanzadas sencillamente no quedan tantos proyectos de infraestructura económicamente viables.

Incluso la inversión pública en infraestructura “verde” es sólo una opción de respaldo, necesaria en la medida en que resulte imposible aumentar los impuestos al carbono hasta niveles que induzcan al sector privado a reducir las emisiones lo suficientemente rápido para alcanzar las ambiciosas nuevas metas climáticas de Europa. En cualquier caso, el resultado de esas inversiones verdes no sería más crecimiento del PIB, sino menos emisiones (algo bueno para el planeta, no para aumentar salarios e ingresos en Europa).

Más en general, el rédito de la inversión en infraestructura se reduce bastante rápido. Si bien después de un período de inversión insuficiente, un aumento moderado del gasto en infraestructura puede ser útil, no hay que esperar que el efecto sobre el crecimiento sea duradero.

De modo que de no mediar un aumento del ingreso de inmigrantes en edad de trabajar (algo políticamente inviable), a Europa (y en particular a la eurozona) casi no le queda otra alternativa que prepararse para una “era de expectativas limitadas”. Aunque para los gobiernos nacionales será difícil resistir la tentación de prolongar en exceso las políticas expansivas que aparentemente funcionaron durante la crisis, no pueden eludir las normas fiscales de la eurozona. Es verdad que durante la crisis el límite superior de 3% del PIB que impone el Tratado de Maastricht al déficit fiscal nacional fue muy criticado (y en la práctica, ignorado). Pero ahora este límite puede resultar útil para prevenir una acumulación excesiva de deuda de los gobiernos en un vano intento de contrarrestar las consecuencias inevitables del declive demográfico.

El Banco Central Europeo también tendrá que moderar sus aspiraciones. En lo peor de la crisis, era necesario que asegurara estar dispuesto a hacer “lo que fuera necesario” para salvar el euro. Pero hoy, casi no tiene sentido que las autoridades monetarias insistan en seguir comprando bonos para alcanzar una escurridiza meta de inflación.

La década de 2010 fue un período excepcional que exigía políticas económicas nunca antes vistas en la eurozona. Pero ahora, el BCE y las autoridades fiscales deben pensar a más largo plazo y aceptar que es improbable que un estímulo económico continuado contrarreste los efectos de una población en disminución.

(Daniel Gros is Director of the Centre for European Policy Studies)

- Los bancos centrales enfrentan un año de desafíos en aumento (Project Syndicate - **9/1/20**)

Seattle.- Después de un año que implicó uno de los mayores giros en U en la historia de la política monetaria reciente, los bancos centrales hoy esperan que en 2020 reine la paz y la tranquilidad. Esto es particularmente válido para el Banco Central Europeo y la Reserva Federal de Estados Unidos, las dos instituciones monetarias más poderosas del mundo. Pero la paz y la tranquilidad cada vez están más lejos de su control directo; y sus esperanzas fácilmente podrían verse frustradas si los mercados sucumbieran a ciertas incertidumbres de mediano plazo, muchas de las cuales se extienden más allá de la economía y las finanzas, en el terreno de la geopolítica, las instituciones y las condiciones políticas y sociales domésticas.

Hace poco más de un año, el BCE y la Fed transitaban el camino de una reducción gradual de sus balances extremadamente expandidos, y la Fed subía las tasas de interés de los niveles adoptados en mitad de la crisis financiera global. Ambas instituciones intentaban normalizar sus políticas monetarias después de años de apelar a tasas de interés ultra-bajas o negativas y de compras de activos en gran escala. La Fed había aumentado las tasas de interés cuatro veces en 2018, tenía previstos más aumentos para 2019 y había fijado la evolución de su balance en “piloto automático”. Y el BCE había terminado la expansión de su balance y comenzado a alejarse de mayores estímulos.

Un año después, estas medidas se han revertido. En lugar de subir más las tasas, la Fed las recortó tres veces en 2019. En lugar de reducir su balance, la Fed lo expandió en mayor magnitud durante los últimos cuatro meses del año que en cualquier período comparable desde la crisis. Y lejos de señalar una eventual normalización de su estructura de tasas, la Fed avanzó firmemente hacia un paradigma de tasas “más bajas por más tiempo”. El BCE también llevó su estructura de tasas de interés aún más en territorio negativo y reinició su programa de compra de activos. Como resultado de ello, la Fed y el BCE despejaron un sendero para muchos recortes de tasas de interés en todo el mundo, produciendo algunas de las condiciones monetarias globales más flexibles de las que haya registro.

Este giro dramático de las políticas fue particularmente curioso en dos sentidos. Primero, se concretó a pesar del creciente malestar -tanto dentro como fuera de los bancos centrales- sobre el daño colateral y las consecuencias no intencionadas de la dependencia prolongada de una política monetaria ultra-laxa. En todo caso, este malestar había crecido durante todo el año, debido al impacto negativo de las tasas ultra-bajas y negativas en el dinamismo económico y la estabilidad financiera. Segundo, la drástica reversión no fue en respuesta a un colapso del crecimiento global, mucho menos a una recesión. Según la mayoría de las estimaciones, el crecimiento en 2019 rondó el 3% -comparado con el 3,6% del año anterior- y muchos observadores esperan un rápido rebote en 2020.

En lugar de actuar en base a señales económicas claras, los principales bancos centrales sucumbieron una vez más a la presión de los mercados financieros. Los ejemplos incluyen el cuarto trimestre de 2018, cuando la Fed reaccionó a una venta pronunciada del mercado bursátil que parecía amenazar el funcionamiento de algunos mercados en todo el mundo. Otro ocurrió en septiembre de 2019, cuando la Fed respondió a una repentina alteración no prevista en el mercado de financiación mayorista (repo) -un segmento de mercado sofisticado y altamente especializado que implica una estrecha interacción entre la Fed y el sistema bancario.

Esto no pretende sugerir que los objetivos de los bancos centrales no estuvieran en riesgo en cada ocasión. En ambos casos, las dislocaciones generalizadas del mercado financiero podrían haber minado el crecimiento económico y la inflación estable, creando las condiciones para una intervención aún más aguda en la política monetaria. Es por eso que la Fed, en particular, definió su giro en U en sus políticas en términos de “seguro”.

Ahora bien, los desafíos que enfrentan los banqueros centrales no se detienen allí. Al permitirles a los mercados financieros volver a dictar cambios en la política monetaria, tanto el BCE como la Fed echaron más combustible a un fuego que ya venía bramando desde hace años. Los mercados financieros han sido impulsados de un pico récord a otro, sin importar los fundamentales económicos subyacentes, porque a los operadores e inversores se los condicionó a creer que los bancos centrales son sus “mejores amigos para siempre”. Una y otra vez, los bancos centrales se han mostrado dispuestos y capaces de intervenir para controlar la volatilidad y mantener altos los precios de las acciones y los bonos. En consecuencia, la estrategia adecuada para los inversores ha sido comprar cuando el mercado cae, y hacerlo cada vez más rápido.

Sin embargo, dadas las crecientes incertidumbres de mediano plazo, los banqueros centrales no pueden suponer condiciones tranquilas en 2020. Si bien una liquidez amplia y predecible puede ayudar a calmar a los mercados, no elimina las barreras existentes para un crecimiento sostenido e inclusivo. La economía de la eurozona en particular hoy está plagada de impedimentos estructurales que están erosionando el crecimiento de la productividad. Y existen profundas incertidumbres estructurales de largo plazo que surgen del cambio climático, las alteraciones tecnológicas y las tendencias demográficas.

Es más, en todo el mundo, ha habido una pérdida generalizada de confianza en las instituciones y en la opinión de los expertos, así como una profunda sensación de marginalización y alienación entre segmentos significativos de la sociedad. La polarización política es más intensa, y muchas democracias están atravesando transiciones inciertas. También, si bien las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China se han aliviado temporariamente gracias a un acuerdo de “fase uno”, las causas de conflicto subyacentes prácticamente no se han resuelto. Y el mundo de pronto está en ascuas en tanto escalan las tensiones entre Estados Unidos e Irán, en un momento en que Irán promete una mayor represalia por el asesinato dirigido del principal líder militar de Irán por parte de Estados Unidos.

Para el bienestar económico y la estabilidad financiera de largo plazo, esta letanía de incertidumbres exige una respuesta política que se extienda más allá de la competencia tradicional de los bancos centrales. Requiere un compromiso integral de varios años en el que se utilicen herramientas estructurales, fiscales y transfronterizas. Sin eso, los mercados financieros seguirán a la espera de intervenciones de los bancos centrales que, según un cuerpo cada vez mayor de evidencia, no sólo son cada vez más ineficientes para la economía sino también potencialmente contraproducentes. Más allá de si los bancos centrales evitan o no un protagonismo en 2020, probablemente enfrenten desafíos aún mayores para la autonomía política y la credibilidad política que son tan cruciales para su efectividad.

(Mohamed A. El-Erian, Chief Economic Adviser at Allianz, the corporate parent of PIMCO where he served as CEO and co-Chief Investment Officer, was Chairman of US President Barack Obama’s Global Development Council. He is President Elect of Queens’ College (Cambridge University), senior adviser at Gramercy, and Part-time Practice Professor at the Wharton School at the University of Pennsylvania. He previously served as CEO of the Harvard Management Company and Deputy Director at the International Monetary Fund. He was named one of Foreign Policy’s Top 100 Global Thinkers four years running. He is the author, most recently, of The Only Game in Town: Central Banks, Instability, and Avoiding the Next Collapse)

- Las tasas de interés pasadas y el crecimiento futuro (Project Syndicate - **13/1/20**)

Nueva York.- Se ha escrito un nuevo capítulo en la historia de las tasas de interés globales libres de riesgo. En un estudio reciente, Paul Schmelzing del Banco de Inglaterra rastrea las tasas de interés reales (ajustadas por inflación) a nivel global durante el período transcurrido entre 1311 y 2018. A pesar de estabilizaciones temporarias durante los períodos 1550-1640, 1820-1850 y 1950-1980, Schmelzing determina que las tasas reales seguras a nivel global han tendido persistentemente a la baja en los últimos cinco siglos, y que las tasas reales seguras negativas se han vuelto más frecuentes de manera sostenida desde el siglo XIV.

A la luz de este récord histórico, Schmelzing cuestiona la hipótesis, propuesta por Lawrence H. Summers de la Universidad de Harvard y otros, de que las economías avanzadas están experimentando un “estancamiento secular”. En la medida que el discurso del estancamiento secular “supone una anomalía de la dinámica de más largo plazo en las últimas décadas”, Schmelzing cree que es “totalmente engañoso”.

Sin embargo, es necesaria cierta cautela respecto de los descubrimientos empíricos de Schmelzing. Las tasas supuestamente seguras que él cataloga en verdad incluyen primas de riesgo de default que podrían variar sistemáticamente con el tiempo. Es probable que los datos tempranos de inflación no sean confiables. Y aun si los datos de Schmelzing ofrecieran un panorama imparcial y confiable de la evolución de las tasas de interés real desde el siglo XIV, no tienen ninguna relación obvia con la plausibilidad de la hipótesis del estancamiento secular para 2020 y después.

Esa hipótesis sostiene que la tasa de interés real natural -la tasa de interés real segura consistente con una plena utilización de la mano de obra y el capital, una inflación estable y un balance de cuenta corriente sostenible- ha caído a cero o a niveles negativos en la mayoría de las economías avanzadas. Una razón para esto es una caída de la tasa de crecimiento potencial de la producción. El crecimiento potencial débil de hoy es atribuible a una variedad de factores, entre ellos el envejecimiento de la sociedad, la desglobalización (desde la crisis financiera de 2008) y un crecimiento de la productividad total de los factores posiblemente más lento. Tanto la tasa de interés natural como de mercado se han visto reducidas por un incremento de las propensiones de ahorro privado (que pueden reflejar la demografía, la creciente desigualdad de ingresos y riqueza y el desapalancamiento de los balances después de 2008).

Es más, las tasas seguras de hoy pueden haberse deprimido aún más debido a la mayor demanda de activos seguros, que proviene en parte de los mercados emergentes y en parte de cambios en las regulaciones financieras y normas del sector financiero posteriores a la crisis de 2008. La tasa real neutral está en cero o por debajo de cero, las tasas de política están en niveles históricamente bajos o cerca (y muchas veces limitadas por el límite inferior igual a cero) y la inflación es baja y aparentemente inmune a los esfuerzos de los bancos centrales para que aumente de manera decisiva. Como resultado de ello, la tasa real de mercado hoy excede la tasa real neutral, o lo hará en la próxima crisis cíclica.

Cuando esto suceda, podría resultar en un equilibrio estacionario, en tanto la actividad económica y el ahorro privado efectivo caen de la mano de una inversión privada débil. Una caída de la demanda agregada, de la actividad y del empleo podría debilitar aún más la producción potencial, haciendo caer aún más la tasa real neutral. En una inversión de la Ley de Say, una falta de demanda efectiva puede crear su propia falta de oferta potencial. Los auges y burbujas de activos pueden impulsar de manera artificial e insostenible la demanda agregada. Estos están motivados por la negación del riesgo y por una búsqueda desesperada de rendimientos, en parte producto de una dependencia prolongada por parte de los bancos centrales de tasas de interés nominales y reales, muy bajas, un alivio cuantitativo y cualitativo y un preanuncio monetario y objetivos de curva de rendimiento de amplio alcance.

La prescripción de políticas para restablecer el pleno empleo y evitar el estancamiento cíclico y secular es sencilla. Los gobiernos deberían usar una política fiscal expansiva y reformas estructurales del lado de la oferta para impulsar la demanda agregada y hacer aumentar la tasa de interés real neutral al punto que pueda equipararse con la tasa de interés de mercado.

La composición del paquete fiscal ideal será específica por país. Estados Unidos, con su infraestructura deplorable, debería fomentar la inversión pública en consecuencia (y los gobiernos federales y estatales deberían tener una lista extensa de proyectos “de rápida implementación” en espera). El gasto público en salud, educación e investigación y desarrollo también es muy aconsejable. En cuando a muchos otros países, los impulsos fiscales del consumo privado o los recortes de los impuestos corporativos podrían ser apropiados. Y los miembros europeos de la OTAN, por su parte, podrían cumplir con sus compromisos para aumentar los gastos en defensa al 2% del PIB.

Por supuesto, no deberían ignorarse los efectos del estímulo fiscal en la deuda pública. Pero, en la mayoría de las economías avanzadas, la tasa de crecimiento del PIB supera la tasa de interés sobre la deuda pública, lo que significa que es poco probable que el espacio fiscal sea una limitación vinculante para medidas de estímulo bien diseñadas. Tampoco deberíamos subestimar el potencial de las reformas del mercado laboral (particularmente en Francia) y de las medidas para restablecer la competencia en mercados de productos clave (particularmente en Estados Unidos). En ambos casos, el resultado podría ser un aumento saludable de la inversión privada.

Considerando todas estas opciones todavía sobre la mesa para impulsar la demanda agregada y la tasa de interés natural, es claro que el estancamiento secular no es una necesidad determinada tecnológicamente, sino más bien una opción colectiva disfuncional. Más precisamente, los desafíos para el crecimiento hoy no tienen nada que ver con los que enfrentaban los ahorristas, inversores, trabajadores, agricultores y capitalistas pre-modernos a los que estudia Schmelzing.

Sin duda, será interesante ver la investigación futura sobre lo que condujo a la caída “suprasecular” de las tasas de interés reales en los últimos cinco siglos, y sobre las interacciones entre la tasa de interés natural y de mercado en las sociedades preindustriales. Es difícil imaginar un colapso demográfico más radical que la Peste Negra que azotó a Europa y a Asia a mediados de los años 1300 y, sin embargo, el impacto en la tasa de interés real parece haber sido mínimo. En cualquier caso, nada en la investigación de Schmelzing hasta el momento invalida la hipótesis del estancamiento secular de hoy.

(Willem H. Buiter, a former chief economist at Citigroup, is a visiting professor at Columbia University)

- ¿Qué podría echar a perder el 2020? (Project Syndicate - **16/1/20**)

Londres.- El juego tradicional de los pronósticos económicos de enero para el año por delante parece no valer la pena, sobre todo cuando las predicciones han sido las mismas durante una década. En 2020, comparado con todos los años transcurridos desde la crisis financiera, es aún más factible que la economía global siga creciendo, que las tasas de interés se mantengan en niveles muy bajos y que los mercados bursátiles continúen subiendo.

De modo que, en lugar de predecir el escenario más probable, que es bastante obvio, resulta más útil considerar acontecimientos poco probables que podrían alterar el escenario benigno factible. Creo que diez riesgos podrían causar el mayor problema económico y financiero en 2020. No son predicciones: una continua expansión global es más probable que cualquier combinación de estos reveses. Y no son “sorpresas” que, por definición, son imposibles de prever. Más bien, son “desconocidos conocidos”, ordenados del riesgo más bajo al riesgo más alto, según mi punto de vista.

El menor riesgo es el que muchos economistas predicen cada año: una recesión global, causada por Estados Unidos o China. Una recesión es inevitable, pero menos probable en 2020 que en cualquiera de los diez años anteriores. Mientras que la inversión y la industria a nivel mundial han sufrido como consecuencia de la guerra comercial de Estados Unidos y China, las políticas macroeconómicas en ambos países han impulsado la vivienda, los servicios y el gasto público. La economía mundial seguirá beneficiándose este año de un viento de cola generado por los recortes de las tasas de interés de Estados Unidos del año pasado y los esfuerzos de China por fomentar un crecimiento de aproximadamente el 6%. A falta de una nueva sacudida de envergadura, la recesión en 2020, por lo tanto, es extremadamente improbable.

De la misma manera, existe un riesgo insignificante de tasas de interés más altas. A muchos inversores y empresas les preocupa que el contexto de tasas de interés bajas de hoy pronto pueda terminar, al menos en Estados Unidos. La inflación y las tasas de interés de largo plazo probablemente aumenten este año, pero es casi impensable que los bancos centrales ajusten la política monetaria. La Fed lideraría este proceso y no va a aumentar las tasas en un año electoral.

En Europa, en lugar de desatar una epidemia de euroescepticismo, el Brexit ha actuado como una vacuna. Hasta los líderes populistas en Italia, Francia y Alemania parecen desanimados por la experiencia del Brexit, y las negociaciones de este año sobre un acuerdo comercial post-Brexit reforzarán las percepciones negativas del proceso que tienen los europeos. Pero la política siempre es volátil, especialmente en Italia, por lo que una crisis del euro motivada políticamente sigue siendo un riesgo bajo, pero no menor.

Si bien la guerra comercial de Estados Unidos y China atrapó la mayor atención en 2019, Europa en verdad fue el eslabón más débil en la economía mundial. Últimamente, el desempeño económico de Europa se ha estabilizado y la política ha mejorado drásticamente -el Banco Central Europeo volvió a lanzar el alivio cuantitativo y el sentimiento político se está volviendo en contra de la austeridad fiscal-. Pero la economía de Alemania todavía enfrenta una crisis existencial, y los políticos europeos tienen un récord casi imbatible de esfuerzos disparatados por recortar los déficits presupuestarios cuando sus economías necesitan apoyo fiscal. **Una recesión europea, por lo tanto, sigue siendo el mayor riesgo macroeconómico en 2020, tal como lo era el año pasado.**

Luego está la amenaza de una importante disrupción energética. Desde el asesinato por parte de Estados Unidos de Qassem Suleimani, comandante de la Fuerza Quds iraní, los mercados financieros han estado preocupados por una espiral de guerra y una disparada de los precios del petróleo. Cada recesión global en los últimos 50 años ha estado precedida por una duplicación del precio del petróleo (aunque no toda duplicación del precio del petróleo ha estado seguida de una recesión). Para duplicarse de un año al otro, los precios del petróleo tendrían que dispararse por encima de 110 dólares. Esto es improbable, pero posible si una guerra entre Estados Unidos e Irán interrumpiera los embarques en el Golfo Pérsico. Una recesión inducida por el petróleo es, por ende, un riesgo moderado.

También existe un riesgo moderado de un mayor proteccionismo. La guerra comercial entre Estados Unidos y China ha sido una obsesión para los mercados durante tanto tiempo que las malas noticias ya han sido digeridas, y el acuerdo de “fase uno” sugiere que no habrá una mayor escalada este año. Eso todavía deja varios riesgos comerciales en el horizonte, especialmente para Europa, que es vulnerable a una ruptura de las conversaciones del Brexit o a una desviación de los instintos proteccionistas de Trump de la electrónica china a los autos alemanes. Pero Trump probablemente estará demasiado ocupado este año con la confrontación iraní y la elección en noviembre como para iniciar una guerra comercial entre Estados Unidos y la Unión Europea. Mientras tanto, las relaciones comerciales entre el Reino Unido y la UE seguirán sin cambios hasta el 31 de diciembre. Como resultado de ello, un mayor proteccionismo global es un riesgo menor este año que en 2018 y 2019.

Existen otros dos riesgos moderados para el crecimiento este año. Uno es que los ratios de deuda en las corporaciones estadounidenses han aumentado a niveles sin precedentes, superando con creces los niveles previos a la crisis financiera. Pero esto no sorprende, dado que las tasas de interés nunca han estado tan bajas durante tanto tiempo. Si bien una burbuja de apalancamiento probablemente sea un riesgo en algún momento en el futuro, no existe ninguna razón por la que deba estallar, o inclusive desinflarse, hasta que las tasas de interés suban significativamente. Es por eso que un apalancamiento corporativo parece sólo una amenaza modesta en 2020.

El último riesgo moderado es el de un colapso de la industria automotriz. Las ventas se desmoronaron a nivel mundial el año pasado, devastando la economía alemana, que es por lejos el mayor exportador de autos y de maquinaria para fabricarlos. La producción en Alemania hoy está por debajo de su punto mínimo durante la recesión de 2009, y la caída de la industria no es sólo un problema cíclico. Una tormenta perfecta de temores ambientales, cambios sociales y transiciones energéticas y tecnológicas implica que la industria automotriz y de ingeniería -no sólo en Alemania, sino también en Estados Unidos, Japón y Europa occidental- probablemente estén en una caída secular que podría resultar tan profunda como la desindustrialización de los años 1980. Pero el colapso de la demanda el año pasado fue tan extremo que una recuperación temporaria es probable, razón por la cual la industria automotriz y de ingeniería no deberían causar tanto problema este año.

El riesgo para el sector tecnológico, en cambio, es político –y elevado-. Las grandes empresas tecnológicas ya no pueden contar con la deferencia de los responsables de las políticas. Alguna vez consideradas innovadoras y agentes de progreso, Facebook, Apple, Amazon y Google hoy son vistas como monopolios despiadados que manipulan a los políticos y explotan a los consumidores. Estas empresas han sido la fuerza motriz de la economía y del mercado bursátil de Estados Unidos, y los serios retos políticos a sus modelos de negocios -manifestados en regulación, tributación especial o disolución- podrían provocar una repetición del estallido de la burbuja puntocom de 2000-02. Este año podría producirse un ajuste de cuentas.

El mayor de los diez riesgos surge de la elección presidencial en Estados Unidos. El consenso de los mercados globales de que el presidente Donald Trump ganará los expone a dos potenciales shocks. Un Trump victorioso podría volverse aún más proteccionista, beligerante e impredecible en un segundo mandato. Y si su opositor es Bernie Sanders o Elizabeth Warren, los cuatro sectores más importantes de la economía estadounidense -atención médica, finanzas, tecnología y energía- enfrentarán amenazas de disrupción sin precedentes. Dado que Trump de seguro hará declaraciones que alarmen a los inversores, y que algunas encuestas de opinión sugerirán una posible victoria demócrata en algún punto en la campaña, la política estadounidense casi con certeza provocará ocasionales ataques de pánico antes del 3 de noviembre.

(Anatole Kaletsky is Chief Economist and Co-Chairman of Gavekal Dragonomics. A former columnist at the Times of London, the International New York Times and the Financial Times, he is the author of Capitalism 4.0: The Birth of a New Economy in the Aftermath of Crisis, which anticipated many of the post-crisis transformations of the global economy. His 1985 book, Costs of Default, became an influential primer for Latin American and Asian governments negotiating debt defaults and restructurings with banks and the IMF)

- Restablecer el orden fiscal en Estados Unidos (Project Syndicate - **22/1/20**)

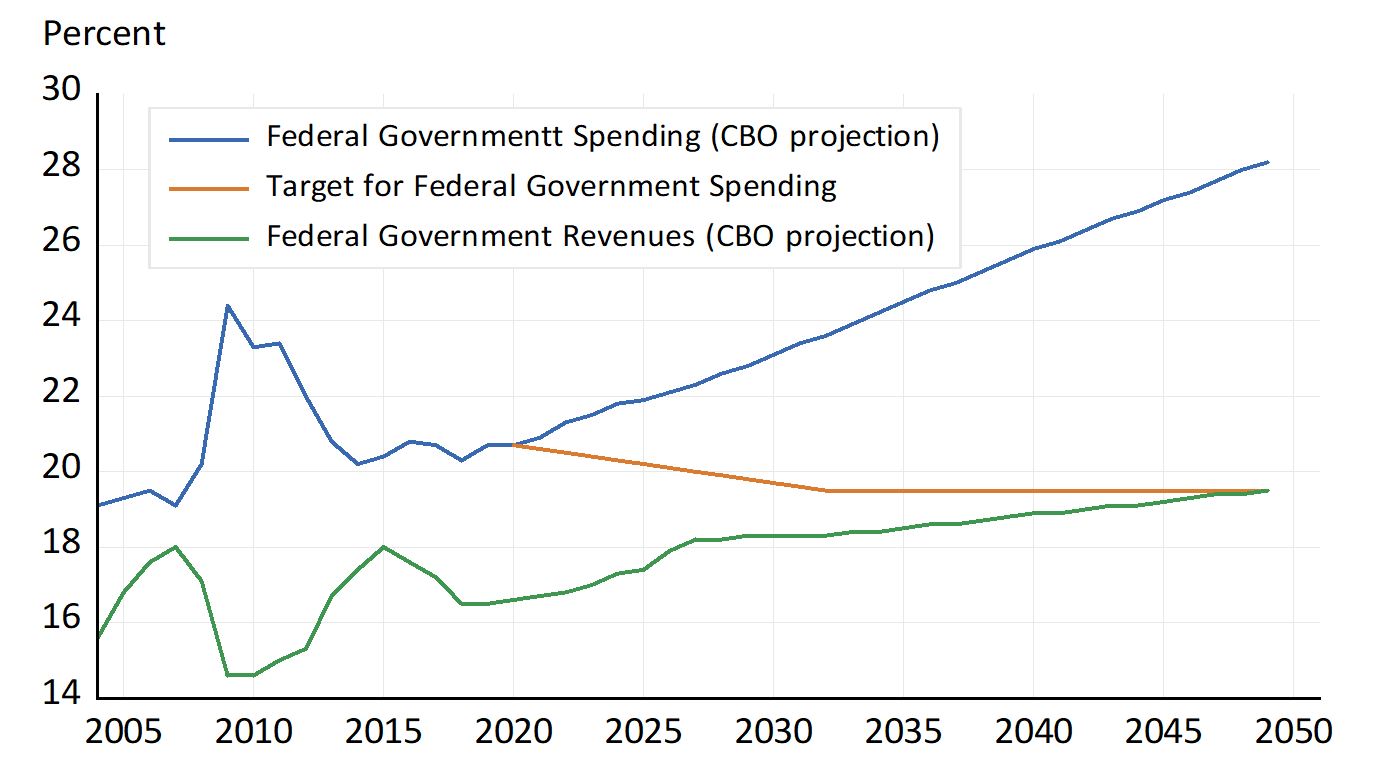
Stanford.- En los últimos años, el gobierno de Estados Unidos ha tomado varias medidas esenciales en materia de política económica. La reforma impositiva incluida en la Ley de Recortes Fiscales y Empleos de 2017 (TCJA por su sigla en inglés), el reciente tratado comercial entre México, Estados Unidos y Canadá (T-MEC), la “fase uno” del acuerdo comercial de China y Estados Unidos y las recientes reformas regulatorias son absolutamente necesarios para revivir y fortalecer el crecimiento económico. Hoy llegó la hora de tomar otra medida esencial: corregir la trayectoria de la política fiscal.

La proyección de referencia actual de la Oficina de Presupuesto del Congreso (OPC) del gasto del gobierno federal en los próximos años supera con creces el ingreso del gobierno federal, como claramente demuestra el gráfico más abajo. El resultado es una explosión del déficit presupuestario federal, lo que llevará la deuda federal como porcentaje del PIB al 144% en 2049, según la referencia de la OPC, y probablemente al 219% proyectado en el escenario fiscal alternativo de la OPC. Estos niveles de deuda no tienen precedentes en la historia de Estados Unidos.

Contrariamente a los períodos previos cuando el déficit caía después de disparadas similares, las proyecciones actuales de la OPC no muestran una reversión de este tipo. El gran déficit irá en detrimento de importantes programas federales, incluida la inversión necesaria en infraestructura, así como la inversión privada que hace falta para el crecimiento económico. El servicio de la deuda representará un porcentaje cada vez mayor del gasto y los altos niveles de deuda probablemente harán subir las tasas de interés más de lo que supone la OPC, lo que derivará en una espiral de deuda económicamente peligrosa.

No tiene por qué ser así. El gráfico también demuestra un objetivo sensato para el gasto como porcentaje del PIB, estableciendo un camino hacia la consolidación fiscal. Esta meta se mueve muy gradualmente -sólo 0,1 punto porcentual por año-, reduciendo el porcentaje del gasto federal del PIB de 20,7% a 19,5%.

(Gráfico 1)

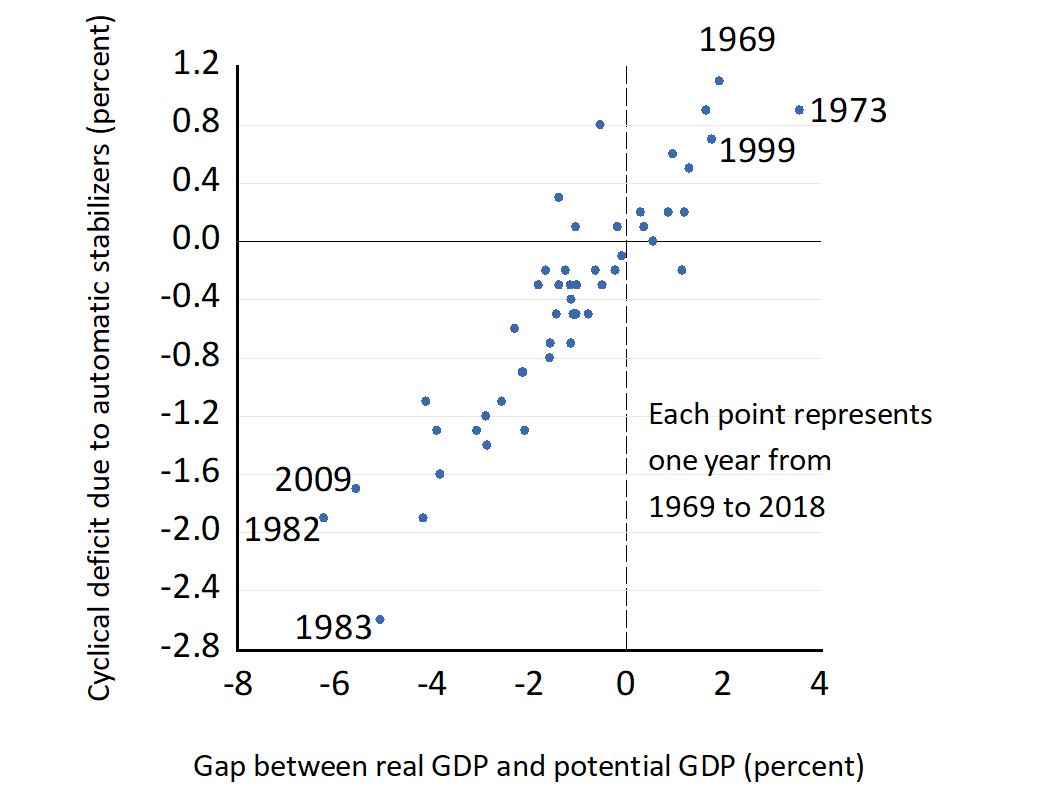


Este camino gradual no es una señal significativa de “austeridad”. El gasto federal crecería a una tasa ligeramente inferior que la tasa de crecimiento del PIB, lo que llevaría a menores déficits con el tiempo. Si resultara creíble, el plan no tendría ningún efecto negativo de la demanda en el PIB. Según la investigación de la OPC que mencioné cuando presté testimonio ante la Comisión de Presupuesto de la Cámara Baja en noviembre, esta meta llevaría a un mayor crecimiento del PIB y a un mayor ingreso por persona, en contraste con las actuales proyecciones de la OPC de la explosión de los déficits.

Pero alcanzar esta meta implica que el porcentaje del gasto futuro en el PIB sería sustancialmente más bajo que lo proyectado por la OPC según la política actual. Como explica John Cogan en su reciente libro The High Cost of Good Intentions (El alto costo de las buenas intenciones), los caminos de consolidación como éste requieren reformas que impulsen la eficiencia de los programas del gobierno -como mantener el crecimiento del gasto en Seguridad Social por persona en línea con la inflación.

Algunos economistas -como Jason Furman de la Escuela Kennedy de la Universidad de Harvard- han defendido otro tipo de reforma fiscal, que aumentaría la magnitud de los estabilizadores automáticos. No estoy de acuerdo. Efectivamente, existen buenas razones para que el déficit federal aumente automáticamente durante las crisis económicas y caiga durante las épocas de auge. Estos movimientos tienden a estabilizar la economía, y ocurren automáticamente como resultado de programas como la compensación por desempleo y un sistema fiscal progresivo.

(Gráfico 2)



Pero los estabilizadores automáticos han venido funcionando bien durante muchos años. Las estimaciones de regresión demuestran que su volumen reciente ha sido más o menos el mismo que en los últimos cincuenta años. En tanto el PIB real cae en relación a su potencial (es decir, en tanto aumenta la brecha de producción), el crecimiento del gasto aumenta y el crecimiento del ingreso fiscal decae, lo que resulta en un déficit cíclico mayor. De 2000 a 2018, la brecha de producción representó el 38% del componente cíclico del déficit, más o menos similar al 36% en las cinco décadas transcurridas entre 1969 y 2018, en base a datos del informe del 28 de enero de 2019 de la OFC sobre los estabilizadores automáticos. Esta relación se puede ver en el gráfico de dispersión más abajo, que muestra el déficit cíclico y la brecha del PIB durante 1969-2018. Los puntos están dispersos en torno a una línea recta con una inclinación de 0,36.

Una razón que se suele dar para justificar el fortalecimiento de los estabilizadores automáticos es que la política monetaria ya no sirve de mucho porque está restringida por el límite cero de las tasas de interés. Pero es mejor reparar la política monetaria utilizando reglas, inclusive reglas para un preanuncio monetario, que cambiar el componente de estabilizadores automáticos de la política fiscal cuando el problema reside en otra parte.

El presupuesto federal actual está muy desfasado y tiene que ser reformado. El problema es que se proyecta que el gasto crecerá demasiado rápido en relación a los ingresos, no que el déficit responda con demasiada moderación a los altibajos de la economía. La reforma sugerida aquí se centraría en el problema con una consolidación fiscal muy gradual, lo que haría que el proceso de las políticas fuera más permanente, extensivo y predecible. Más importante, aceleraría el crecimiento del PIB y crearía al mismo tiempo una economía más resiliente.

(John B. Taylor is Professor of Economics at Stanford University and Senior Fellow at Stanford’s Hoover Institution. His most recent book (with George P. Shultz) is Choose Economic Freedom)

- Una agenda para la revisión de estrategia del BCE (Project Syndicate - **31/1/20**)

Londres.- Con el reciente anuncio de la muy demorada revisión de estrategia del Banco Central Europeo, su nueva presidenta Christine Lagarde ha generado grandes expectativas. El resultado de la revisión será la primera señal importante respecto de cómo pretende guiar a la institución, y de cuál puede ser la respuesta probable del BCE a la persistencia de bajos niveles de inflación en la eurozona.

El mundo de hoy es muy diferente al de 2003 (cuando el BCE hizo su última revisión de estrategia) y la institución también atravesó profundos cambios desde la crisis financiera de 2008. Enfrentado a una recesión global y luego a la crisis de deuda de la eurozona en 2011‑2012, el BCE abandonó la estrategia tradicional de satisfacer la demanda de liquidez de los bancos en forma pasiva (su respuesta inicial a la crisis financiera), y en vez de eso, comenzó a hacer una gestión activa de su balance, con un doble objetivo de expansión monetaria y estabilización del sistema financiero.

Además, la institución amplió radicalmente su instrumental operativo. En 2014 introdujo tipos de interés negativos sobre los depósitos bancarios en los bancos centrales nacionales, y empezó a dar al mercado pistas de la política monetaria futura (forward guidance). Y desde 2015 ha venido comprando activos (la llamada flexibilización cuantitativa, o FC), lo que duplicó su balance respecto de 2008. Finalmente, el BCE asumió más responsabilidades de supervisión prudencial respecto de los bancos europeos, conforme al Mecanismo Único de Supervisión.

La primera fase de la revisión de estrategia del BCE se centrará en definir la meta de inflación, el papel de los agregados monetarios como señales de inflación a mediano y largo plazo y la comunicación. Tras su finalización, prevista para la primera mitad de 2020, vendrá una segunda fase de reflexión.

Una revisión cabal de estas cuestiones implica analizar con objetividad y espíritu crítico la década transcurrida desde la crisis financiera, en la que la inflación promedio de la eurozona se mantuvo muy por debajo del objetivo del BCE (“inferior pero cercana a 2%”) y también por debajo de la inflación en Estados Unidos y en el Reino Unido. En particular, es necesario cuantificar los costos de tolerar niveles de inflación sistemáticamente inferiores a la meta, en comparación con seguir políticas alternativas.

La incapacidad del BCE para alcanzar su objetivo de inflación admite al menos tres explicaciones. La primera hipótesis (“políticas erradas”) sostiene que el BCE tendría que haber implementado políticas más decididas (en particular, FC) entre 2012 y 2014. Si los “errores” fueron resultado de una estrategia mal formulada, entonces hay que ajustar la estrategia; pero si fueron resultado de restricciones políticas, entonces hay que cambiar el proceso de toma de decisiones.

La segunda explicación pone el acento en una falta de coordinación de las políticas fiscal, financiera y monetaria en la eurozona. Por ejemplo, en 2009 hubo expansión monetaria acompañada por una demorada limpieza del sector bancario y por austeridad fiscal, lo que llevó a una segunda recesión que el BCE no supo identificar a tiempo. Y en 2012‑2014, hubo neutralidad fiscal en simultáneo con un estímulo monetario insuficiente y desapalancamiento del sector bancario.

Ambas hipótesis sugieren que hubiera sido mejor un compromiso claro del BCE con una meta cuantitativa simétrica para la inflación o para el PIB nominal. Eso hubiera implicado, por ejemplo, no subir las tasas en 2011 (tal como hizo el BCE) en respuesta al efecto inflacionario temporal del encarecimiento del petróleo. También hubiera implicado comenzar las compras de activos en 2012 en vez de 2015, y no ponerles fin en 2018.

La tercera hipótesis, preferida en algunos bancos centrales, es que la persistencia de baja inflación en la eurozona se debe a factores estructurales, por ejemplo presiones demográficas adversas, pocas expectativas de crecimiento y el consiguiente aumento de la demanda de activos seguros. Esta explicación establece semejanzas entre la eurozona y Japón, donde la aplicación desde 2013 de políticas fiscales y monetarias contundentes no ha conseguido sacar a la economía de un pozo de dos décadas de baja inflación.

Los defensores de la explicación estructural sostienen que sería mejor que el BCE reduzca la meta de inflación, en vez de tratar de orquestar un estímulo monetario que terminará inflando los precios de los activos y poniendo en riesgo la estabilidad financiera. Al fin y al cabo (según este argumento), no hay suficientes pruebas de que una inflación permanentemente baja sea perjudicial desde el punto de vista del bienestar social.

Pero a partir de esta tercera hipótesis se pueden recomendar dos políticas distintas. La primera es seguir una estrategia de “no hacer nada” y rebajar la meta de inflación del BCE a tono con la inflación real. Esta respuesta se justifica si el BCE supone que el crecimiento de la producción potencial de la eurozona se redujo independientemente del historial de políticas de estabilización, fiscales y monetarias. La segunda opción, compartida con las otras dos hipótesis, es mantener una política monetaria expansiva, tal vez en coordinación con la política fiscal. Sería la opción correcta si el BCE cree que un exceso persistente de capacidad ociosa en la economía real puede terminar afectando la producción potencial.

Casi todos los analistas coinciden en que la política del BCE durante la década que pasó ha sido en general demasiado prudente. Además, incluso aceptando la explicación estructural para las tendencias de inflación y la idea de que las expectativas de inflación se redujeron independientemente del historial de políticas, es probable que la opción de “no hacer nada” impulse una reducción mayor de las expectativas que puede terminar en una trampa deflacionaria. En ese caso, habrá que analizar los costos relacionados tanto con el consiguiente ajuste de precios relativos cuanto con el efecto que la resultante presión al alza sobre el tipo de interés real tendría sobre la carga de deuda pública y privada. Es probable que estos costos superen a los relacionados con el riesgo de que “hacer demasiado” provoque inestabilidad financiera (algo que en cualquier caso puede encararse con el uso de herramientas prudenciales).

La nueva estrategia del BCE debe basarse en un análisis cuantitativo adecuado a estas preguntas. Pero también debe tener en cuenta que los economistas están lejos de comprender la dinámica de la baja inflación. Dada esta incertidumbre, el BCE debe apuntar a la adopción de políticas sólidas que causen el menor daño posible en una amplia variedad de escenarios.

(Lucrezia Reichlin, a former director of research at the European Central Bank, is Professor of Economics at the London Business School)

- Las cuatro etapas del impacto económico del coronavirus (Cinco Días - **29/2/20**)

(Por Mohamed El-Erian - Bloomberg)

En relación a las repercusiones que el coronavirus podría tener sobre el bienestar económico y la rentabilidad corporativa, podría ser útil pensar en cuatro etapas. Las dos primeras están actualmente en marcha y preocupan justificadamente a muchos, desde hogares, empresas y mercados financieros hasta gobiernos y bancos centrales. No solo se superponen, sino que se alimentan entre sí de una manera inquietante.

La tercera fase consiste en formar un fondo de mercado y, posteriormente, uno económico que proporcione la base para una recuperación sostenida, aunque lejos de ser completa. La última es potencialmente a más largo plazo y podría tener elementos de desglobalización y, en el caso de regulación y supervisión financiera, un mayor enfoque en los riesgos de liquidez entre las instituciones financieras no bancarias.

Fase 1: Perjuicios económicos y corporativos

Como he detallado en artículos anteriores, el coronavirus es inusual en el sentido que desencadena al mismo tiempo grandes perturbaciones adversas de la oferta y la demanda que interrumpen tanto el sector manufacturero como el de servicios, al tiempo que implica dislocaciones internas y externas multifacéticas. Es una dinámica que se ha experimentado en los pequeños países en desarrollo, particularmente entre los estados frágiles y fallidos, pero no en las grandes economías interconectadas como China.

Con el temor amplificando las cosas, el resultado es lo que he denominado como una serie de paradas económicas repentinas en cascada que prácticamente paralizan las actividades afectadas. A diferencia de las paradas financieras repentinas, donde el aumento en el riesgo de contraparte y la desconexión resultante de los bancos puede ser superada por bancos centrales fuertes que activan sus balances, no existe una forma rápida de garantizar que el daño sea transitorio (es decir, contenido, temporal y reversible). El riesgo de una efectividad política limitada no es solo un problema del banco central. También se aplica al estímulo fiscal, aunque en menor medida.

Las perspectivas para la economía mundial, con una probabilidad considerable no solo de una desaceleración significativa sino también de varios países en recesión, empeoran en un momento que ya incluía una dinámica de crecimiento frágil. Con una excepción, todos los componentes (consumo, inversión y comercio) de la ecuación de crecimiento del producto interno bruto están siendo presionados de manera multiplicativa. El que no lo hace es el gasto público neto, debido a las probables respuestas de política fiscal y estabilizadores automáticos. Sin embargo, corre el riesgo de aumentar las presiones de financiamiento (y, en algunos casos, de tipo de cambio) en los países con mayor estrés financiero.

Por su parte, la mayoría de las empresas enfrentan desafíos debido a menores ingresos, mayores costos, administración de inventario complicada, escasez de personal, erosión del poder de fijación de precios y, por consiguiente, márgenes de ganancias y posicionamiento del balance. Estas presiones son particularmente graves para quienes operan en las áreas afectadas, seguidas por las multinacionales con cadenas de suministro y mercados globales.

Fase 2: Contagio financiero y ciclos de retroalimentación

La reacción del mercado desde el principio es enmarcar la dinámica de un choque exógeno tan inicial como para constituir una V aguda que puede ser “vista”. En el caso del coronavirus, alentó el comportamiento de inversión de "comprar al precio mínimo", anclado por experiencias recientes como el ataque de septiembre a los campos petroleros sauditas y el ataque con misiles de Estados Unidos en enero que mató a un general iraní de alto rango. Pero la capacidad de ignorar las verdades inconvenientes está sujeta a un punto de inflexión. En este caso, eso ocurrió el fin de semana pasado con la propagación del coronavirus a Irán e Italia y su creciente presencia en Japón y Corea del Sur.

Una vez alcanzado, el punto de inflexión lanza dislocaciones técnicas del mercado que tienen su propia dinámica. Esto incluye movimientos bruscos de precios a la baja, desapalancamiento forzado y ventas motivadas por el pánico. El mercado de nuevos fondos comienza a congelarse y los focos de iliquidez se vuelven más pronunciados. Las presiones se acumulan en los bancos centrales de muchos lados para reducir las tasas y encontrar otras formas de inyectar liquidez, a pesar de que esto no aborda las causas subyacentes, sino que apunta a los síntomas financieros.

Mientras más persistan estas dislocaciones financieras, mayor es el riesgo de contaminar los fundamentos económicos y corporativos. La presión resultante es particularmente grave para las empresas, los hogares y los gobiernos que necesitan acceso a corto plazo a la financiación debido a los bajos saldos de efectivo y el vencimiento de las obligaciones de deuda.

Fase 3: Formación del fondo

Los mercados generalmente se sobrepasarán en el camino hacia la baja, proporcionando la base para un fondo técnico. Para que se convierta en un peldaño hacia una recuperación grande y sostenible, en lugar de lo que el mercado llama un “rebote de gato muerto” (una recuperación temporal de los precios de los activos de una caída prolongada), se debe abordar la causa inicial de la dislocación. En este caso, esto implica contener con éxito la propagación de la enfermedad y aumentar significativamente la tasa de recuperación del paciente (mejor hacerlo mediante una vacuna). Las expectativas económicas pasarían de una L al lado más brillante de una U, lo que resultaría en un retorno significativo en el crecimiento y en los mercados financieros prometedores.

Fase 4: Efectos a largo plazo

Es probable que este tipo de shock exógeno deje cicatrices que podrían incluir un nuevo impulso hacia la desglobalización, debido a un enfoque menos abierto de los viajes y la migración. Más compañías evaluarán los riesgos de interrupción de las cadenas de suministro globales, y no solo sus beneficios de menor costo, administración de inventario a su debido tiempo y mayor eficiencia. Los reguladores financieros pueden evaluar más seriamente la medida en que el riesgo de liquidez ha migrado de los bancos a las entidades no bancarias.

El romance inicial con una rápida “V”, por parte de los mercados y analistas corporativos y económicos, finalmente ha dado paso a una evaluación más realista de la seriedad y gravedad de las paradas repentinas desatadas por el coronavirus. Aún está por llegar la comprensión requerida y más holística de las diferentes etapas de este choque resultante. Cuanto antes se materialice, mejor equipados estaremos para manejar el daño a la prosperidad económica y la estabilidad financiera.

- Roubini cree que el mercado puede caer hasta un 40% por el coronavirus y que “Trump está muerto” (El Economista - **2/3/20**)

El famoso “Doctor Doom” de los mercados, Nouriel Roubini, ha hecho sonar sus alarmas en una entrevista en el semanario alemán Der Spiegel. En él, advierte de que **es el momento de cambiar las inversiones hacia bonos ante una posible caída de los mercados mundiales de “entre un 30% y un 40%”**, que llevará a la derrota a Donald Trump.

“Hay que proteger el dinero contra un crash. Mejor prevenir que curar”, afirmó Roubini. En su opinión, el coronavirus tiene potencial para sacudir los mercados durante todo el año, con pérdidas irrecuperables en algunos casos y alteraciones de la economía mundial hasta el tercer trimestre, como mínimo. “Vivo en Nueva York y ya casi nadie va a cines o restaurantes por el miedo. Si se extiende más, estamos jodidos”.

La clave está en sus efectos en Europa, especialmente en Italia, que ya estaba al borde de la recesión, y sus repercusiones en Alemania, gran exportador a China. “Esta crisis es mucho más grave de lo que pensamos. Es una epidemia global, está muy lejos de haber terminado; el impacto para el crecimiento de China será mucho mayor de lo esperado y la política monetaria no será capaz de actuar”, advirtió.

Ese golpe tendrá consecuencias políticas, especialmente si el virus continúa extendiéndose por EEUU ante la incapacidad del Gobierno, que se ha limitado a minimizar los riesgos y confiar en que desaparezca sin más. “Trump está muerto”, cree Roubini. “Los candidatos demócratas son malos”, pero “esto es lo que ha ocurrido siempre en la historia. Gerald Ford perdió por la crisis del petróleo de 1973. Jimmy Carter perdió por la segunda crisis en el 79, y Bush padre perdió tras la invasión de Kuwait en el 90”.

- Recuerdos de los setenta (Project Syndicate - **2/3/20**)

Cambridge.- Es demasiado pronto para predecir la evolución a largo plazo del brote de coronavirus. Pero no es pronto para reconocer que la próxima recesión global puede estar a la vuelta de la esquina, y que tal vez sea muy diferente a las que empezaron en 2001 y 2008.

En primer lugar, es probable que el origen de la próxima recesión sea China, y de hecho, puede que ya se esté produciendo. La economía china está sumamente apalancada, y su capacidad de hacer frente a una desaceleración sostenida no es mayor a la de Japón durante su auge económico de los ochenta. Personas, empresas y municipalidades necesitan fondos para pagar deudas desmesuradas. Una situación demográfica muy adversa, el hecho de que ya no queda tanto margen para la modernización tecnológica y el enorme excedente de viviendas derivado de recurrentes programas de estímulo (por no hablar de un proceso de toma de decisiones cada vez más centralizado) ya son presagio de una disminución significativa del crecimiento chino en la década venidera.

Además, a diferencia de las dos recesiones globales previas de este siglo, el nuevo coronavirus, COVID-19, implica un shock de oferta, no sólo de demanda. De hecho, para encontrar otro ejemplo de la misma magnitud hay que retrotraerse a los shocks petroleros de mediados de los setenta. Es verdad que el temor al contagio afectará la demanda en el sector de las aerolíneas y el turismo internacional y que generará un aumento del ahorro precautorio. Pero si decenas de millones de personas no pudieran ir a trabajar (por cuarentena o por miedo), se interrumpieran las cadenas de valor globales, se cerraran las fronteras y el comercio internacional se redujera porque los países no confían en las estadísticas sanitarias de los otros países, el perjuicio del lado de la oferta sería al menos igual de grande.

Los países afectados implementarán, con razón, inmensos programas deficitarios de gasto para reforzar sus sistemas sanitarios y estimular sus economías. El motivo de ahorrar para los tiempos malos es poder gastar cuando esos tiempos malos llegan; y la necesidad de estar preparados para pandemias, guerras, crisis climáticas y otros hechos extraordinarios es la razón misma por la que un gasto deficitario ilimitado en tiempos de bonanza es peligroso.

Pero las autoridades políticas (y también demasiados analistas económicos) no logran comprender de qué manera el componente ofertista puede llevar a que la próxima recesión global sea distinta a las dos anteriores. A diferencia de recesiones impulsadas ante todo por escasez de demanda, el desafío que plantea una desaceleración impulsada por la oferta es que puede dar lugar a una marcada reducción de la producción y una multiplicación de cuellos de botella. En tal caso, la escasez generalizada (algo que en algunos países no se ve desde los tiempos de las filas para cargar gasolina en los setenta) puede terminar presionando sobre la inflación al alza, no a la baja.

Es verdad que hoy las condiciones iniciales para contener una inflación generalizada son extraordinariamente favorables. Pero siendo casi seguro que cuatro décadas de globalización han sido el principal factor de los bajos niveles de inflación, un proceso sostenido de retirada al interior de las fronteras nacionales debido a una pandemia de COVID-19 (o incluso al temor permanente a tal pandemia), sumado al aumento de las fricciones comerciales, es una receta para la reaparición de presiones alcistas sobre los precios. En este escenario, el aumento de la inflación puede provocar un alza de los tipos de interés y plantear problemas a las autoridades monetarias y fiscales.

También hay que señalar que la crisis del COVID-19 golpea a la economía mundial en un momento en que el crecimiento ya es tenue y muchos países están demasiado apalancados. El crecimiento mundial en 2019 apenas llegó a 2,9%, no muy lejos del nivel del 2,5% que históricamente ha sido sinónimo de recesión global. La economía italiana apenas comenzaba a recuperarse cuando llegó el virus. La de Japón ya estaba entrando en recesión después de un aumento inoportuno del impuesto al valor agregado, y la de Alemania viene tambaleándose en un contexto de incertidumbre política. Estados Unidos está en su mejor forma, pero si antes se calculaba un 15% de probabilidades de que empiece una recesión antes de las elecciones presidencial y legislativa de noviembre, ahora el cálculo parece mucho mayor.

Puede parecer extraño que el nuevo coronavirus sea capaz de causar tanto daño económico incluso en países que al parecer cuentan con recursos y tecnología para combatirlo. Uno de los principales motivos es que antes la gente era mucho más pobre que ahora, de modo que muchas más personas tenían que correr el riesgo de ir a trabajar. A diferencia de ahora, una retirada radical de la economía en respuesta a una epidemia que no matara a la mayoría de la gente no era una alternativa posible.

Lo que sucedió en Wuhan (China), epicentro del brote actual, es un caso extremo pero ilustrativo. El gobierno chino básicamente puso en cuarentena la provincia de Hubei e impuso la ley marcial a sus 58 millones de habitantes, de modo que la ciudadanía ordinaria no puede salir de casa, excepto en circunstancias muy específicas. Pero al mismo tiempo, el gobierno se ha mostrado aparentemente capaz de llevar alimento y agua a la población de Hubei por más o menos seis semanas ya, algo que para un país pobre sería inimaginable.

En otras partes de China, un buen número de personas en ciudades importantes como Shanghái y Beijing se han quedado en casa la mayor parte del tiempo para reducir la exposición. Es posible que los gobiernos de países como Corea del Sur e Italia no estén tomando medidas tan extremas como las de China, pero muchas personas también se quedan en casa, lo que implica un perjuicio significativo para la actividad económica.

Las probabilidades de una recesión global han aumentado drásticamente, mucho más de lo que quieren admitir los pronósticos convencionales de inversores e instituciones internacionales. Es necesario que las autoridades se den cuenta de que, además de bajar los tipos de interés y aplicar medidas de estímulo fiscal, hay que dar respuesta al inmenso shock a las cadenas globales de suministro. La forma más inmediata de proveer alivio sería que Estados Unidos reduzca considerablemente los aranceles aplicados como parte de la guerra comercial; eso llevaría calma a los mercados, sería una muestra de estatura política en la relación con China y pondría dinero en los bolsillos de los consumidores estadounidenses. Una recesión global es un momento para la cooperación, no para el aislamiento.

(Kenneth Rogoff, Professor of Economics and Public Policy at Harvard University and recipient of the 2011 Deutsche Bank Prize in Financial Economics, was the chief economist of the International Monetary Fund from 2001 to 2003. He is co-author of This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly and author of The Curse of Cash)

- Las compras de deuda de la Reserva Federal de Estados Unidos son una advertencia (Project Syndicate - **9/3/20**)

Alexandria, Virginia.- En un discurso de 2017, John Williams, el entonces presidente de la Reserva Federal de San Francisco, advirtió que “luego de la crisis financiera, las cosas están volviendo a la normalidad. Pero la normalidad puede parecer bastante diferente de aquella a la que estábamos acostumbrados”. Más recientemente, Williams, hoy a cargo de la Fed de Nueva York, señaló a los “baby boomers” que se jubilan, a la caída de las tasas de fertilidad y al crecimiento menguante de la productividad como razones para la caída de la tendencia de crecimiento en Estados Unidos.

Un crecimiento débil de la fuerza laboral y de la productividad son causas de manual para las desaceleraciones económicas. Pero, en el caso de Estados Unidos, también debemos considerar los efectos negativos bien conocidos de la deuda. En su reciente libro Terapia fiscal, William Gale, uno de los fundadores del Centro de Política Fiscal Urban-Brookings, menciona numerosos estudios que demuestran que “los niveles de deuda más elevados reducen el crecimiento económico en cantidades económicamente significativas”. Y la gravedad del problema de deuda de Estados Unidos se torna evidente en la creciente frecuencia con la que la Reserva Federal de Estados Unidos ha tenido que intervenir en los mercados de deuda gubernamental con operaciones de alivio cuantitativo, repo y compra de bonos para impedir que los enormes déficits implementados por el Congreso hicieran subir las tasas de interés y paralizaran la economía.

En el mismo sentido, en su libro Principios para navegar grandes crisis de deuda, el prominente gestor de fondos de cobertura Ray Dalio describe lo que han hecho históricamente los bancos centrales cuando la emisión de deuda del gobierno excede el apetito del mercado. Dalio sostiene que la Fed hoy está en una situación similar a la de comienzos de los años 1940, cuando tuvo que financiar los déficits del gobierno necesarios para ganar la Segunda Guerra Mundial. El déficit de la guerra, al igual que la actual política fiscal de Estados Unidos, fue una decisión política. Para ayudar a Estados Unidos a ganar la guerra, la Fed tuvo que renunciar a su independencia. Fijó la tasa de interés a un día en cero y la tasa de los bonos del Tesoro a diez años en 2%, y compró cualquier deuda que el Tesoro necesitara emitir para financiar el esfuerzo de la guerra. Dalio se refiere a estas medidas como Política Monetaria 3, o MP3.

En mayo de 2019, uno de nosotros (Dugger) utilizó el marco de Dalio para sostener que la Fed estaba nuevamente en riesgo de caer en MP3 y perder su independencia. Unos meses más tarde, la Fed respondió a la crisis del mercado de repos y de escasez de dólares con operaciones importantes de repo y de compra de bonos del Tesoro para mantener las tasas de interés bajo control. Además de un crecimiento débil continuo y de niveles de deuda gubernamental crecientes, estas medidas confirmaron que la Fed se había convertido en un banco central de MP3.

Este “nuevo normal” no es sostenible. Por el contrario, es una clara advertencia de que los responsables de las políticas de Estados Unidos deben despertarse y actuar con la misma celeridad que mostraron sus antecesores en la Segunda Guerra Mundial. Con el desempleo en un mínimo de 50 años, la economía no debería necesitar cantidades enormes de respaldo fiscal y monetario. Seguir con este “nuevo normal” no hará más que perpetuar el círculo vicioso de la deuda que debilita el crecimiento. Pero salir de estas arenas movedizas requerirá un cambio generacional en la manera de pensar.

En la Segunda Guerra Mundial, la amenaza existencial era el imperialismo fascista y la MP3 fue parte de la respuesta de Estados Unidos. Hoy, Estados Unidos ha regresado a la MP3 frente a una amenaza menos obvia pero igualmente existencial, específicamente el cortoplacismo y el menosprecio generalizado por las crisis que afectan a generaciones, como el cambio climático y una excesiva deuda gubernamental.

**Los lobistas y sus clientes explotan este menosprecio por el bienestar de las próximas generaciones cuando manipulan la maquinaria de las elecciones y al gobierno, y roban a futuro mediante recortes impositivos injustificables, un gasto interesado y políticas regulatorias de autoenriquecimiento. El cortoplacismo les ha permitido a las elites de hoy explotar en exceso el medio ambiente, sobreapalancar al gobierno y subinvertir en los jóvenes. El resultado es una creciente desigualdad, mayores extremos climáticos, un gobierno sumamente endeudado, una población de adultos jóvenes cuyo nivel educativo está entre los más bajos de los países avanzados y una economía que se mantiene viva gracias a enormes déficits y a tasas de interés bajas.**

Como bien sostiene Dalio, frente a amenazas existenciales, “lo peor que puede hacer un país, y por lo tanto el líder de un país, es asumir una deuda excesiva y perder una guerra porque no hay nada más devastador”.

Estados Unidos en cambio debería entablar una guerra contra el cortoplacismo, implementando leyes impositivas que ya están en vigor. En 2019, los evasores de impuestos les costaron a sus compatriotas más de 600.000 millones de dólares al año. Permitir esos niveles de robo impositivo es corrosivo y fomenta el fraude generalizado. ¿Cómo podemos pedirle a alguien que acate las leyes impositivas, o cualquier ley si vamos al caso, si los evasores de impuestos pueden robar con impunidad?

Sin duda, las actividades de los delincuentes impositivos contribuyen al tipo de “deuda excesiva” que es una carga para varias generaciones sobre la que advirtió Alexander Hamilton en su primera carta al Congreso como secretario del Tesoro. De hecho, recaudar lo que se debe reduciría en dos tercios el déficit de 900.000 millones de dólares que hoy tiene Estados Unidos. Al mismo tiempo, confirmaría a la población que Estados Unidos habla en serio sobre el estado de derecho y la justicia básica, y marcaría el tono para el cambio en las prioridades presupuestarias que necesita urgentemente Estados Unidos.

Los intereses de las futuras generaciones deberían guiar este cambio. La mayoría de la gente coincidiría en que los norteamericanos jóvenes y todavía por nacer tienen derecho a un ambiente habitable, derecho a no ser sobrecargados con una deuda excesiva y derecho a una educación que les permita convertirse en ciudadanos productivos. Si se centra en estas prioridades, Estados Unidos puede escapar al atolladero de la MP3 y superar el flagelo del cortoplacismo para beneficio de las generaciones actuales y futuras.

(David Ahn is Vice President of Investments at Dyson Capital Advisors. Robert H. Dugger is Managing Partner at Hanover Provident Capital LLC)

- El COVID-19 es una oportunidad para Europa (Project Syndicate - **10/3/20**)

Londres.- Durante años, han venido creciendo los temores de que un “cisne negro” pusiera a prueba las capacidades de gestión de crisis de la Unión Europea. Con el brote del coronavirus COVID-19, esos temores se han hecho realidad -y no resulta del todo claro si la UE podrá sobrellevarlo.

La epidemia del COVID-19 no es una prueba de estrés cualquiera. Por empezar, es probable que afecte a todo el mundo, y que conduzca a una desaceleración sincronizada del crecimiento o inclusive a una recesión. Las recesiones sincronizadas casi siempre son más profundas y más duraderas que las crisis que afectan a economías individuales, y golpean particularmente fuerte a las economías abiertas como la UE.

Para colmo de males, como todos los estados miembro de la UE enfrentan un golpe duro, tendrán muchas menos posibilidades de ayudarse mutuamente que durante la crisis de la eurozona que comenzó en 2010. Sin duda, Italia es el país que más ha sufrido hasta el momento. Pero los patrones de transmisión anteriores en otras partes sugieren que el COVID-19 seguirá propagándose por Europa, sometiendo a todos los países a una creciente tensión.

Por supuesto, es imposible decir a ciencia cierta cómo se desarrollará la epidemia. Pero esa incertidumbre no hará más que exacerbar las consecuencias económicas, porque minará la inversión y el consumo de los hogares.

El virus ya ha alterado las cadenas de suministro y desacelerado el comercio global, con efectos predeciblemente negativos en las ganancias corporativas y el empleo. Los sectores de turismo y de transporte se han visto particularmente afectados, debido no sólo a las restricciones de viaje ordenadas por los gobiernos, sino también a un “distanciamiento social” voluntario y a reducciones de los movimientos. Como resultado de ello, la demanda general ya está decayendo, y esto se refleja en el desplome de los precios del petróleo –por lo general un presagio de recesión global.

Sin duda, las consecuencias de un efecto negativo como el COVID-19, por más dolorosas que sean, podrían tener corto aliento. Pero si bien China parece haber logrado controlar nuevas infecciones, la cantidad de casos sigue aumentando en otras partes. A menos que esto cambie rápido, es poco probable que los efectos económicos sean temporarios.

Un escenario más probable es que el golpe del COVID-19 ponga a prueba la resiliencia de los sistemas de salud pública, las relaciones laborales y los mecanismos de solidaridad formal e informal en toda la UE. Y si a la pandemia no se responde con políticas agresivas y oportunas, sus efectos probablemente sean perdurables, especialmente si se activan los mecanismos de amplificación.

Estos mecanismos por lo general funcionan a través del sector financiero. La buena noticia es que, gracias a una mejor regulación, los bancos están mejor capitalizados que en 2008, cuando estalló la última crisis financiera global. Pero algunos países continúan teniendo serias deficiencias, y la resiliencia de las pequeñas y medianas empresas (PYMEs) sigue siendo dudosa. En el sector industrial, las PYMEs ya están sufriendo. En caso de una crisis prolongada, el daño ocasionado terminará apareciendo en los balances de los bancos.

En la UE, la capacidad de montar una respuesta efectiva y sobrellevar un daño inevitable (inclusive como consecuencia de la caída general de la demanda) varía entre los estados miembro. Pero, aún en países relativamente bien equipados, las medidas ad hoc unilaterales sólo tienen un potencial limitado. Una acción coordinada -especialmente en el frente fiscal- sería mucho más efectiva.

Esto no significa simplemente permitir que los estados miembro tengan déficits fiscales mayores. Si bien esto ayudaría -sobre todo al mejorar la relación entre la UE y sus ciudadanos-, afectaría las primas de riesgo de algunos países (como demuestra el caso italiano). Hace diez años aprendimos que esto podía amenazar la propia supervivencia de la eurozona y exacerbar la crisis, derivando en una segmentación financiera. La política monetaria puede ayudar de diferentes maneras -concretamente, ofreciendo liquidez cuando fuera necesario-. Por ejemplo, los responsables de las políticas podrían implementar operaciones específicas condicionales a los bancos que les presten a las PYMEs. En términos más generales, los bancos centrales tienen que utilizar todas las herramientas disponibles para compensar la presión bajista sobre las expectativas de inflación como consecuencia de la caída de los precios del petróleo.

Sin embargo, lo que la UE realmente necesita es un estímulo fiscal coordinado que saque provecho de su poder de financiamiento conjunto. Pero, actualmente, no hay un instrumento en vigencia que respalde a los países miembro cuando se producen grandes sacudidas comunes. El Mecanismo Europeo de Estabilidad podría activarse en un escenario extremo, pero utilizarlo como una herramienta de gestión de la demanda sería inapropiado. Y el Fondo Europeo de Solidaridad es demasiado pequeño para poder cumplir este objetivo.

**La pandemia del COVID-19, por lo tanto, representa una oportunidad para que la UE cree un mecanismo de gestión de crisis poderoso, que aúne los recursos de los estados miembro y los canalice hacia una política fiscal coordinada. La idea de un “fondo de seguro” de este tipo no es nueva: varios economistas defendieron la idea después de la última crisis, cuando la discusión de una reforma de la gobernanza estaba en pleno apogeo.**

La UE ha tendido a hacer mayores progresos en tiempos difíciles. Y, como pueden confirmar los millones de personas que hoy están aisladas en Italia, el brote del COVID-19 es un tiempo muy difícil. Ahora es el momento de que la UE emprenda una acción coordinada rápida y capitalice el impulso para construir las instituciones que necesita a fin de facilitar una acción aún más efectiva la próxima vez.

El contexto geopolítico actual debería reforzar la motivación de Europa para impulsar su capacidad de gestión de crisis. En 2008, predominaba la cooperación internacional y Estados Unidos era un socio confiable para Europa. Cuando los bancos europeos necesitaron desesperadamente dólares estadounidenses, se crearon rápidamente mecanismos de canje de monedas para salvaguardar la estabilidad financiera.

Hoy, en cambio, el aislacionismo está en aumento y Estados Unidos lleva la delantera. La Reserva Federal de Estados Unidos no consultó a nadie antes de implementar su reciente recorte de la tasa de interés de emergencia. Da escalofríos pensar qué sucedería si los bancos europeos necesitaran con urgencia financiamiento en dólares en este contexto.

El COVID-19 debería servir como una poderosa advertencia para los gobiernos en todo el mundo. La combinación de degradación ambiental y profunda interconexión económica ha hecho que el mundo sea más vulnerable que nunca a las sacudidas repentinas y de gran escala. La UE tiene la obligación ante sus ciudadanos de garantizar que puede dar respuesta.

(Lucrezia Reichlin, a former director of research at the European Central Bank, is Professor of Economics at the London Business School)

- Las exigencias de la “coronaeconomía” (El Economista - **13/3/20**)

(Por Barry Eichengreen)

La semana pasada, los ministros de finanzas y los gobernadores de los bancos centrales del G-7 se comprometieron a utilizar “todos los instrumentos apropiados” para contener la amenaza económica que supone el coronavirus COVID-19. La pregunta que quedó sin respuesta es qué es lo apropiado, y qué funcionará.

La respuesta inmediata tomó la forma de recortes en los tipos de interés del banco central, con la Reserva Federal en vanguardia. Aunque los bancos centrales pueden moverse rápidamente, sin embargo, no está claro cuánto pueden hacer, dado que los tipos de interés ya están en niveles mínimos. En cualquier caso, el hecho de que la Fed no haya coordinado su reducción de tipos con otros grandes bancos centrales envió una señal negativa sobre la coherencia de la respuesta.

Además, la política monetaria no puede reparar las cadenas de suministro rotas. Mi colega Brad DeLong ha tratado de convencerme de que una inyección de liquidez del banco central puede ayudar a que el tráfico mundial de contenedores marítimos se mueva de nuevo, como lo hizo en 2008. Pero el problema en 2008 fueron las interrupciones en el flujo financiero, que las inyecciones de liquidez de los bancos centrales podrían reparar.

El problema hoy, sin embargo, es una repentina parada en la producción, que la política monetaria puede hacer poco para compensar. El presidente de la Fed, Jerome Powell, no puede reabrir fábricas cerradas por cuarentena, a pesar de lo que piense el presidente Donald Trump. De la misma manera, la política monetaria no hará que los compradores vuelvan a los centros comerciales o los viajeros vuelvan a los aviones, en la medida en que sus preocupaciones se centran en la seguridad, no en el coste. Los recortes de los tipos no pueden hacer daño, dado que la inflación, ya moderada, se dirige a la baja; pero no se debe esperar mucho estímulo económico real de ellos.

Lo mismo es cierto, lamentablemente, de la política fiscal. Los créditos fiscales no conseguirán que se reanude la producción cuando las empresas están preocupadas por la salud de sus trabajadores y el riesgo de propagación de enfermedades. Los recortes en los impuestos sobre la nómina no impulsarán el gasto discrecional cuando los consumidores estén preocupados por la seguridad en su franquicia de comida rápida favorita.

Por lo tanto, la prioridad debe ser la detección, la contención y el tratamiento. Estas tareas requieren recursos fiscales, pero su éxito dependerá sobre todo de la competencia administrativa. Restablecer la confianza del público requiere transparencia y precisión en la notificación de infecciones y muertes. Requiere dar a las autoridades de salud pública el tipo de autonomía de que gozan los bancos centrales independientes. (Desafortunadamente, esto no es algo característico de líderes como Trump).

Aun así, la política fiscal expansiva, al igual que la política monetaria expansiva, no puede hacer daño. Aquí, Italia ha mostrado el camino, posponiendo los pagos de impuestos e hipotecas, extendiendo los créditos fiscales a las pequeñas empresas, y aumentando otros gastos. EEUU hasta ahora ha mostrado menos disposición a actuar, fallando incluso en animar a la gente a hacerse las pruebas para el virus, ayudándoles a pagar sus facturas médicas.

Un obstáculo para el estímulo fiscal es que sus efectos se filtren al extranjero, porque parte del gasto adicional de los Gobiernos puede destinarse a las importaciones. Como resultado, cada autoridad fiscal duda en actuar, y los Ejecutivos proporcionan menos estímulo del que se necesita. Esto justifica la coordinación de las iniciativas fiscales, como hicieron los países del G-20 en 2009. Pero, según los criterios de ese año, el reciente comunicado del G-7 en el que se prometía “todas las medidas apropiadas” era un mensaje vacío que poco contribuía a reforzar la confianza en que los Gobiernos adoptarían las medidas concertadas que se pedían al empeorar las condiciones mundiales.

También hay detractores a ultranza de todo estímulo monetario y fiscal de este tipo. Advierten, por ejemplo, que los sistemas financieros se verán perjudicados si los bancos centrales llevan los tipos de interés más profundamente a territorio negativo. Pero, si bien es cierto que ese riesgo se plantea muy seriamente a partir de un cierto nivel, todas las pruebas indican que los tipos actuales están todavía muy lejos de este punto.

Además, se nos advierte que el estímulo fiscal de los gobiernos con grandes deudas socavará la confianza, en lugar de reforzarla. Se dice que Japón ya está peligrosamente sobreendeudado. Este argumento exagerado ignora el hecho de que el gobierno japonés tiene amplios activos del sector público para compensar sus deudas. Asimismo, se nos recuerda que EEUU afronta altos vencimientos inminentes, un argumento que ignora el hecho de que la tasa de interés de la deuda pública está perennemente por debajo de la tasa de crecimiento de la economía. Y aunque las empresas estatales de China pueden tener deudas enormes, el sistema financiero estrictamente controlado por su Gobierno limita el riesgo del tipo de crisis financiera que los críticos han estado pronosticando erróneamente durante años.

Los bancos centrales y los líderes políticos, ante una crisis mundial, deberían ignorar estos argumentos falaces y utilizar las políticas monetarias y fiscales para asegurar la liquidez del mercado, apoyar a las pequeñas empresas y fomentar el gasto. Pero deben reconocer que estas respuestas de los manuales sólo tendrán efectos limitados cuando el problema no sea la escasez de liquidez, sino más bien las perturbaciones de la cadena de suministro y el contagio del miedo. Hoy en día, la estabilización económica depende sobre todo de la actuación de las autoridades de salud pública, que deben recibir los recursos y el margen de maniobra para hacer su trabajo, incluida la libertad de cooperar con sus homólogos extranjeros.

En la lucha contra la pandemia de COVID-19, los economistas, los encargados de la formulación de políticas económicas y los organismos como el G-7 deberían reconocer humildemente que “todos los instrumentos apropiados” implican, sobre todo, los que utilizan los médicos y los epidemiólogos. La coordinación, la autonomía y la transparencia deben ser las consignas.

(Barry Eichengreen - Profesor de Economía en la Universidad de California-Berkeley y Cambridge)

- Anatomía de dos crisis (Fedea - **17/3/20**)

(Por Juan Francisco Jimeno)

Nada es Gratis, que nació al final de la primera década de este siglo, ya va por su segunda gran crisis. Como ocurrió con la llamada “Gran Recesión” de 2007-2014, ahora nos enfrentamos a los retos de analizar y explicar la crisis del Covid-19 y sus vastas consecuencias económicas... En esta, trataré de resumir lo que creemos saber hasta ahora sobre la naturaleza y las consecuencias económicas de la crisis del Covid-19, resaltando sus diferencias con respecto a la crisis anterior.

Todas las crisis son iguales (o no)

Una crisis económica suele comenzar con un suceso (relativamente) inesperado que desencadena una sucesión de efectos y respuestas de políticas económicas. Su magnitud, transmisión y profundidad acaban siendo pues resultados de la combinación de las características económicas de la perturbación (shocks de oferta, de demanda, financieros, etc.) y de las respuestas de las políticas económicas (relativamente) orientadas por los diagnósticos más o menos acertados de expertos económicos, organismos internacionales y, sobre todo, de los que los responsables de las políticas económicas estimen como más convincentes a la hora de diseñar y ejecutar medidas en respuesta a las crisis.

Las diversas fases de la crisis financiera de 2007-2014 proporcionan un buen ejemplo de esta sucesión de factores. El primer diagnóstico (oficial y erróneo) de entonces en España fue que la naturaleza de la crisis era el producto de “turbulencias financieras originadas en el mercado inmobiliario de Estados Unidos que no afectarían al país con el sistema bancario más sólido del mundo”. No se entendieron que las debilidades estructurales de la economía española la hacían especialmente sensible esas “turbulencias financieras”. En efecto, una economía altamente endeudada con respecto al exterior y con un sistema bancario que había canalizado un elevado flujo de transacciones financieras y con algunas entidades cuya solvencia se sostenía solo con el mantenimiento de una burbuja inmobiliaria, y con un mercado de trabajo disfuncional que servía como una correa de transmisión instantánea de cualquier disrupción financiera, no era precisamente la que estaba en mejor situación para quedar aislada de aquella crisis. Con un diagnóstico equivocado y con las restricciones políticas impuestas por una Unión Económica y Monetaria, que todavía hoy es incompleta e imperfecta, no extraña que las respuestas de políticas económicas fueran mal diseñadas, mal dirigidas y, cuando finalmente acertaron, insuficientes.

¿Ocurrirá lo mismo con la crisis del Covid-19?

Sobre la crisis del Covid-19 se está discutiendo mucho sobre en qué medida ha de entenderse como producto de un shock de oferta, de demanda o financiero. En realidad, es algo bastante más profundo y fundamental que una “perturbación económica”. Se trata de una crisis sanitaria muy grave que obliga a ralentizar considerablemente la actividad económica en muchos sectores y países durante un tiempo indeterminado que dependerá de la solución de la crisis sanitaria. En principio, cabría esperar que cuanto mayor sea la ralentización económica, menos durará la crisis sanitaria, pero ni siquiera esto está asegurado (por el contrario, la estrategia del gobierno británico se basa en un modelo de transmisión epidemiológica en el que menos ralentización económica resulta en menor duración de la crisis sanitaria, si bien con un riesgo mayor en lo que se refiere al número de defunciones). Las buenas noticias son que, aunque con bastante retraso, muchos gobiernos han entendido que dicha ralentización económica es necesaria y han impuesto medidas para aminorar la profundidad de la crisis sanitaria. Las malas noticias aparecen en dos frentes. Uno es que dicha ralentización genera una sucesión de perturbaciones de oferta, demanda y financieras que se retroalimentan y se transmiten a lo largo y ancho de la mayoría de los sectores económicos. Otro es que la capacidad de los gobiernos y de los organismos económicos internacionales para dirigir dicha ralentización sin daños permanentes al “tejido productivo” puede ser limitada (en especial, si, como ocurrió en 2008, se someten a diagnósticos erróneos).

Tengo la sensación de que, al contrario que en la crisis de 2008, los diagnósticos (al menos en el campo económico) están siendo acertados. Se está entendiendo la naturaleza de la crisis a la que nos enfrentamos. Y la respuesta de las políticas económicas que se están proponiendo para algunos países también va en la dirección adecuada.

Sin embargo, hay dos factores que mueven a la melancolía. Uno es que el virus no parece atacar el oportunismo egoísta y el dogmatismo de los que, a pesar de la gravedad de la situación, la aprovechan para tratar de imponer en el plan de lucha contra la crisis elementos accesorios inspirados en agendas políticas partidistas, independientemente de cuáles sean el diagnóstico y el tratamiento adecuados. Otro es que tratándose de una crisis global y muy profunda requiere de coordinación entre países y entre responsables de las distintas políticas económicas, algo que la experiencia demuestra que es muy difícil de conseguir. Los bancos centrales deben proporcionar, a nivel macro, la liquidez necesaria y ya lo están haciendo. Pero es tarea de los gobiernos implementar las políticas (micro) que han de asegurar rentas y liquidez a muchas empresas y trabajadores, lo que resulta fundamental para evitar daños permanentes al tejido productivo. Que ambos hablen el mismo lenguaje es crucial. Es imprescindible la coordinación internacional, especialmente en el marco de la UEM. Hay países (ej. Alemania) con “músculo financiero” e instituciones adecuadas para llevar a cabo esas políticas. Otros, no podrán hacerlo por sí solos.

- Evitar un desastre económico es la parte fácil (Project Syndicate - **19/3/20**)

Londres.- Contra mis expectativas iniciales, la difusión mundial del coronavirus COVID‑19 no está siguiendo las trayectorias relativamente benignas que se vieron en China fuera de Wuhan y de la provincia de Hubei, y en Corea del Sur, Singapur y el resto de Asia. En vez de eso, la trayectoria de difusión en Europa (y muy probablemente también en Estados Unidos) se parece cada vez más a la que hubo en Hubei.

Esto plantea el riesgo de un desastre médico y económico. Pero aunque para evitar una crisis de salud pública tal vez ya sea demasiado tarde, las autoridades todavía están a tiempo de implementar las medidas fiscales y monetarias necesarias para prevenir una catástrofe económica. Para eso tendrán que ir mucho más allá de las medidas monetarias anunciadas por la Reserva Federal de los Estados Unidos y las rebajas de impuestos y transferencias en efectivo indiscriminadas que ha propuesto la administración Trump hasta ahora.

Al principio yo esperaba que la cantidad de casos en los países de la Unión Europea convergiera hacia entre diez y cien pacientes por millón de personas, como se ha visto en Asia fuera de Hubei, y que en Estados Unidos se diera una pauta más o menos similar. Pero la realidad es que en Italia, Francia, España y otros países de la UE la tasa de cambio de la aceleración (segunda derivada de la velocidad, o lo que en la jerga matemática se conoce como “sobreaceleración”) no está disminuyendo como en Wuhan y en el resto de China a esta altura de la epidemia.

Una explicación posible es que las medidas de paralización que se tomaron en Italia han sido mucho menos estrictas que en Asia, y que los sistemas sanitarios están menos preparados. Por ejemplo, a los pacientes no se los aísla de sus familias tan rápidamente, de modo que pueden infectar a otros. De ser así, entonces en Estados Unidos y en el Reino Unido la aceleración del ritmo de contagios será incluso mayor que en Europa continental, porque las políticas adoptadas en respuesta por el presidente estadounidense Donald Trump y el primer ministro británico Boris Johnson han sido fragmentarias (y sencillamente erradas).

Así pues, es totalmente posible que los países de Europa y Estados Unidos se aproximen asintóticamente a una cifra más parecida a los mil casos por millón de Wuhan. O en lo que hace unas pocas semanas hubiera parecido una fantasía pesadillesca y ahora se ha convertido en un peor escenario razonable, podría ocurrir que Europa y Estados Unidos terminen con muchas más infecciones per cápita que Wuhan. Italia, cuya cifra confirmada de infecciones se aproxima a 32 000 con una población de unos 60 millones, ya se está acercando a la tasa de prevalencia de Wuhan (y la epidemia italiana todavía parece estar acelerándose rápidamente en una etapa donde en Wuhan ya había comenzado a frenar). En tanto, el gobierno británico estudió públicamente (para luego descartarla) una política consistente en permitir que el virus infecte al 60% de la población, con la esperanza de así crear «inmunidad colectiva». Eso sería un ritmo de infección 600 veces mayor al de Wuhan.

La única buena noticia en esta terrible situación es que a diferencia de los efectos médicos del virus, el impacto económico es fácil de predecir y superar. Es factible una respuesta política capaz de evitar que la epidemia (incluso en la forma relativamente virulenta que se experimentó en Hubei) impulse una catástrofe económica peor a la crisis financiera de 2008. **Los gobiernos de todas las economías importantes deben garantizar una compensación ilimitada de la pérdida de ingresos y salarios a empresas y trabajadores que hayan sido afectados por cuarentenas y cierres; si no es el 100%, puede ser entre 80 y 90%.**

La forma ideal de entregar la compensación sería a través de subsidios y transferencias fiscales, pero tratándose de empresas más grandes, otra opción puede ser darles préstamos a largo plazo con tasa cero o garantía pública de sus deudas. Felizmente, la transformación que provocó la crisis de 2008 en la economía mundial y en los mercados financieros ha vuelto factible una respuesta de esta naturaleza, ya que los gobiernos cuentan con posibilidades de financiación ilimitada con cero por ciento de interés, baja inflación y tolerancia a experimentos monetarios y fiscales antes inimaginables.

Seamos claros: en la situación actual, la política monetaria no servirá de estímulo a la actividad económica. Y tampoco es lo que quieren las autoridades: más actividad económica ahora sólo agravaría la crisis sanitaria. Pero aun así, es necesario bajar el tipo de interés a cero y proveer enormes inyecciones de liquidez para evitar el derrumbe de los sistemas financieros.

La aplicación de medidas fiscales pensadas para apuntalar la recuperación tendrá que esperar a que el virus esté controlado. Lo que los gobiernos pueden y deben hacer ahora es dar a ciudadanos y empresas garantías de que pueden quedarse en casa y no preocuparse por los ingresos perdidos, porque el gobierno compensará esas pérdidas cuando la crisis haya terminado.

**Sobre la base de la experiencia china, el costo fiscal de una compensación integral de los ingresos perdidos puede fácilmente llegar al 10% del PIB anual. Y si la epidemia resultara peor que en China (lo que ahora parece probable), podría llegar a un 25% del PIB**. Estas cifras pueden parecer asombrosas, pero es posible financiarlas apelando a uno o más de los tres mecanismos siguientes.

En primer lugar, todos los países del G20 (exceptuada tal vez Italia) pueden fácilmente aumentar 25 puntos porcentuales el cociente deuda pública/PIB sin generar grandes dudas sobre su solvencia. Y el costo del servicio de la deuda apenas aumentará si los bancos centrales se comprometen a mantener los tipos de interés en cero por al menos dos años, y se obliga a los inversores por medio de regulación y represión financiera a “calzar” pasivos a largo plazo.

Hay una diferencia fundamental entre una transferencia fiscal por única vez, por voluminosa que sea, y un estímulo fiscal por medio de rebajas de impuestos o compromisos de gasto que aumenten el déficit anual en forma permanente. Una transferencia por única vez equivalente al 25% del PIB deteriora menos la solvencia fiscal a largo plazo que una rebaja impositiva del 1% o 2% del PIB o compromisos de gasto a largo plazo que modificarán la estructura fiscal por varias décadas.

En segundo lugar, los bancos centrales pueden absorber totalmente la emisión de deuda adicional ampliando sus programas de flexibilización cuantitativa; esto sería, básicamente, que cada una de las economías del G7 expanda su base monetaria un 25% del PIB.

Finalmente, los bancos centrales pueden compensar directamente a empresas y trabajadores arrojando “dinero desde el helicóptero” en forma selectiva.

Si los gobiernos y bancos centrales de todo el mundo se ponen de acuerdo en usar un único método, la respuesta resultará más creíble, pero en la práctica, se puede usar una combinación de estas tres políticas.

¿Será la respuesta correcta? Un programa de plena compensación estatal admite dos objeciones: que termine siendo inflacionario y que no hay antecedentes de semejante intervención estatal para rescatar y subsidiar empresas.

Pero son críticas endebles. Hoy todos quieren más inflación; puede que haya que lamentarlo más tarde (tal vez en la segunda mitad de la década), pero hasta que eso suceda, habrá tiempo de sobra para adoptar políticas antiinflacionarias.

Un programa de compensación plena no sería una novedad. Es habitual compensar a los agricultores por desastres agrícolas (como la enfermedad de la vaca loca), derrumbes del precio de sus productos o guerras comerciales, así como ofrecer programas de alivio o seguros subsidiados a regiones y familias afectadas por inundaciones, terremotos o incendios forestales.

Además, las transferencias fiscales a bancos, empresas de seguros y mercados financieros que hubo en muchos países desde 2008 superan con creces el 25% del PIB. La diferencia en este caso es que el desastre afecta a todos, lo que en principio es un argumento más a favor de la compensación. Que los gobiernos de todo el mundo sigan pensando en préstamos y garantías crediticias (en vez de una compensación fiscal directa) se debe exclusivamente a que no hay intereses especiales (por ejemplo, agricultores o banqueros) que estén pidiendo medidas de alivio sectoriales.

(Anatole Kaletsky is Chief Economist and Co-Chairman of Gavekal Dragonomics. A former columnist at the Times of London, the International New York Times and the Financial Times, he is the author of Capitalism 4.0: The Birth of a New Economy in the Aftermath of Crisis, which anticipated many of the post-crisis transformations of the global economy. His 1985 book, Costs of Default, became an influential primer for Latin American and Asian governments negotiating debt defaults and restructurings with banks and the IMF)

- Cuando “todo lo necesario” no alcanza (Project Syndicate - **17/3/20**)

Nueva York.- Al interpretar las medidas que anunció la Reserva Federal de EEUU este fin de semana para mitigar las secuelas de la pandemia de la COVID-19, no hay que confundir movimiento con acción.

Posiblemente, esta última jugada de la Fed para flexibilizar la política monetaria no tenga precedentes, especialmente porque fue anunciada un domingo por la tarde. La Fed recortó la tasa de fondos federales 100 puntos básicos (para llevarla al rango del 0 al 0,25 %), lo que probablemente se traducirá en una reducción significativa del costo marginal del endeudamiento bancario para las empresas y los hogares. La Fed también está reactivando la flexibilización cuantitativa (FC). En los próximos meses, aumentará sus tenencias de títulos del Tesoro al menos en 500.000 millones de USD y sus tenencias de títulos con respaldo hipotecario emitidos por una de tres agencias cuasigubernamentales (conocidas como Ginnie Mae, Fannie Mae y Freddie Mac) al menos en 200.000 millones de USD. Y reinvertirá todos los pagos de capital exigible de esas tenencias en títulos con respaldo hipotecario emitidos por agencias.

Además de esa medida, la Fed amplió recientemente sus operaciones de acuerdos de recompra (repo) a un día y anunció que relajará los requisitos de capital y liquidez para los bancos. Pero la parte más importante del anuncio del 15 de marzo fue la promesa de promover «acciones coordinadas de los bancos centrales para ampliar la liquidez del dólar estadounidense» conjuntamente con el Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra, el Banco de Japón, el Banco Central Europeo y el Banco Nacional Suizo. A tal efecto, se redujo el precio de las líneas de intercambio (swaps) de dólares existentes fue reducido en 25 puntos básicos; y, lo que resulta más significativo, los bancos centrales “comenzarán a ofrecer dólares estadounidenses semanalmente en cada jurisdicción con vencimiento a 84 días, además de las operaciones con vencimiento a una semana que se ofrecen actualmente”.

Con este compromiso, la Fed parece finalmente estar reconociendo que el mundo no termina en el extremo oriental de Long Island. Pero, por supuesto, la Fed podría haber hecho aún más en respuesta a la crisis de la COVID-19. Por ejemplo, podría haber anunciado metas más ambiciosas para sus operaciones de FC. Y podría dar empujado la tasa de fondos federales hacia el territorio negativo, dado que el límite inferior efectivo está en algún punto en el rango del -0,5 al 0,75 % (podría ser mucho menor de no ser por el lamentable papel que desempeñó la moneda). Es cierto, algunos académicos sostienen que existe un umbral (o «tasa de reversión») por debajo de la cual los recortes mayores reducirían los créditos bancarios en vez de impulsarlos, pero no hay evidencia convincente que justifique esos temores con las tasas actuales.

**En todo caso, incluso si la Fed hubiera implementado esos pasos adicionales, seguiría siendo un participante de poca monta en este gran drama. El papel principal debe quedar en manos de los responsables de las políticas fiscales, que hasta el momento han estado ausentes. A diferencia del derrumbe de 2008, la pandemia de la COVID-19 no es una crisis financiera que amenaza con derramarse hacia la economía real. Es una crisis que comenzó en la economía real -donde produjo choques tanto de oferta como de demanda- con implicaciones profundas para el sistema financiero.**

Ignorar las secuelas financieras de la pandemia causaría más daños a la economía real. Es entonces fundamental que haya fondos disponibles para las empresas y los hogares cuyas fuentes de ingresos se vieron interrumpidas o eliminadas completamente. Si estos fondos se proporcionan con una tasa de interés del 1 al 1,25 % o del 0 al 0,25 % es una cuestión secundaria. La preocupación principal es que, según los criterios “normales” para los préstamos, la solvencia de muchos prestatarios existentes se considerará como significativamente perjudicada. Para evitar incumplimientos e insolvencia generalizados necesitamos medidas fiscales como garantías crediticias, o intervenciones cuasifiscales como el crédito provisto por el banco de desarrollo estatal alemán a las empresas que no logran cumplir los criterios convencionales de solvencia.

Hay también buenas razones a favor de los estímulos fiscales específicos. Claramente, los gastos para la atención sanitaria (las pruebas y el tratamiento de la COVID-19) deben ser cubierto por el Estado, al igual que la licencia por enfermedad de los trabajadores que no pudieron ganar su sustento como resultado de la pandemia. Y se debe otorgar una compensación similar a los padres que no pueden trabajar porque los cierres de las escuelas los obligaron a quedarse en casa con sus niños y a todos quienes perdieron ingresos debido a la cuarentena o el aislamiento por decisión propia. Finalmente, los recortes fiscales específicos y el aumento del gasto público son formas obvias de contrarrestar los costos resultantes de los trastornos en las cadenas de aprovisionamientos y los patrones de demanda establecidos.

La incertidumbre generalizada que produce la pandemia afectará el consumo de los hogares (por un aumento del ahorro precautorio) y la inversión corporativa (por el aumento del valor de opción de esperar). Las políticas monetarias expansivas convencionales pueden ser de cierta ayuda para lidiar con estas consecuencias keynesianas tradicionales de la crisis. Pero, bajo las condiciones actuales, el aumento de la demanda agregada por los recortes de la tasa de interés y la FC probablemente resulte modesto. Las condiciones financieras pueden flexibilizarse un poco (en la medida en que esto ocurra a través del debilitamiento del dólar estadounidense, será un efecto de empobrecer al vecino), pero el impulso a la demanda efectiva será mínimo en nuestras endeudadas economías.

**Por lo tanto, a menos que tengamos una respuesta fiscal significativa a la crisis del coronavirus, debemos estar preparados para deslizarnos continuamente hacia una recesión, o algo peor. Bajo las circunstancias actuales, la política monetaria sencillamente no es capaz de afectar de manera significativa el desempeño de la economía.**

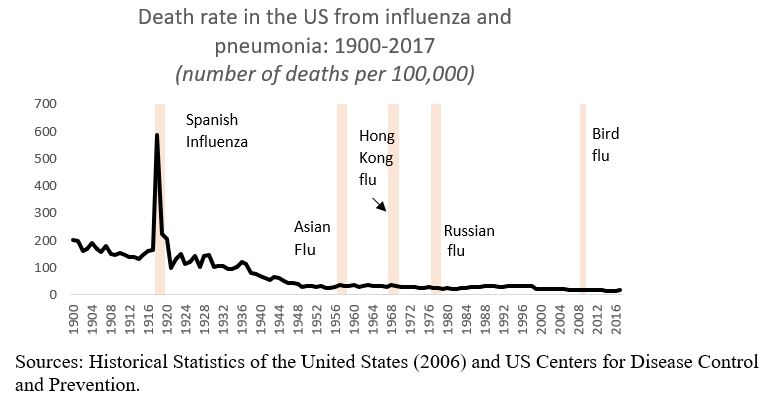
(Willem H. Buiter, a former chief economist at Citigroup, is a visiting professor at Columbia University)

- Esta vez es realmente diferente (Project Syndicate - **23/3/20**)

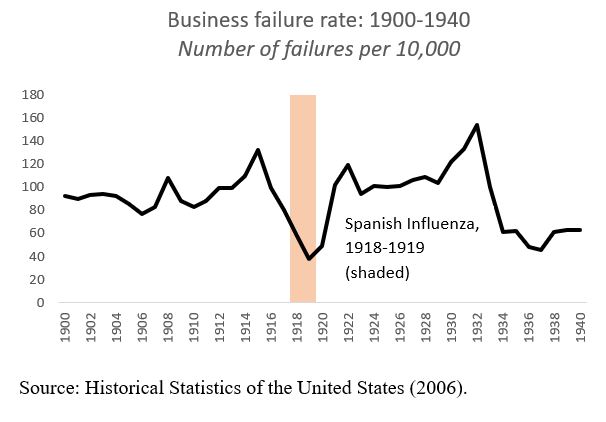
Cambridge.- Si bien las pandemias son comparativamente raras, y las severas más raras aún, no tengo conciencia de un episodio histórico que pueda ofrecer alguna perspectiva sobre las posibles consecuencias económicas de la crisis global que está generando el coronavirus. Esta vez es diferente.

Una característica esencial de este episodio que lo hace único es la respuesta política. Los gobiernos de todo el mundo están dando prioridad a medidas que limitan la propagación de la enfermedad y salvan vidas, incluido el confinamiento total de una región (como en China) y hasta de países enteros (Italia, España y Francia, por ejemplo). Una lista mucho más extensa de países, entre ellos Estados Unidos, han impuesto prohibiciones estrictas de viajes internacionales y han prohibido cualquier tipo de evento público.

Estas medidas no podrían estar más lejos de la respuesta política al brote viral más letal de los tiempos modernos, la pandemia de la gripe española de 1918-19 (ver cuadro). Esa pandemia, que se cobró 675.000 vidas en Estados Unidos y por lo menos 50 millones en todo el mundo, ocurrió en el marco de la Primera Guerra Mundial. Este dato por sí solo impide trazar alguna comparación relevante con respecto a los efectos de la pandemia del COVID-19 per se en la economía de Estados Unidos o global.



En 1918, el año en el que las muertes por la gripe alcanzaron un pico en Estados Unidos, las quiebras comerciales estaban en menos de la mitad de su nivel previo a la guerra, y fueron aún más bajas en 1919 (ver cuadro). Impulsado por el esfuerzo de producción de tiempos de guerra, el PIB real de Estados Unidos creció el 9% en 1918, y alrededor del 1% al año siguiente, inclusive mientras la gripe hacía estragos.



**Con el COVID-19, en cambio, la enorme incertidumbre en torno de la posible propagación de la enfermedad (dentro de Estados Unidos y a nivel global) y la duración de la paralización económica casi total que hizo falta para combatir el virus hacen que los pronósticos sean poco menos que una adivinanza. Pero, dada la magnitud y el alcance de la crisis del coronavirus, que destruye la demanda agregada y, al mismo tiempo, altera la oferta, los efectos iniciales en la economía real probablemente superen los de la crisis financiera global (CFG) de 2007-09.**

Si bien la crisis del coronavirus no empezó como una crisis financiera, puede llegar a serlo y con una gravedad sistémica. Al menos hasta que la actividad económica reducida resulte en pérdidas de empleos, los balances de los hogares norteamericanos no parecen problemáticos, como sí lo eran en el período previo a la CFG. Es más, los bancos están mucho más capitalizados que en 2008.

Sin embargo, los balances corporativos parecen mucho menos saludables. Como dije hace más de un año, las obligaciones de deuda garantizadas (CLOs por su sigla en inglés), cuya emisión se ha expandido rápidamente en los últimos años, comparten muchas similitudes con los célebres títulos respaldados por hipotecas de alto riesgo que alimentaron la CFG.

La búsqueda de rendimientos en un entorno de tasas de interés bajas ha alimentado olas de préstamos de baja calidad -y no sólo en CLOs-. No sorprende, entonces, que la reciente caída bursátil haya expuesto altos coeficientes de apalancamiento y mayores riesgos de default.

Como si la crisis del coronavirus no fuera suficiente, la guerra petrolera entre Arabia Saudita y Rusia ya casi ha reducido a la mitad los precios del petróleo, agravando la difícil situación del sector energético de Estados Unidos. En un momento en que gran parte de la industria está afectada por las alteraciones de la cadena de suministro, y amplios segmentos del sector de servicios están más o menos paralizados, los defaults corporativos y las quiebras entre empresas pequeñas y medianas van a dispararse, a pesar del estímulo fiscal y monetario.

Es más, en tanto se desarrolla la crisis del coronavirus de 2020, las similitudes entre los bonos corporativos de alto rendimiento y los títulos soberanos de países en desarrollo parecen estar afilándose.

Si bien la crisis financiera y de deuda de los años 1980 afectaron a los mercados emergentes, la CFG fue una crisis financiera (y en algunos casos también una crisis de deuda) en las economías avanzadas. El crecimiento promedio del PIB anual de China de más del 10% en 2003-2013 hizo subir los precios de las materias primas globales, impulsando a los mercados emergentes y a la economía global. Y, a diferencia de las economías avanzadas después de la CFG, los mercados emergentes tuvieron recuperaciones económicas en forma de V.

Sin embargo, en los últimos cinco años, los balances de los mercados emergentes (tanto públicos como privados) se han deteriorado, y el crecimiento se ha desacelerado significativamente. En igualdad de circunstancias, el reciente recorte significativo de las tasas de interés de la Reserva Federal de Estados Unidos y otras medidas en respuesta a la pandemia deberían aliviar las condiciones financieras globales también para los mercados emergentes. Pero la igualdad de circunstancias está lejos de ser real.

Por empezar, la clásica huida a títulos del Tesoro de Estados Unidos en tiempos de estrés global, y el alza del índice de volatilidad VIX, revelan un marcado incremento de la aversión al riesgo entre los inversores. Estos episodios normalmente conviven con diferenciales de riesgo de intereses en marcado aumento y reversiones abruptas de los flujos financieros en tanto el capital sale de los mercados emergentes.

Por otra parte, el desplome de los precios del petróleo y las materias primas reduce el valor de muchas exportaciones de mercados emergentes y, por lo tanto, afecta el acceso de esos países a dólares. En el caso más extremo (pero no único) de Ecuador, por ejemplo, estos riesgos se han traducido en un diferencial soberano de cerca de 40 puntos porcentuales.

Finalmente, el crecimiento económico de China fue un motor importante de sus préstamos significativos a más de 100 países en desarrollo de bajos y medianos ingresos en los últimos diez años, como demostré en un documento reciente que escribí con Sebastian Horn y Christoph Trebesch. La ola de datos económicos débiles provenientes de China para principios de 2020, por ende, aumenta la posibilidad de una reducción sustancial de los préstamos al exterior.

Desde los años 1930 que las economías avanzadas y emergentes no experimentaban la combinación de una caída del comercio global, precios de materias primas globales deprimidos y una recesión económica sincronizada. Es verdad, los orígenes de la crisis actual son inmensamente diferentes, como lo es la respuesta política. Pero las políticas de aislamiento y distanciamiento que están salvando vidas también conllevan un costo económico enorme. Una emergencia sanitaria puede evolucionar hasta convertirse en una crisis financiera. Claramente, éste es un momento de “todo lo que haga falta” para políticas fiscales y monetarias innovadoras y de gran escala.

(Carmen M. Reinhart is Professor of the International Financial System at Harvard University's John F. Kennedy School of Government)

- ¿Una mayor depresión? (Project Syndicate - **24/3/20**)

Nueva York.- La sacudida que le está pegando el COVID-19 a la economía global ha sido más rápida y más severa que la crisis financiera global (CFG) de 2008 y hasta la Gran Depresión. En esos dos episodios anteriores, los mercados bursátiles colapsaron el 50% o más, los mercados de crédito se congelaron, hubo quiebras gigantescas, las tasas de desempleo se dispararon por encima del 10% y el PIB se contrajo a una tasa anualizada del 10% o más. Pero todo esto transcurrió en un lapso de alrededor de tres años. En la crisis actual, desenlaces macroeconómicos y financieros igual de sombríos se han materializado en tres semanas.

A comienzos de este mes, sólo hicieron falta 15 días para que el mercado bursátil de Estados Unidos se derrumbara en terreno bajista (una caída del 20% de su pico) -la caída de ese tipo más rápida de la historia-. Ahora, los mercados están un 35% abajo, los mercados de crédito se han congelado y los diferenciales de crédito (al igual que los bonos basura) se han disparado a los niveles de 2008. Inclusive firmas financieras tradicionales como Goldman Sachs, JP Morgan y Morgan Stanley esperan que el PIB de Estados Unidos caiga a una tasa anualizada del 6% en el primer trimestre, y del 24% al 30% en el segundo. El secretario del Tesoro norteamericano, Steve Mnuchin, ha advertido que la tasa de desempleo podría elevarse por encima del 20% (el doble del nivel pico durante la CFG).

En otras palabras, cada componente de la demanda agregada -consumo, gasto de capital, exportaciones- está en una caída libre sin precedentes. Mientras la mayoría de los analistas interesados han venido anticipando una crisis en forma de V -en la que la producción cae marcadamente durante un trimestre y luego se recupera rápidamente en el próximo-, ahora debería quedar claro que la crisis del COVID-19 es algo totalmente diferente. La contracción que hoy está en marcha no se parece ni a una en V, ni en U, ni en L (una marcada crisis seguida de estancamiento). Más bien, se parece a una contracción en I: una línea vertical que representa un derrumbe de los mercados financieros y de la economía real.

Ni siquiera durante la Gran Depresión y la Segunda Guerra Mundial el grueso de la actividad económica literalmente se cerró, como sucede en China, Estados Unidos y Europa hoy. El mejor escenario sería una crisis más severa que la de la CFG (en términos de una menor producción global acumulada), pero de más corta vida, lo que permitiría el retorno a un crecimiento positivo en el cuarto trimestre de este año. En ese caso, los mercados comenzarían a recuperarse cuando aparezca la luz al final del túnel.

Pero el mejor escenario supone varias condiciones. Primero, Estados Unidos, Europa y otras economías muy afectadas necesitarían desplegar medidas generalizadas de testeo, rastreo y tratamiento del COVID-19, cuarentenas obligatorias y un aislamiento a plena escala como el que ha implementado China. Y, como desarrollar y producir una vacuna en gran escala podría demorar 18 meses, será necesario distribuir antivirales e implementar otras medidas terapéuticas en escala masiva.

Segundo, los responsables de las políticas monetarias -que ya han hecho en menos de un mes lo que les llevó tres años después de la CFG- deben seguir implementando medidas poco convencionales ante la crisis. Eso significa tasas de interés cero o negativas; una mejor orientación futura; alivio cuantitativo y alivio crediticio (la compra de activos privados) para respaldar a los bancos, las instituciones no bancarias, los fondos del mercado de dinero y hasta las grandes corporaciones (instrumentos para papeles comerciales y bonos corporativos). La Reserva Federal de Estados Unidos ha expandido sus líneas swap transfronterizas para abordar la inmensa escasez de liquidez en dólares en los mercados globales, pero ahora necesitamos más instrumentos para alentar a los bancos a prestarles a empresas pequeñas y medianas ilíquidas pero aún solventes.

Tercero, los gobiernos tienen que desplegar un enorme estímulo fiscal, inclusive a través de una “distribución en helicóptero” de desembolsos directos de efectivo a los hogares. Dado el tamaño de la crisis económica, los déficits fiscales en las economías avanzadas necesitarán subir de 2-3% del PIB a alrededor del 10% o más. Sólo los gobiernos centrales tienen balances lo suficientemente grades y sólidos como para impedir el colapso del sector privado.

Pero estas intervenciones financiadas con déficits deben monetizarse por completo. Si están financiadas a través de deuda gubernamental estándar, las tasas de interés aumentarían marcadamente y la recuperación quedaría asfixiada en la cuna. Dadas las circunstancias, las intervenciones propuestas desde hace mucho tiempo por los izquierdistas de la escuela de la Teoría Monetaria Moderna, incluido el dinero helicóptero, se han vuelto convencionales.

Desafortunadamente para el mejor escenario, la respuesta de salud pública en las economías avanzadas ha sido mucho más ineficiente de lo que hacía falta para contener la pandemia, mientras que el paquete de políticas fiscales que se está debatiendo en la actualidad no es ni lo suficientemente grande ni lo suficientemente rápido como para crear las condiciones para una recuperación oportuna. Así, el riesgo de una nueva Gran Depresión, peor que la original –una Mayor Depresión- crece día a día.

A menos que se detenga la pandemia, las economías y mercados en todo el mundo seguirán su caída libre. Pero aún si la pandemia está más o menos contenida, el crecimiento general podría no producirse a fines de 2020. Después de todo, para entonces, muy probablemente comience otra temporada de virus con nuevas mutaciones; las intervenciones terapéuticas con las que cuentan muchos pueden resultar menos efectivas de lo que esperaban. Así, las economías volverán a contraerse y los mercados volverán a caer.

Es más, la respuesta fiscal podría chocar contra una pared si la monetización de déficits gigantescos empieza a producir una inflación alta, especialmente si una serie de shocks de oferta negativos relacionados con el virus reduce el potencial crecimiento. Y muchos países simplemente no pueden asumir un endeudamiento semejante en su propia moneda. ¿Quién rescatará a los gobiernos, las corporaciones, los bancos y los hogares en los mercados emergentes?

Como sea, aún si la pandemia y las repercusiones económicas llegaran a controlarse, la economía global todavía podría ser objeto de una cantidad de riesgos de cola de “cisne blanco”. Las elecciones presidenciales de Estados Unidos se acercan y la crisis del COVID-19 dará lugar a renovados conflictos entre Occidente y por lo menos cuatro potencias revisionistas: China, Rusia, Irán y Corea del Norte, que están recurriendo, en su totalidad, a una guerra cibernética asimétrica para minar a Estados Unidos desde adentro. Los inevitables ataques cibernéticos contra el proceso electoral estadounidense pueden conducir a un resultado final impugnado, con acusaciones de “fraude” y la posibilidad de violencia manifiesta y desorden civil.

De la misma manera, como he dicho anteriormente, los mercados están subestimando, y mucho, el riesgo de una guerra entre Estados Unidos e Irán este año; el deterioro de las relaciones sino-norteamericanas se está acelerando mientras cada parte responsabiliza a la otra de la escala de la pandemia del COVID-19. La crisis actual probablemente acelere la balcanización y desmadre en curso de la economía global en los meses y años venideros.

Esta trifecta de riesgos -pandemia no contenida, arsenales insuficientes de políticas económicas y cisnes blancos geopolíticos- bastarán para hacer caer a la economía global en una depresión persistente y un derrumbe galopante de los mercados financieros. Después de la crisis de 2008, una respuesta contundente (aunque demorada) logró sacar a la economía global del abismo. Quizás esta vez no tengamos tanta suerte.

(Nouriel Roubini, Professor of Economics at New York University's Stern School of Business and Chairman of Roubini Macro Associates, was Senior Economist for International Affairs in the White House’s Council of Economic Advisers during the Clinton Administration. He has worked for the International Monetary Fund, the US Federal Reserve, and the World Bank. His website is NourielRoubini.com)

- Ahí vienen los helicópteros (Project Syndicate - **26/3/20**)

Nueva York.- Mientras la pandemia de COVID‑19 cobra impulso, Estados Unidos aprobó un paquete de rescate económico de dos billones de dólares (el 9,2% del PIB de 2019). La aprobación tuvo lugar después de acciones inéditas de la Reserva Federal de los Estados Unidos, que emprenderá un programa de flexibilización cuantitativa ilimitado y estableció nuevos mecanismos para ayudar a las empresas y evitar que se detenga el flujo de crédito.

La respuesta estadounidense será en su mayor parte un ejemplo de lo que se conoce como “helicóptero monetario”: una aplicación de la Teoría Monetaria Moderna (TMM) en la que el banco central financia el estímulo fiscal comprando deuda pública que se emite para financiar rebajas de impuestos o aumentos del gasto público. La economía estadounidense se está deteriorando a una velocidad espectacular, en parte por el impacto sanitario directo de la pandemia de COVID‑19, pero más que nada como resultado de mandatos de distanciamiento social que impiden a las personas producir y consumir.

Dadas las circunstancias, no es aventurado suponer que el programa adicional de compra de activos de la Reserva Federal llegará al menos a dos billones de dólares, si fuera lo necesario para que el gobierno federal no tenga que acudir a los mercados directamente para financiar sus nuevas iniciativas. En enero, antes de que el coronavirus fuera una amenaza reconocida, la Oficina de Presupuesto del Congreso predijo que el gobierno de los Estados Unidos tendrá un déficit federal anual recurrente superior al billón de dólares por los próximos diez años como mínimo.

Hace unas semanas, cuando empezó a ser evidente la gravedad de la crisis, algunos funcionarios del gobierno federal advirtieron que de no mediar una respuesta fiscal decidida, había riesgo de que el desempleo en Estados Unidos aumentara al 20%. Pero incluso con la ley que se aprobó, es posible que la destrucción de empleo siga aumentando en el segundo y tercer trimestre de este año. Para ser eficaces, las medidas de apoyo fiscal deben seleccionar meticulosamente a aquellas familias y empresas (grandes y pequeñas) que hayan perdido ingresos como resultado de la pandemia. No se sabe todavía si la respuesta estadounidense incluirá esa selección, o ni siquiera si es posible hacerla en forma rápida y ordenada.

En tanto, el Reino Unido también ha iniciado un enérgico experimento de TMM/helicóptero monetario. En primer lugar, el Banco de Inglaterra planea comprar 200.000 millones de libras (238 000 millones de dólares) de bonos del gobierno británico y bonos corporativos no financieros con calificación “no especulativa” denominados en libras; se trata de un estímulo monetario apenas inferior al 10% del PIB de 2019. Y por el lado fiscal, Rishi Sunak, nuevo ministro de hacienda, está echando a correr una avalancha de medidas de estímulo que aumentarán el déficit.

Para el año calendario 2020, el gobierno británico espera un déficit no inferior al 7,5% del PIB, y quizá tanto como el 10%. Pero incluso en el extremo superior no se saldría del rango cubierto por el programa de monetización de deuda del Banco de Inglaterra. Es decir, pese al volumen extraordinario del estímulo fiscal, el gobierno no tendrá necesidad de endeudarse en los mercados.

La eurozona tiene menos margen fiscal, pero el Banco Central Europeo ya se comprometió con un programa de compra neta de activos por 120.000 millones de euros (130.000 millones de dólares), además de los 750.000 millones de euros que anunció el 18 de marzo. Su nuevo “Programa de compras de emergencia frente a la pandemia” también incluirá bonos soberanos griegos, excluidos de los programas anteriores de compra de activos después del default griego en 2015.

En síntesis, las nuevas compras de activos por parte del BCE (que por lo general se monetizan) equivalen a poco menos del 7,3% del PIB de la eurozona en 2019, lo que sitúa esta respuesta un poco por debajo de las de Estados Unidos y el RU. Por desgracia, la política fiscal del bloque ha sido lisa y llanamente patética. El 16 de marzo, los ministros de finanzas de los estados miembros anunciaron que a lo largo de 2020 aplicarían medidas de estímulo equivalentes a un magro 1% del PIB, y esto para una economía que ya tenía dificultades para crecer. Las promesas de los gobiernos de la eurozona de ampliar esas medidas de ser necesario brindan poco alivio. El único hecho positivo en este frente es un compromiso de instituir mecanismos de liquidez (esquemas de garantías públicas y diferimiento de pago de impuestos) por no menos del 10% del PIB.

Como la eurozona carece de una entidad central seria con poder presupuestario independiente, el instrumento obvio para que en caso de ser necesario los estados miembros en buena posición financiera provean apoyo a los estados más débiles en forma políticamente transparente es el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEE). Y sin embargo, no parece que dentro de la eurozona haya consenso en que este uso del MEE sería admisible.

Así que la otra opción es que los estados miembros aumenten sus programas nacionales de estímulo fiscal hasta, por ejemplo, el 7,3% del PIB, mientras el BCE hace las veces de helicóptero monetario. Pero esto involucraría al BCE en acciones cuasifiscales que conllevan una redistribución de riesgo fiscal entre los estados miembros, lo que exige o bien una modificación del texto actual de los tratados o una voluntad colectiva de pasar por alto las evidentes objeciones a la legitimidad de esas operaciones.

A diferencia de Estados Unidos y el RU, donde hay un único banco central para un único país, el BCE no puede asumir tan fácilmente el papel de agente fiscal para el gobierno. Por ejemplo, comprar deuda soberana italiana a través del sistema del euro supone transferir riesgo soberano a los bancos centrales nacionales de los estados miembros en mejor posición financiera y, en definitiva, a los contribuyentes de esos países.

Pero aun así, sería una negligencia criminal permitir que un defecto de diseño en los tratados actuales impida un uso adecuado del helicóptero monetario en un momento de crisis existencial. Italia debe implementar un estímulo fiscal no inferior al 5% del PIB (y muy probablemente más) y alguna combinación entre el BCE y el MEE debe hacérselo posible.

(Willem H. Buiter, a former chief economist at Citigroup, is a visiting professor at Columbia University)

- Reinhart: “La crisis creada por el coronavirus será la mayor desde la Gran Depresión” (El Economista - **30/3/20**)

(Por José Luis de Haro)

Carmen Reinhart, actual profesora de Sistema Financiero Internacional en la Escuela Kennedy de la Universidad de Harvard, es junto a Kenneth Rogoff, una de las economistas que ha dedicado su vida a estudiar y entender las crisis económicas a lo largo de la historia, tanto en economías desarrolladas como países emergentes. Además de su bagaje académico fue subdirectora gerente del Fondo Monetario Internacional y economista jefa del perecido banco de inversión Bear Stearns. Actualmente es consejera de la Reserva Federal de Nueva York y miembro del panel de economistas de la Oficina Presupuestaria del Congreso (CBO, por sus siglas en inglés).

El Fondo Monetario Internacional habla ya de una recesión económica global mayor a la vista durante la crisis financiera, ¿será la crisis económica provocada por el COVID-19 la más profunda desde la Gran Depresión?

Así lo creo por distintos motivos. La crisis global del 2008 fue una crisis de 11 países avanzados, incluyendo España, Estados Unidos o Reino Unido. Los países emergentes se recuperaron muy fuerte dado que los precios de las commodities ayudaron mucho. La crisis de los años 80 fue más una crisis de emergentes. La crisis actual es global, como en los años 30, y está dividida entre avanzados y emergentes casi por igual. Otro factor muy parecido es el desplome del comercio internacional. Obviamente en 2008 también hubo una fuerte caída del comercio, pero esta vez venimos de una base más debilitada por el Brexit y la guerra comercial de Trump con China. Si miramos el crecimiento del comercio internacional, el volumen en los 10 años antes de la crisis era alrededor del 6%. Durante los 10 últimos años ha sido más cerca de 2,5%. La depresión del comercio global se parece mucho también a los 30. El último factor que quiero mencionar es el shock de la guerra de precios entre Rusia y Arabia Saudita y el desplome de las materias primas. Ecuador, Angola y Argelia están al punto del default.

¿Supondrá entonces esto un desencadenante para los productores de crudo de países emergentes?

Sí, será el beso de la muerte y llevo preocupada por los emergentes hace ya más de un año. En Ecuador, por ejemplo, el precio del petróleo que ellos asumían en su programa fiscal era de 48 dólares el barril. Ahora estamos a menos de la mitad. En este ambiente, a no ser que todo repunte con una fuerza bárbara muy pronto, no aguantarán. La incidencia de los default soberanos va a ir aumentando. Tanto Kenneth Rogoff como yo abogamos en estos momentos por una moratoria temporal en el pago de las deudas, dado que si se paraliza la capacidad de tener ingresos, también es justo que se paralice el pago de éstas. Esto es posible a nivel corporativo, de los hogares, pero no soluciona el problema a nivel soberano. Las deudas de muchos países emergentes a China son enormes, más grandes que el FMI y el Banco Mundial combinados. Tanto China como estas instituciones deben conceder una moratoria. En los años 30 también hubo una oleada de defaults global y algunos tardaron hasta dos décadas en solucionarse.

¿Cree entonces que la pandemia y el shock en los precios del crudo acabarán por generar una década perdida?

No quiero adelantar si es una década o no, pero la idea de que esto va a ser una recuperación con forma de V, lo veo con muy baja probabilidad. Los bancos se van a encontrar con consumidores y hogares que han perdido el empleo, empresas que han tenido que cerrar, por lo que su cartera lucirá muy distinta pese a las mejoras registradas por estas entidades, tanto en Europa como EEUU desde la crisis. Pese a la ayuda del Banco Central Europeo y la Reserva Federal, especialmente ésta última a través de las distintas facilidades creadas para ayudar a los pequeños negocios y los hogares, es inevitable dada la severidad de este shock que terminemos con un sistema financiero mucho más débil. Pongo en duda que muchas empresas puedan aguantar más de uno o dos meses en esta situación. Las caídas para el PIB van a ser mucho más profundas que las registradas durante la crisis del 2008.

Países como España o Italia se han convertido en el epicentro de la pandemia en Europa. ¿Se corre el riesgo de que esta situación tenga consecuencias más allá de una crisis económica severa?

Se corre claramente el riesgo de que esto se convierta no solamente en una crisis económica sino también en una crisis financiera y una crisis de deuda. Es por ello que el Banco Central Europeo y las instituciones deben jugar un rol enorme para aliviar las disrupciones y el contagio económico. Una moratoria de la deuda es muy atractivo para muchos países emergentes, pero no es una opción para Europa. Por ejemplo, en Italia que es el caso más extremo, los hogares son tenedores importantes de esa deuda, es decir, que si hay una suspensión de pago, hay que compensar a esos hogares por la suspensión de pago, que es distinto a los países emergentes donde generalmente la deuda externa está en manos de extranjeros.

Entonces, ¿aboga usted por la creación de coronabonos o eurobonos, que mutualicen la deuda?

Hace mucho tiempo que veo con ojos muy favorables el tema de tratar de unificar un mercado de deuda. Desde la crisis financiera global, el uso del dólar internacional ha aumentado y el euro, que había ganado espacio en los primeros años, ha retrocedido bárbaramente. Parte de eso se debe a no tener un mercado de bonos unificado, porque los inversores no compran euro, compran la deuda. Un bund alemán no es lo mismo que un bono irlandés o un bono portugués y así sucesivamente. Este es un momento de emergencia donde un punto clave podría ser la unificación del mercado de deuda, que es uno de los elementos que haría al euro más sostenible como moneda.

¿Será la crisis desatada por el coronavirus un factor más que invite a la desglobalización?

Restaurar el comercio global tal cual lo conocíamos antes del virus no va a ocurrir. Cuanto más dure el brote, más se cuestionarán las empresas sus modelos y cadenas de producción. Además, la gente no volverá a viajar tanto como antes por lo que el turismo también va a estar paralizado durante mucho tiempo. El punto máximo de la globalización lo dejamos atrás hace más de una década. Además, la crisis financiera de 2008, el Brexit, las tensiones de Trump con China han sido olas que nos han ido llevando a la desglobalización. En EEUU donde hay opinión común entre los demócratas y los republicanos es en el problema con el comercio de China. El problema en que se encuentra China ahora es que quiere ser tratado como un país emergente pero también como una potencia global y no puede ser ambas. Esto está generando una desconfianza en la interacción entre China y el resto del mundo.

- ¿Funcionará la estrategia económica? (Project Syndicate - **31/3/20**)

París.- En momentos en que la crisis de la COVID‑19 paraliza Francia, el INSEE (el instituto francés de estadísticas) sitúa en 35% la caída de la actividad económica respecto de la normalidad; y calcula que la magnitud de la caída del consumo de los hogares es similar.

Estas cifras implican que cada mes adicional de cierre de la economía reduce en tres puntos porcentuales el PIB anual. Y la situación sectorial es obviamente peor: la actividad comercial se redujo un 40%, la producción industrial un 50%, y algunos sectores de servicios están totalmente detenidos. Estimaciones ex ante para Alemania y el Reino Unido son similares, y en cualquier caso, las cifras correspondientes pueden ser más grandes en economías donde el sector público es más pequeño.

Dado que un shock de esta magnitud puede eliminar en cuestión de semanas incluso empresas prósperas, la respuesta de los gobiernos ha sido notablemente similar. Para evitar quiebras, están dando liquidez de emergencia a las empresas privadas mediante cuantiosos esquemas de garantías y el diferimiento del pago de impuestos (muchos de los cuales nunca se cobrarán). Por ejemplo, en Alemania se ha iniciado un programa de garantías públicas por 400.000 millones de euros para que los bancos refinancien las deudas pendientes de las empresas. En el agregado, los esquemas de provisión fiscal de liquidez a empresas y trabajadores de la eurozona equivalen al 13% del PIB.

Además, los países europeos están haciendo un amplio uso de mecanismos que transfieren temporalmente al Estado la mayor parte de la nómina salarial de las empresas obligadas a parar o recortar la producción. Los trabajadores conservan el contrato de empleo y, con variaciones, la mayor parte del salario, y la empresa recibe ayudas estatales que cubren casi todos los costos. Estos esquemas (a diferencia del despido, que corta el vínculo entre la empresa y su fuerza laboral) permiten mantener financieramente a flote a los trabajadores hasta que la empresa pueda reiniciar la actividad. Arreglos de esta naturaleza, allí donde existían, se usaban en general para tratar crisis sectoriales; ahora se los implementó a gran escala.

En Estados Unidos, al no haber un sistema de seguridad social amplio que sirva de base, el paquete de estímulo (aprobado el 26 de marzo) tiene una estructura diferente, aunque sus objetivos son similares. El programa del gobierno federal consiste en hacer transferencias de efectivo a los contribuyentes de ingresos bajos y medios, otorgar subsidios a pequeñas empresas (con la condición de que no despidan trabajadores), extender la duración y el universo alcanzado de los seguros de desempleo y pagar 600 dólares por semana a los trabajadores despedidos y suspendidos. Aunque en espíritu es un paquete muy «europeo», subsisten marcadas diferencias: entre el 14 y el 21 de marzo, la cantidad semanal de pedidos de ayuda por desempleo en Estados Unidos tuvo un incremento inédito, de 282 000 a 3,28 millones. Ningún país europeo experimentó una reacción tan fuerte de las empresas en respuesta al shock.

Es difícil evaluar la eficacia de la estrategia. Cualquiera sea la magnitud de las medidas implementadas para proteger a empresas y trabajadores, la devastación es segura. A muchas empresas la crisis las encontró con la guardia baja, ya muy endeudadas, y ahora se quedaron sin perspectivas. La provisión de liquidez ayuda, pero no las salvará de la amenaza de la insolvencia. El derrumbe bursátil redujo el valor de los activos usados como garantía, lo que deja a los deudores en situación más frágil y pone en grave riesgo a los inversores apalancados. Los bancos han comenzado a acumular préstamos incobrables otra vez.

Además, muchos trabajadores de la economía de plataformas, empleados temporales y recién llegados al mercado laboral se quedaron sin ingresos, a la par que la implementación administrativa de los nuevos planes de seguro de desempleo es una pesadilla operativa. Así que habrá muchas, muchas víctimas. Pero en términos generales, es probable que la estrategia adoptada sea la mejor posible.

**¿Es sostenible? La matemática fiscal es fácil. Suponiendo que el sector comercial equivalga al 80% de la economía, que su actividad se haya reducido un 40% y que la acción estatal apunte a cubrir el 80% de la correspondiente pérdida de ingresos, las ayudas fiscales deberían ascender a 0,8 × 0,4 × 0,8 = 25% de la producción anterior a la crisis, o sea un poco más del 2% del PIB anual cada mes. Con tres meses de cierre total o parcial de la economía, seguidos de una recuperación que sólo sea gradual, el incremento del déficit fiscal puede llegar a unos diez puntos porcentuales del PIB.**

Aunque es una cifra muy grande, las condiciones actuales permiten a los gobiernos endeudarse a gran escala. Los tipos de interés ya estaban en niveles históricamente bajos antes de la crisis, por razones mayoritariamente estructurales que, por tanto, se mantendrán. Además, los bancos centrales de todo el mundo están dando respaldo a los gobiernos y evitarán profecías de crisis de deuda autocumplidas. **En estas condiciones, grandes niveles de déficit son tolerables, al menos en el corto plazo.**

**Lo que es más cuestionable es la sostenibilidad económica de la estrategia**. Mantener a las empresas con apoyo vital durante unas pocas semanas se justifica, porque su quiebra será no sólo una pérdida para sus accionistas y trabajadores, sino para toda la sociedad: las habilidades, el know‑how y el capital intangible de cada empresa cerrada se habrán ido para siempre. Así que los gobiernos obraron bien al actuar decididamente. Pero ¿seguirá siendo así después de seis meses? ¿Nueve? Es probable que una empresa que esté ociosa demasiado tiempo termine cargada de deudas, y puede que ya no tenga valor económico. Es necesario conceder que la estrategia de sostener a las empresas es válida en la medida en que la crisis sea relativamente breve. Por ahora está bien, pero tal vez haya que ir adaptándola a los hechos.

La cuestión más difícil puede ser cómo manejar la salida del cierre de la actividad cuando la crisis sanitaria esté contenida y la política económica recupere el protagonismo. Algunos ya están hablando de un plan de estímulo, pero puede ocurrir que la oferta siga constreñida por varios meses, en un momento en que la demanda reprimida de bienes y servicios por parte de los hogares puede ser considerable.

Igual que después de una guerra, es probable que haya escasez al menos en algunos sectores. Y es muy difícil predecir qué sucederá con la demanda agregada: si será excesiva (por la acumulación de ahorros y consumo reprimido) o estará deprimida (por temor, pérdidas financieras, deudas y colapso del comercio internacional). La gestión económica será un muy difícil acto de equilibrio. Como dice el proverbio chino, las autoridades tendrán que cruzar el río tanteando las piedras.

(Jean Pisani-Ferry, a senior fellow at Brussels-based think tank Bruegel and a senior non-resident fellow at the Peterson Institute for International Economics, holds the Tommaso Padoa-Schioppa chair at the European University Institute)

- “Tendremos que reconstruir Europa como en 1945. Requiere dinero y deuda a largo plazo” (El Confidencial - **7/4/20**)

Chevènement fue ministro de Investigación e Industria, de Educación y de Defensa en la presidencia de Mitterrand y, después, asumió la cartera de Interior con Lionel Jospin

(Por Henán Garcés)

En 2012, el presidente François Hollande le nombró representante especial de Francia para Rusia, puesto en el que fue confirmado por el actual presidente, Emmanuel Macron.

PREGUNTA. Usted sostiene que ciertas élites políticas no son capaces de pensar de otra manera porque han sido educados en este sistema y ahora sus respuestas a la pandemia llegan con enorme retraso. ¿Cómo ha sido posible?

RESPUESTA. Esta pandemia revela las dependencias y fragilidades que hemos dejado acumular durante tres décadas de mundialización. Naturalmente, estas dependencias y sus fragilidades son el resultado de la aplicación de la filosofía económica de Friedrich Hayek y Milton Friedman, que consideraban que se debía permitir a cada actor individual optimizar sus cálculos económicos y que ello resultaría en el mayor crecimiento posible a nivel mundial. Esta visión economicista, ahora mismo, está mostrando sus límites. El aspecto estratégico ha sido totalmente desatendido y la preocupación sobre la legítima seguridad que sustenta el pacto entre el Estado y los ciudadanos ha sido ignorada. En el ámbito de la salud es evidente, pero también en energía, agricultura y defensa. Y no es ajeno a ello que se haya permitido a la mitad de la industria deslocalizarse al otro lado del mundo.

P. ¿Sucede así en todos los países por igual?

R. No exactamente. Es más cierto para Francia, para Reino Unido y, quizás, España. Sin embargo, España ha permitido que se cree una dependencia excesiva, por ejemplo, en el ámbito del turismo o la construcción. Ningún país puede basar su futuro en especializaciones demasiado estrechas. Y depende de cada Estado hacer todo lo posible para preservar su tejido industrial o reconstruirlo cuando lo ha dejado deshilacharse. Es el sentido de la declaración que ha hecho Thierry Breton, comisario europeo de Mercado Interior, que ha subrayado la importancia de que cada Estado salve su propio ecosistema.

P. ¿Y qué les impide cambiar de marco mental?

R. Durante 30 años, las jóvenes generaciones han sido educadas en el culto a una cierta doxa liberal, por no decir ultraliberal. Nuestras élites se han comportado como si las naciones no tuviesen ya ninguna importancia, como si vivieran en un universo plano, donde los obstáculos y las fronteras hubiesen desaparecido. Los valores del patriotismo, del servicio público, del civismo, han disminuido mucho. Se ha extendido el hiperindividualismo, y ensayistas estadounidenses como Christopher Lasch han podido hablar de la secesión de las élites porque estas ya no estaban realmente preocupadas por el destino de las capas populares. Ha habido una verdadera ruptura de la solidaridad.

P. ¿Todavía se puede revertir?

R. **Sería necesaria una revolución cultural para que las élites vuelvan a hacer propio un cierto número de valores de solidaridad. Cada país debe hacer su examen de conciencia. Nuestras élites deben dejar de concebir el mundo solo en función de su solo interés egoísta. No planteemos un bloque elitista y un bloque populista. Pensemos el futuro sobre la base de un bloque interclasista, que reúna tanto a élites conscientes de sus responsabilidades como a capas populares, que, naturalmente, deben tener un horizonte más amplio que la mera protesta del día a día.**

P. El presidente de la República francesa, Emmanuel Macron, ha afirmado que esta crisis “nos enseña que ciertos bienes, ciertos productos, ciertos materiales, el carácter estratégico, imponen tener una soberanía europea. Producir más en suelo nacional para reducir nuestra dependencia y así equiparnos a largo plazo”. Como exministro de Industria, ¿qué opina de esta declaración?

R. Me complace ver que aboga por una reapropiación por parte del Estado de sus responsabilidades. Está enteramente en su papel, porque el presidente de la República, tal como fue concebido en nuestra Constitución por el general De Gaulle, es el garante del interés general, a largo plazo, de larga duración. Por tanto, esta corrección de tiro no debe ser menor o circunstancial, y es fundamental para que podamos salir en un estado no demasiado malo de la crisis que se ha abatido sobre nosotros. El presidente se refiere tanto a la producción en suelo nacional como a la soberanía europea. Creo que aquí estamos en el centro de una cuestión fundamental: ¿qué puede imponer Europa? ¿Tiene la capacidad de hacerlo? La Comisión Europea, que generalmente solo da su opinión basada en la competencia, ¿puede ahora definir una política industrial para toda Europa?

P. ¿Cree que puede?

R. **Creo que no sería pedirle demasiado si puede hacerlo para industrias clave, como por ejemplo la industria automotriz, para la fabricación de baterías eléctricas, ya que actualmente dependemos de China. Debe ser capaz de hacerlo en el ámbito digital y sostener las pocas empresas europeas que están presentes en este sector. Es de una importancia decisiva, y es lo que ha precisado Breton: que en territorio nacional fabriquemos, por ejemplo, los respiradores y las sustancias medicinales que ahora son fabricados al 80% por China. Las empresas deben pensar en reubicar sus cadenas de valor y producción para poner fin a fragilidades insoportables. Es toda una reconstrucción, un poco como después de 1945. Una reconstrucción de nuestro tejido industrial y nuestras capacidades tecnológicas. Requerirá mucho dinero. Y ahí es donde entra en juego la necesaria solidaridad europea. Europa debe ser capaz de endeudarse a muy largo plazo.**

P. ¿Cómo hacerlo?

R. Podemos imaginar mecanismos de mutualización financiera en proporción a la riqueza y la población de cada Estado. Para hacer frente a una pandemia mundial, la solidaridad europea debe manifestarse. En cualquier caso, la dirección trazada por Macron es evidentemente una ruptura con el pensamiento de la mundialización liberal que ha prevalecido durante 30 años. Ahora hace falta que sigan los hechos. Necesitamos recrear un verdadero Ministerio de Industria.

P. El ministro de Economía francés, Bruno Le Maire, ha advertido de que estamos en un momento crítico de la construcción europea y que si somos únicamente “una suma de naciones que solo piensan en sí mismas, el proyecto europeo morirá". ¿Qué opina?

R. Creo que es un diagnóstico bastante acertado. Europa debe manifestar una capacidad de solidaridad que hasta ahora no ha sabido demostrar. Recordemos la forma en que se gestionó la crisis del euro. La intervención del Fondo Europeo de Solidaridad, siempre rehén de planes de restricción y austeridad, que han costado muy caros a todos los países implicados. No podemos repetir esta experiencia, debemos avanzar hacia una fuerte mutualización, y si esto no es posible, entonces tendremos que saber extraer las consecuencias si se demuestra claramente que los países del norte de Europa -pienso en los Países Bajos, Alemania, Finlandia y Austria- rechazan toda perspectiva de mutualización. No para abandonar la idea europea, sino para introducir flexibilidad en el funcionamiento del euro y convertirlo en una moneda común en lugar de una moneda única.

P. Recientemente, el economista Bruno Colmant, del Banco Degroof Petercam, recalcó que la respuesta europea a la crisis de 2008 fue de contracción, al focalizarse en el cumplimiento de los déficits y la deuda, cuando convenía “una política keynesiana expansiva”, lo que le lleva a advertir de que “el euro se ha convertido en una prisión”. ¿Comparte esta opinión? ¿Es razonable que la viabilidad económica de países como España o Francia dependa de la política monetaria exigida por Alemania y otros países?

R. El señor Colmant no hace más que recordarnos lo que sucedió: una política de contracción presupuestaria que ha llevado al estancamiento económico a largo plazo. Se puede decir que Europa apenas ha salido de la crisis de 2008. O, al menos, que su crecimiento se ha roto de forma duradera durante los últimos 10 años. La aplicación de los mismos remedios llevaría a una degradación de Europa. Necesitamos ser capaces de pensar en una deuda a muy largo plazo con mecanismos de deuda perpetua. Necesitamos establecer mecanismos de solidaridad financiera que den a Europa un contenido político.

De lo contrario, en efecto, si Alemania impone su ordoliberalismo (es decir, la reducción a cero de los déficits presupuestarios y la reducción del ratio de deuda al 60%) estaremos abocados al desastre. Ha llegado el momento de una ruptura clara y franca. Este problema debe plantearse políticamente, como ya lo ha sido por iniciativa de España e Italia, con el apoyo de Francia y algunos otros países.

No podemos estar satisfechos con el actual Mecanismo Europeo de Solidaridad, cuya aplicación se basa en políticas extremadamente restrictivas. No es serio, debemos inventar un remedio que esté a la altura del desastre imprevisto que es la pandemia de coronavirus.

P. Edward Luce, redactor jefe del “Financial Times” en EEUU, sostiene que la reelección de Donald Trump significaría un cambio permanente en la república estadounidense, y desde el comienzo de la crisis de Covid-19 su popularidad no ha hecho más que aumentar. **Dado el desprecio de gran parte de la Administración Trump hacia Europa, ¿debería Europa cuestionar sus alianzas? ¿Debería actualizarse la idea del general De Gaulle de una Europa del Atlántico a los Urales?**

R. Ante un acontecimiento importante que nos recuerda el sentido trágico de la vida, debemos mantener la calma. EEUU, como todos los países, está siendo atacado por el coronavirus y tiende a dar preferencia a los remedios que lo conciernen y, como cada país, hay que evitar el sálvese quien pueda.

Esto se aplica a Europa, y en particular a nuestros países, que deberían tomar la iniciativa de una especie de gran New Deal a escala mundial, lo que los estadounidenses fueron capaces de hacer en las décadas de 1930 y 1940. Europa podría invitar a EEUU y a China a cooperar con ella para ayudar a los países africanos o a los países del subcontinente indio, que están particularmente afectados. Es la humanidad en su conjunto la que tiene que hacer frente a la situación. Si me refiero a Europa es porque no debemos ver cómo se amplía una desastrosa brecha entre los países ricos del norte y los menos ricos, del sur. Es necesario pensar en Europa como un tercer actor a nivel mundial. De lo contrario, caeremos en la dependencia de China y EEUU, como se puede ver en el campo de la salud con respecto a China o en la extraterritorialidad del derecho americano, que EEUU impone gracias al papel del dólar, la única moneda mundial. Por tanto, lo que debe promoverse es la reconstrucción de las relaciones económicas internacionales, incluido el sistema monetario.

P. ¿Cómo?

R. Para hacer del euro una moneda de reserva mundial y liberarnos de la excesiva tutela del dólar, la Europa de los Veintisiete no es suficiente. Debemos reconstruir los lazos con Reino Unido y deducir otros nuevos con Rusia. Rusia es un país europeo y Europa, si quiere tener una voz en el mundo de mañana, debe reunir todos los pueblos de Europa, desde el Atlántico hasta el Pacífico. Así que, naturalmente, esto significa que debemos ser capaces de definir una arquitectura de seguridad a nivel europeo. Eso es lo que el presidente Macron ha propuesto. No podemos imaginar una nueva guerra en Europa. No vamos a embarcarnos en una nueva carrera armamentística.

Debemos resolver los problemas de Ucrania, debemos asegurarnos de que Ucrania pueda tener un estatus de neutralidad garantizado por todas las grandes potencias. Y luego crear una cooperación con Rusia en todas las tecnologías de vanguardia, porque Rusia es un gran país científico.

Y déjenme añadir unas últimas palabras, antes de terminar: mis pensamientos van al pueblo español, que ha sido severamente afectado. Después de Italia, es el pueblo de Europa más castigado. Naturalmente, Francia sigue a corta distancia. Todos estamos en el mismo barco y debemos ser capaces de hacer triunfar esta idea de solidaridad, aquellos que la compartan establecerán los límites de la Europa del mañana.

- Un plan Marshall contra el COVID-19 para Europa (Project Syndicate - **10/4/20**)

Londres.- Los ministros de Finanzas de la eurozona acordaron el 9 de abril un paquete de medidas para responder a la crisis del COVID-19. Pero, frente a una emergencia médica y económica sin precedentes, necesitan ser mucho más audaces.

Los confinamientos impuestos en la mayoría de los países europeos son económicamente devastadores. Como muchos negocios están cerrados y prácticamente todos están confinados en sus casas, el gasto de los consumidores ha colapsado y la actividad económica se ha venido a pique. La quiebra asoma para muchas empresas, el desempleo se está yendo a las nubes y los ingresos de los hogares se derrumban.

**Según una estimación oficial, la economía de Francia hoy está operando a aproximadamente dos tercios de su capacidad. Suponiendo que en toda la Unión Europea se apliquen contracciones similares, un confinamiento de tres meses haría que la producción anual cayera alrededor del 8% -un shock mucho mayor que en la crisis de 2008-2009-. España, tan dependiente del turismo, puede resultar aún más afectada.**

Por otra parte, las pérdidas pueden resultar mucho mayores, porque es poco probable que las economías se recuperen con la misma celeridad con la que cayeron. La incertidumbre paralizante persistirá. Los consumidores endeudados y temerosos tal vez no reanuden sus niveles previos de gasto inclusive si tienen empleos. Los bancos quizá no tengan voluntad ni capacidad de préstamo y muchos negocios en dificultades nunca se recuperarán. Tampoco se pueden descartar futuros confinamientos en los próximos meses.

Los gobiernos europeos, por lo tanto, han intervenido correctamente para respaldar a las empresas sin efectivo y a los trabajadores privados de ingresos. Pero gran parte de la eurozona no ha respondido tan enérgicamente como Japón, el Reino Unido y Estados Unidos. En Francia y España, la inyección fiscal ronda apenas el 2% del ingreso nacional, y es aún más baja en Italia. Estas son respuestas extremadamente inadecuadas para lo que podría convertirse en una gigantesca depresión.

**¿Por qué los gobiernos de la eurozona no están haciendo lo suficiente? El problema no son las reglas fiscales de la eurozona o las reglas de ayuda estatal de la UE, que han sido suspendidas o relajadas. Tampoco el acceso a los mercados es un problema, considerando que los costos de endeudamiento de los gobiernos son de casi cero o negativos. El problema, más bien, es el miedo perdurable de que las crecientes deudas conduzcan a una austeridad aplastante impuesta por la UE una vez que pase la pandemia, y de que las necesidades de refinanciamiento más altas de los gobiernos puedan disparar otra crisis financiera.**

Por ahora, el Banco Central Europeo ha apaciguado a los mercados al comprometerse a comprar por lo menos 750.000 millones de euros (820.000 millones de dólares) de bonos gubernamentales y corporativos este año a través de su nuevo Programa de Compras de Emergencia por Pandemia (PEPP por su sigla en inglés), además del alivio cuantitativo de 360.000 millones de euros que había anunciado anteriormente.

Pero la eurozona sigue siendo un edificio inestable, y su inclinación por la austeridad está simplemente en suspenso. Sobrevivió al pánico de 2010-12 porque los mercados creyeron en el compromiso del entonces presidente del BCE, Mario Draghi, de que el BCE haría “lo que fuera necesario” para que no se desintegrara la unión monetaria, y los gobiernos luego distendieron la austeridad. Pero la sucesora de Draghi, Christine Lagarde, desde entonces ha minado su compromiso al declarar que “no está aquí para cerrar spreads” (refiriéndose al interés adicional pagado por deudores más riesgosos, como Italia, comparado con otros más seguros, como Alemania). Existe un riesgo real de crisis financiera una vez que termine el PEPP.

De todas maneras, tal vez el mayor problema sea político. La pandemia debería haber unido a los europeos frente a una amenaza común que no respeta fronteras nacionales. Por el contrario, los países en general se las arreglaron por su cuenta. Cuando Italia emitió un pedido urgente de ayuda médica a fines de febrero, ninguno de los otros 26 estados miembro de la UE respondió hasta que lo hizo China. Francia y Alemania en realidad prohibieron la exportación de equipos médicos, en una clara burla al mercado único de la UE. De la misma manera, los vecinos de Italia en la Zona Schengen, supuestamente de circulación sin pasaporte, se apresuraron a cerrar sus fronteras.

Peor aún, la crisis del COVID-19 ha revivido las divisiones y prejuicios de la crisis de 2010-12. En un momento en que muchos italianos y españoles se están muriendo, algunos europeos del norte -en particular el ministro de Finanzas sordo de Holanda, Wopke Hoekstr- han dado a entender que los europeos del sur están como están por su propia imprudencia.

**No sorprende que la crisis esté reafirmando el sentimiento anti-UE y fortaleciendo a los partidos nacionalistas populistas, especialmente en Italia**. Hasta Sergio Mattarella, el presidente pro-UE del país, se ha desesperado ante la falta de solidaridad. Mientras tanto, Hermanos de Italia, que es aún más extremo que el partido Liga de extrema derecha, viene subiendo en las encuentras. Un nuevo gobierno nacionalista de línea dura podría decidir emitir pagarés negociables para facilitar tanto sus restricciones fiscales como la salida de Italia del euro. Eso es lo último que necesita la eurozona.

**Para evitar un desastre económico mayor, disipar la amenaza de una crisis financiera y brindar una solidaridad política muy necesaria, los europeos deberían de inmediato lanzar un “Plan Marshall contra el COVID-19”. Para estar a la altura de la crisis, la eurozona debería comprometerse a movilizar al menos 1 billón de euros (8% del PIB), que se deberían ofrecer como subsidios -no como créditos que se sumarían a las cargas de deuda nacionales- para receptores adecuados en toda la unión monetaria. Esto podría servir para pagar necesidades médicas como testeos, respaldar a los europeos más afectados y ayudar a alimentar la eventual recuperación económica.**

El plan debería estar financiado mediante la emisión de deuda común que el BCE compraría y conservaría en el futuro previsible. A diferencia de los “coronabonos” temporarios que Alemania, Holanda y otros han rechazado, este nuevo Plan Marshall no les costaría nada a los contribuyentes europeos, ni del norte ni del sur. Y debería venir acompañado de una cláusula de caducidad, para tranquilizar a quienes tienen miedo de que se cree una unión fiscal permanente por la puerta trasera.

Las medidas acordadas hasta ahora por los ministros de Finanzas de la eurozona se quedan muy cortas. Las garantías de préstamos para las empresas más pequeñas ayudan. Pero los préstamos de la UE para ayudar a financiar los gastos médicos y los planes de protección de empleo en realidad agravarían el problema de Italia, que no es el acceso a los mercados sino el margen fiscal. La decisión de basar un futuro Fondo de Recuperación en “instrumentos financieros innovadores” es una argucia sin sentido, y los gobiernos siguen estancados por la emisión de deuda colectiva. A los europeos sólo les queda esperar que sus líderes concluyan, lo antes posible, que un Plan Marshall financiado por el BCE es la única salida.

(Philippe Legrain, a former economic adviser to the president of the European Commission, is a visiting senior fellow at the London School of Economics’ European Institute and the founder of Open Political Economy Network (OPEN), an international think-tank whose mission is to advance open, liberal societies. His most recent book is European Spring: Why Our Economies and Politics are in a Mess - and How to Put Them Right)

- Un nuevo momento decisivo para Europa (Project Syndicate - **10/4/20**)

Barcelona.- La Unión Europea y la Zona del Euro se aproximan a su segundo momento decisivo en una década. El primero fue la crisis de la deuda, que comenzó en 2010 y fue sofocada gracias a la promesa del presidente del Banco Central Europeo Mario Draghi, quien afirmó en julio de 2012 que el BCE estaba preparado para hacer “todo lo necesario” para proteger al euro. El BCE respaldó la declaración de Draghi con la creación del esquema de transacciones monetarias directas (TMD), un programa de emergencia para la compra de bonos soberanos, que afortunadamente nunca tuvo que ser usado.

La UE estableció entonces una unión bancaria, en la que el BCE asumió el rol de banco supervisor, y un mecanismo de resolución común para atender a las instituciones insolventes. Pero esta unión sigue siendo incompleta, porque el respaldo para la resolución es insuficiente en caso de una crisis importante y no existe un esquema común de seguros de depósito.

**En términos más generales, por ser una unión monetaria carente de una unión fiscal que le permita compartir los riesgos, la zona del euro es una criatura inestable. Y la COVID-19 representa un impacto enorme que requiere gastos gigantescos, no solo para la atención sanitaria, sino también para mantener viva a la economía europea durante las medidas de confinamiento y distanciamiento social.**

Solo el sector público puede dar respuesta a un desafío de tal magnitud. Desafortunadamente, sin embargo, la UE está nuevamente dividida entre los estados miembros del norte con mayor solidez fiscal, liderados por Alemania y los Países Bajos (donde la relación entre deuda y PBI es de aproximadamente el 60 %), y los países con una situación fiscal más débil (donde ese indicador está cerca o por encima del 100 %). De hecho, nueve países de la UE, liderados por Francia, Italia y España, han propuesto “coronabonos” mutualizados para mitigar el impacto económico de la pandemia. (Portugal, Irlanda, Luxemburgo, Eslovenia, Bélgica y Grecia también están a favor de esa idea).

Pero los estados con una situación fiscal más sólida temen el riesgo moral y se oponen a la mutualización de la deuda. Aunque en el caso de un shock macroeconómico simétrico como el que sufre actualmente la zona del euro se debilita el argumento del riesgo moral, el temor de los países del norte no carece de fundamentos. Después de todo, la mayoría de los países que apoyan los coronabonos no ha puesto su situación fiscal en orden desde el fin de la crisis del euro.

Además, los coronabonos presentan varios problemas de índole práctica, especialmente la necesidad de garantías o transferencias directas de los presupuestos nacionales, debido a la ausencia de ingresos europeos para respaldar esos instrumentos. Alemania insiste en que primero se deben usar los fondos de rescate establecidos de la UE, como Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). En lo que concierne a los estados miembros frugales, no es momento para crear un activo seguro de la zona del euro.

Sin embargo, un programa de la UE para combatir la COVID-19 también ayudaría a los estados miembros del bloque del norte a controlar la epidemia y limitar el daño en sus propias economías. Sin un esquema de este tipo, el gasto de países como Italia o España sería insuficiente para afrontar la emergencia de salud pública y fomentar la recuperación económica, lo que implicaría efectos negativos en ambos frentes, no solo en esos países sino también en el norte de Europa.

Desde la poco fructífera cumbre virtual del Consejo Europeo el 26 de marzo, la UE lanzó un abanico de iniciativas, que incluyeron la flexibilización de las normas de asistencia estatal para las empresas en dificultades y, más recientemente, un paquete para gastos por 540.000 millones de EUR (590.000 millones de USD) para apoyar a las economías de los estados miembros. El paquete, propuesto por el presidente del Eurogrupo, Mario Centeno, incluye créditos a través del MEDE por hasta 240.000 millones de EUR, créditos del Banco Europeo de Inversiones por hasta 200.000 millones de EUR para pequeñas y medianas empresas y un plan de créditos de la Comisión Europea por 100.000 millones de EUR para asistencia por desempleo.

**Aunque solicitar la participación en el MEDE es precondición del BCE para intervenir con el esquema de TMD, conlleva un estigma y suele incluir condiciones**. El financiamiento de los gastos relacionado con la COVID-19, por el contrario, no implicaría condiciones, aunque otras asistencias económicas sí lo harían. Además, los ministros de finanzas de la UE se han puesto de acuerdo para establecer un fondo temporal de recuperación, que podría ser financiado con “instrumentos financieros innovadores”. La batalla por una mutualización parcial de la deuda, impulsada por Francia, fue pospuesta.

Aunque se trata de medidas en la dirección adecuada -de hecho, sirvieron para salir del paso- la pregunta es si serán suficientes. De no ser así, la zona del euro -y la UE en su conjunto- habrán sido incapaces de actuar con decisión para solucionar un problema común y la división entre los bloques de los estados miembros continuará (y, probablemente, empeorará).

Se podría argumentar que el BCE podría solucionar los problemas de deuda soberana de los países con mayor debilidad fiscal comprometiéndose nuevamente a hacer todo lo necesario, pero Draghi tuvo la suerte de que el TMD nunca fue invocado y no está claro si esas palabras mágicas funcionarán esta vez.

De hecho, si continúa la crisis y la deuda pública de Italia y España aumenta sustancialmente (digamos, al 160 % y el 130 % de sus PBI, respectivamente), es posible que los mercados traten de confirmar si el BCE está realmente decidido a seguir comprando la deuda soberana de esos países. El BCE tendría entonces que superar por lejos su cota de asignación de capital entre los países cuando implemente el programa recién anunciado de compra de activos por 750.000 millones de EUR (que sigue siendo menor a la deuda estimada de Italia y España para 2020). Es cierto, la acción del BCE ganaría tiempo y daría a los países afectados más margen fiscal, pero -igual que con la crisis de la deuda- el BCE seguirá expuesto mientras la zona del euro carezca de una política fiscal común.

Una vez más, la zona del euro ha respondido con más integración solo cuando llegó al borde del desastre. Esperemos tener suerte también esta vez y que ningún accidente ponga en duda el futuro del euro mientras Europa lidia con la crisis.

(Xavier Vives is Professor of Economics and Finance at IESE Business School and the author of Competition and Stability in Banking)

- El Gran Latigazo (Project Syndicate - **14/4/20**)

Bombay.- Gracias a la historia conocemos la devastación que causó la Gran Depresión en la década de 1930 y, gracias a nuestra propia experiencia, la mayoría de nosotros conocemos la Gran Recesión posterior a la crisis financiera de 2008. Pero nunca vimos algo como la crisis de la COVID-19. La pandemia dejará profundas cicatrices psicológicas, pero su característica más llamativa es la velocidad y ferocidad con que los esfuerzos por contenerla golpearon a la economía mundial. Llamémoslo el Gran Latigazo.

En Estados Unidos, más de 17 millones de personas solicitaron beneficios por desempleo en el último mes. En la semana del 28 de marzo se registró un récord cuando 6,9 millones de personas se inscribieron para recibirlos, un dato que hubiese resultado increíble tan solo unas semanas antes, cuando lo normal era medio millón por semana. **El Banco de la Reserva Federal de St. Louis estima que para mediados de esta año, la tasa de desempleo en EE UU podría alcanzar el 32,1 % y superar su máximo anterior del 24,9 %, que tuvo lugar en 1933.**

A partir de estas estadísticas poco sistemáticas del mundo desarrollado, queda claro que la situación es alarmante. En su reciente informe Africa’s Pulse (El Pulso de África), el Banco Mundial estima que la economía del África subsahariana podría contraerse el 5,1 % en 2020 -cuando el año pasado experimentó un crecimiento del 2,4 %-. Sudáfrica, Nigeria y Angola sufrirían golpes particularmente intensos. Sudáfrica -correctamente elogiada por sus tempranas y duras medidas de contención- también sufrió la salida de 175 000 millones de USD de capital en carteras de inversión, lo que causó una brusca depreciación del rand.

La preocupación más urgente del África, sin embargo, es la escasez de productos esenciales, especialmente de alimentos. En Banco Mundial prevé que la caída de la producción agrícola será al menos del 2,6 % y podría llegar al 7 %. Las importaciones de alimentos sufrirían una baja de entre el 13 % y el 25 %.

A pesar de estas lúgubres predicciones, hay motivos para mantener la esperanza. Gracias a los recursos científicos conseguidos en todo el mundo, que reflejan una comunión de objetivos rara vez presenciada en la historia humana, nuestra confusión inicial gradualmente está dando paso a cierta comprensión sobre la forma en que se difunde la COVID-19 y cómo podemos contenerla sin provocar hambre y pobreza generalizadas.

Los gobiernos ya han reasignado recursos considerables para combatir la pandemia. En EE UU, un buque hospital de la Marina fue destinado al puerto de Nueva York para aliviar la presión sobre los hospitales de esa ciudad. En China se construyeron hospitales especiales para la COVID-19 en tiempo récord. India está convirtiendo 5.000 vagones de tren en salas de aislamiento y los famosos Hoteles Taj en Bombay son usados para alojar al personal sanitario en la primera línea de combate, que debe mantenerse en cuarentena entre sus turnos de trabajo.

Mientras tanto, con análisis de detección de COVID-19 financiados por el gobierno, que la gente puede hacer sin salir de sus automóviles, Corea del Sur logró la mayor tasa de pruebas de laboratorio. Aplicando esas lecciones, Sudáfrica se ha convertido en líder en análisis rápidos y asignó unidades móviles de análisis a las zonas densamente pobladas. El gobierno planea aumentar su capacidad a 30.000 pruebas por día para fines de abril.

Los análisis a gran escala son fundamentales para que los gobiernos puedan diseñar políticas que limiten los costos de la crisis y protejan, al mismo tiempo, la salud pública. En este caso, hay que prestar especial atención a lo que los epidemiólogos llaman el “ritmo básico de reproducción” o R0.

El R0 de una enfermedad infecciosa es la cantidad promedio de personas a quienes alguien ya infectado probablemente transmitirá la enfermedad. Actualmente se estima el R0 de la COVID-19 en aproximadamente 2,5. Para que los contagios disminuyan con el tiempo, ese número debe ser menor que uno.

Aunque no podemos hacer que la COVID-19 sea menos contagiosa, podemos reducir su R0 a través del comportamiento y las normas sociales, como el distanciamiento social. Dadas las dificultades de los confinamientos y cuarentenas indiscriminados, debiéramos limitar el acceso a las áreas donde se concentran los contagios -identificadas gracias a una mayor cantidad de análisis- y permitir que la economía continúe funcionando en otros lugares (implementando normas adecuadas de distanciamiento).

Se podría entonces hacer envíos de alimentos y servicios de salud hasta las puertas de quienes estén confinados. El distrito indio de Kerala, que según las evidencias iniciales está logrando mantener acotado su R0, ha distribuido alimentos ya preparados a quienes los necesitan, implementando al mismo tiempo agresivos protocolos de análisis, rastreo de contactos y cuarentenas.

Otros países están encontrando formas innovadoras para proteger a sus ciudadanos in anular la economía. Por ejemplo, en vez de cerrar Atikilit Tera, el gigantesco mercado de frutas y verduras en Adís Abeba, las autoridades etíopes lo reubicaron en un gran espacio abierto, donde se pueden cumplir las medidas de distanciamiento social.

Todavía desconocemos mucho sobre la COVID-19, una realidad que debiera inspirar tanto preocupación cómo esperanza. Continúa siendo un misterio por qué la incidencia de la enfermedad ha sido baja en África, el sur de Asia y grandes sectores de América Latina.

Los países con menores tasas de contagio no están más aislados. Bangladés (que ha registrado 1000 casos) tiene una de las poblaciones más itinerantes del mundo y Etiopía (con menos de 80 casos confirmados) mantiene profundos vínculos con China.

Por supuesto, las bajas cifras de contagios confirmados se pueden explicar en parte por la insuficiente cantidad de análisis. Pero estamos registrando las muertes con mayor precisión que los contagios y la cantidad de fallecimientos sugiere, al menos, que hasta el momento la COVID-19 puede tener una menor tasa de mortalidad en esas regiones.

Todavía puede ocurrir un repentino aumento de los contagios y debemos tomar todas las precauciones posibles para evitarlo, pero antes de embarcarnos en la histeria colectiva, debemos recordar que fue una estupidez confiarnos durante los primeros meses cuando apareció la COVID-19. Mareados por el latigazo, podemos cometer una estupidez semejante si suponemos que solo nos espera el desastre. En este sentido, nuestros malos antecedentes para los pronósticos pueden brindarnos algún consuelo.

(Kaushik Basu, former Chief Economist of the World Bank and former Chief Economic Adviser to the Government of India, is Professor of Economics at Cornell University and Nonresident Senior Fellow at the Brookings Institution)

- Hacia un fondo de reconstrucción europea (Project Syndicate - **15/4/20**)

Bruselas.- La semana pasada, el Eurogrupo de ministros de Finanzas de la eurozona, tras haber reconocido que nadie tiene la culpa de la crisis del COVID-19, dio luz verde a un acuerdo para mitigar sus consecuencias económicas. El acuerdo incluye 25.000 millones de euros (27.200 millones de dólares) en financiamiento fresco para el Banco Europeo de Inversiones, 250.000 millones de euros (272.000 millones de dólares) para el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) y 100.000 millones de euros (109.000 millones de dólares) para la creación de un nuevo instrumento a través del cual la Comisión Europea pueda ayudar a los estados miembro a gestionar sus inminentes crisis de desempleo. En total, el paquete representa una suma sustancial: alrededor de 500.000 millones de euros en préstamos (cuando se tiene en cuenta el apalancamiento de los programas del BEI).

Desde un punto de vista político, cualquier acuerdo sobre un trato a nivel de la eurozona es un éxito en sí mismo, considerando las profundas divisiones de hace apenas unas semanas. Y, desde lo económico, el acuerdo implica que Europa hoy, está respaldada por una combinación de redes de seguridad que harán que otra crisis del euro sea altamente improbable.

Como resultado del nuevo acuerdo, si un estado miembro de la eurozona enfrenta dificultades para financiar los enormes desembolsos necesarios para sustentar su economía durante el período de cierre por el COVID-19, tendrá varias opciones. Podría recurrir al nuevo e importante Programa de Compra de Emergencia por Pandemia (PEPP por su sigla en inglés) del Banco Central Europeo o podría solicitar un préstamo del MEDE, que hoy no tiene tantas restricciones. Lo crucial es que el nuevo programa del MEDE abre la puerta para que el BCE utilice un poder de fuego casi ilimitado a través de su programa de Transacciones Monetarias Directas (TMD).

**Sin embargo, si bien estas opciones ofrecen un respaldo de liquidez sustancial a sus estados miembro, no resuelven la cuestión de la creciente deuda, que ya amenaza con menoscabar el crecimiento durante las próximas décadas en muchos países, sobre todo Italia y España. En nuestra opinión, esta cuestión crítica no debería abordarse a través de la mutualización de deudas pasadas o futuras, sino con un instrumento común que permita que la propia Unión Europea incurra en la deuda necesaria para financiar un enorme programa de inversión y recuperación.**

Hasta el momento, el Eurogrupo sólo ha pregonado esta idea de la boca para afuera. “Sujetas a lineamientos de los Líderes”, sostiene su comunicado reciente, “las discusiones sobre los aspectos legales y prácticos de este tipo de fondo, incluyendo su relación con el presupuesto de la UE, sus fuentes de financiamiento e instrumentos financieros innovadores, consistentes con los tratados de la UE, preparará el terreno para una decisión”.

Entendamos algunas cosas. Por empezar, la deuda de la UE ya existe. Unos 800.000 millones de euros de esa deuda están representados por bonos emitidos por la Comisión Europea, el BEI y el MEDE. Pero esta deuda se utiliza únicamente para generar más deuda. Como los gobiernos de los estados miembro son responsables de su propio gasto, se espera que la UE simplemente ayude a hacer bajar las tasas de interés.

**Ahora bien, para garantizar una recuperación económica después de la pandemia, debemos abandonar la idea de que los préstamos europeos se deberían utilizar únicamente para generar más préstamos. Llegó el momento de un gasto europeo genuino financiado a través de endeudamiento europeo. La Comisión Europea debería emitir anualidades consolidadas (o “Consolidaciones de la UE”) para financiar un paquete de reconstrucción económica de 1 billón de euros. Estos instrumentos constituirían una inversión segura en el futuro de la UE en su totalidad, que es exactamente el mensaje que Europa tiene que estar enviando en este momento.**

Fundamentalmente, con las Consolidaciones de la UE, nadie estaría invirtiendo en un paquete de deuda europea mutualizada; estarían invirtiendo, en cambio, en el futuro de la Unión. Y, debido al respaldo implícito del BCE y de la calificación AAA de la Comisión, las anualidades no deberían tener ningún problema para atraer el interés del mercado.

En términos políticos, la anualidad de la UE podría desempeñar un papel esencial en una negociación post-pandemia. Como no implicaría la mutualización de deuda existente, funcionaría enteramente a nivel de la UE y, por lo tanto, no afectaría los niveles de deuda o gasto de un país. Los europeos del norte no estarían asumiendo responsabilidades por la deuda de los europeos del sur. El financiamiento generado por la anualidad estaría sujeto a un plan estrictamente europeo diseñado para redundar en beneficio de todos los europeos.

Por otra parte, las Consolidaciones de la UE no les costarían ni un centavo a los estados miembros de la UE. Para evitar el uso de los fondos que los países actualmente aportan al presupuesto de la UE, el interés sobre las anualidades sería pagado con nuevos gravámenes a nivel de la UE a grandes contaminadores y evasores impositivos. Con impuestos a los servicios digitales y plásticos no reciclados, junto con los actuales ingresos del mercado de carbono (el Sistema Europeo de Comercio de Emisiones), la UE podría recaudar unos 26.000 millones de euros por año. Suponiendo una tasa de interés conservadora del 2,5%, eso le permitiría tomar deuda por más de 1 billón de euros para un paquete de recuperación. Y, como resultado de ello, los aportes nacionales al presupuesto de la UE podrían congelarse en los niveles actuales, evitando años de regateo por la deuda colectiva.

El nuevo Fondo de Reconstrucción Europea y su funcionamiento serían plena responsabilidad de la Comisión, que a su vez sólo sería rendiría cuentas ante el Parlamento Europeo. El fondo se centraría en fomentar las prioridades compartidas de todos los ciudadanos europeos. Después de respaldar a los países más afectados por la crisis del COVID-19, pasaría a facilitar el regreso del sector privado a la competitividad, así como inversiones en descarbonización, nueva infraestructura de transporte e investigación y desarrollo.

La pandemia no le ha dejado a Europa ninguna otra opción. Sólo superando las viejas rencillas por los aportes presupuestarios nacionales y la deuda los europeos podrán empezar a invertir en una recuperación.

(Guy Verhofstadt, a former Belgian prime minister, is President of the Alliance of Liberals and Democrats for Europe Group (ALDE) in the European Parliament and the author of Europe’s Last Chance: Why the European States Must Form a More Perfect Union. Luis Garicano is a professor at the IE Business School and a member of the European Parliament)

- Razones para bajar las tasas muy por debajo de cero (Project Syndicate - **4/5/20**)

Cambridge.- Aquellos que ven la aplicación de tipos de interés negativos por parte de los bancos centrales como algo excesivo tal vez deban reconsiderarlo. Ahora mismo, en Estados Unidos, la Reserva Federal (con el apoyo implícito y explícito del Tesoro) va camino de dar respaldo a casi todas las deudas de la economía (privadas o de los gobiernos de nivel estatal y municipal). Muchos otros gobiernos se han sentido obligados a tomar medidas similares. Una crisis que (esperamos) sólo ocurre una vez en un siglo exige una intervención gubernamental a gran escala, pero ¿quiere decir eso prescindir de los mecanismos de asignación basados en el mercado?

**El respaldo crediticio indiscriminado es buena idea si se parte del supuesto de que las presiones recientes en los mercados sólo fueron una contracción de liquidez transitoria que se resolverá pronto, cuando después de la COVID‑19 haya una recuperación fuerte y sostenida. Pero ¿y si esa recuperación rápida no se materializa? ¿Si, como uno sospecha, le lleva años a la economía de Estados Unidos y del mundo volver a los niveles de 2019? Si así fuera, no parece probable que todas las empresas sigan siendo viables, o que todos los gobiernos de nivel estatal y municipal conserven la solvencia.**

Lo más seguro es que nada será igual. Se destruirá riqueza en proporciones catastróficas, y las autoridades deberán hallar un modo de asegurar que, al menos en algunos casos, los acreedores asuman una parte de las pérdidas, proceso que llevará años de negociaciones y litigios. Para los abogados especializados en quiebras y los cabilderos habrá grandes beneficios (derivados en parte de presionar a los contribuyentes para que paguen por el cumplimiento de las garantías de rescate). Será un desastre indescriptible.

**Ahora, imaginemos que para apuntalar los mercados, en vez de limitarse a proveer garantías, la Fed pudiera llevar la mayoría de los tipos de interés a corto plazo de la economía cerca o por debajo de cero (Europa y Japón ya han incursionado en territorio negativo). Supongamos que para oponer resistencia a la actual búsqueda de refugio en la deuda pública, los bancos centrales fueran más allá y bajaran las tasas de referencia a corto plazo, digamos, a -3% o menos.**

Para empezar, igual que los recortes de tasas en los viejos tiempos de los tipos de interés positivos, las tasas negativas salvarían del default a muchas empresas, estados y ciudades. Con una implementación correcta (y los datos empíricos recientes lo avalan cada vez más), **las tasas negativas pueden, a la manera de la política monetaria normal, reforzar la demanda agregada y aumentar el nivel de empleo.** **Así que antes de lanzarse a reestructurar deudas por doquier, ¿no sería mejor probar una dosis de estímulo monetario normal?**

La factibilidad y eficacia de los tipos de interés muy negativos depende de una serie de medidas básicas. La más importante, que hasta ahora no ha tomado ningún banco central (incluido el BCE) es impedir el atesoramiento de efectivo a gran escala por parte de empresas financieras, fondos de pensiones y aseguradoras. Para ello debería bastar alguna combinación de regulación, comisiones dependientes de la duración para los redepósitos a gran escala de efectivo en el banco central y retirada de los billetes de alta denominación.

No es física nuclear (¿o debería decir virología?). Descartado el atesoramiento de efectivo a gran escala, la cuestión del traslado de los tipos de interés negativos a los depositantes bancarios (la mayor preocupación) queda eliminada. Incluso sin evitar totalmente el atesoramiento (algo arriesgado y costoso), para los bancos europeos ha sido cada vez más factible el traslado de las tasas negativas a los grandes depositantes. Y los gobiernos no cederían mucho al brindar a los pequeños depositantes protección total contra las tasas negativas. Repito, con suficiente tiempo y planificación adecuada, es fácil de hacer.

Los tipos de interés negativos han generado un sinfín de objeciones, pero en su mayoría son producto de un razonamiento confuso o admiten una solución fácil, como examino en mi libro de 2016 sobre el pasado, el presente y el futuro del dinero, así como en escritos relacionados. Donde también explico por qué no hay que pensar en los «instrumentos monetarios alternativos» (por ejemplo la flexibilización cuantitativa y el helicóptero monetario) como formas de política fiscal. Si bien una respuesta fiscal es necesaria, también lo es en gran medida la política monetaria, que es la única que opera sobre el crédito en toda la economía. **Hasta que la inflación y el tipo de interés real salgan del pozo, sólo una política de tipos de interés efectivos muy negativos puede funcionar.**

El uso de esa política en las economías avanzadas también sería una enorme bendición para las economías emergentes y en desarrollo, muy afectadas por el abaratamiento de los commodities, la fuga de capitales, el alto endeudamiento y tipos de cambio desfavorables (además de estar enfrentando las primeras etapas de la pandemia). Incluso con tasas negativas, muchos países todavía necesitarán una moratoria de deudas. Pero un dólar más débil, un crecimiento global más firme y una reducción de la fuga de capitales ayudarían, sobre todo en el caso de los mercados emergentes más grandes.

Lamentablemente, en la revisión de instrumentos de política de la Reserva Federal en 2019, la implementación de tipos de interés muy negativos quedó en la práctica descartada, lo que limitó la capacidad de la Fed frente a la pandemia. Los cabilderos de bancos influyentes los detestan, aun cuando bien implementados no tienen por qué afectar las ganancias de los bancos. Y parte de la culpa es de los economistas, hipnotizados por la presencia de interesantes resultados contrarios a la intuición que surgen en las economías cuando realmente hay un límite inferior de cero para los tipos de interés.

La implementación de emergencia de tipos de interés muy negativos no resolverá todos los problemas actuales, pero sería un primer paso. Si (como parece cada vez más probable) el tipo de interés real en equilibrio en los próximos años va camino de ser más bajo que nunca, es hora de que los bancos centrales y los gobiernos hagan un urgente y detenido examen de la idea.

(Kenneth Rogoff, Professor of Economics and Public Policy at Harvard University and recipient of the 2011 Deutsche Bank Prize in Financial Economics, was the chief economist of the International Monetary Fund from 2001 to 2003. He is co-author of This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly and author of The Curse of Cash)

- El día después de mañana (Project Syndicate - **5/5/20**)

Princeton.- Cuándo (y cómo) terminar la cuarentena por la COVID‑19 se ha vuelto la cuestión política principal en todos los países afectados. La canciller alemana Angela Merkel ha llegado a describir el cada vez más intenso debate como una colección de “orgías de discusión”.

La cuestión gira en torno de cómo distribuir los crecientes costos económicos y fiscales asociados con la crisis. La analogía histórica más cercana es el período de entreguerras del siglo XX, que dio al mundo un curso acelerado de manejo de circunstancias fiscales extremas.

Como la crisis de la COVID‑19, la Primera Guerra Mundial fue un hecho que se prolongó en el tiempo mucho más de lo que la gente esperaba al principio. A mediados de 1914, muchos daban por sentado que todo terminaría antes de Navidad. Asimismo, a principios de 2020, muchos esperaban que un breve cierre de actividades bastara para detener el avance del virus. En ambos casos, se subestimó de entrada el impacto económico.

La Primera Guerra Mundial generó dos tipos de respuesta nacional totalmente diferentes, aunque esto no fue evidente al principio. Cada una de ellas provocó disrupciones duraderas, pero una fue mucho más desastrosa que la otra.

Ninguno de los estados beligerantes podía pagar la inmensa movilización militar solamente con impuestos, así que la guerra se financió con deudas, que en buena parte terminaron monetizadas por los bancos centrales. Era una acción necesaria y adecuada para enfrentar la emergencia, y las autoridades de los bancos centrales se felicitaron como era debido por haber adoptado una actitud decidida y patriótica ante circunstancias extenuantes.

El impacto fiscal fue relativamente uniforme en todos los países. Al llegar el último año de la guerra, el gasto militar como proporción del déficit andaba en torno del 70% en Italia, Estados Unidos y el Reino Unido; 80% en Francia; y más del 90% en Alemania. También eran comparables en general los aumentos de precios, que habían subido a más del doble en todos los países, pero sin inflación descontrolada en ninguno (excepto Rusia).

Las mayores diferencias aparecieron después de la guerra. El RU y Estados Unidos, que debían afrontar costos inmensos por el servicio de las deudas contraídas durante la guerra, intentaron volver a la normalidad en el menor tiempo posible. Eso implicó una política de equilibrio presupuestario mediante importantes aumentos de impuestos (incluida una suba a niveles inéditos de las alícuotas aplicadas a los ricos). Esta estrategia (la primera experiencia de austeridad inducida del mundo moderno) reprimió la demanda y provocó una recesión excepcionalmente profunda pero efímera.

En cambio, en la derrotada Alemania (como en casi todos los otros países centroeuropeos) la principal preocupación era la deflación. Con la población exhausta y desmoralizada por el conflicto y su resultado, el gobierno prefirió no crear nuevos impuestos. Las autoridades consideraron que los programas sociales eran necesarios para mantener la paz y el orden fronteras adentro, de modo que apelaron al banco central para financiarlos, y siguieron gastando con liberalidad en prestaciones sociales y provisión de empleo en el sector público.

A diferencia del RU y de Estados Unidos, el gobierno alemán consideró que la emergencia bélica no había terminado, y que la paz era una mera extensión del conflicto. El debate político siguió dominado por las medidas de emergencia y por la retórica radical que se había usado durante la guerra para justificar políticas similares. Pero el resultado final de la respuesta política alemana fue la hiperinflación, y después de eso, una desintegración social mucho más profunda.

Hoy las autoridades se enfrentan a una tentación similar de extender la emergencia y diferir el momento de hacer las cuentas y distribuir los costos. Al fin y al cabo, ni siquiera está claro qué constituiría un final para la crisis de la COVID‑19, dada la posibilidad de olas de contagio recurrentes (como sucedió con la pandemia de gripe iniciada al final de la Primera Guerra Mundial).

Además, la respuesta a la crisis financiera global de 2008 sentó un precedente terrible. Lo mismo que en el caso de una movilización bélica, era evidente que la crisis inmediata demandaba acciones de emergencia. Pero terminada la emergencia, subsistió por largo tiempo una sensación de fragilidad y vulnerabilidad, porque muchos países no quisieron o no pudieron apelar a la quita de deudas, por temor a iniciar una nueva ola de agitación financiera.

Igual que después de 2008, hoy las autoridades están comprometidas con hacer “lo que sea necesario”. Los grandes bancos centrales tienen poder de fuego para tratar la crisis de liquidez inmediata, pero lo difícil será asignar los costos, que incluirán no sólo el aumento del gasto para hacer frente a la emergencia sanitaria, sino también las pérdidas de las empresas afectadas por la cuarentena. Si a las empresas privadas no se las rescata, entonces la pregunta es qué pasará con sus trabajadores. ¿Medidas transitorias para compensar la pérdida de ingresos de los nuevos desempleados pasarán a ser aspectos permanentes del Estado de Bienestar? ¿Comenzarán los países a adoptar alguna forma de ingreso universal mínimo o básico?

La década de 1920 fue también un tiempo de profunda experimentación en políticas sociales. La enseñanza de ese período es que no es posible financiar esos programas con una mera continuación de las medidas de emergencia. Para que sean sostenibles, en algún momento hay que calcular su precio correcto y financiarlos con impuestos (o en algunos casos, con la ayuda de la cancelación de deudas).

Está claro que al confrontar una emergencia no hay que pensar en los costos. Pero tampoco se puede pasar por alto lo que viene después. Los que ahora piden un final inmediato de la cuarentena tienen la obligación de hablar con claridad y franqueza acerca de cómo se distribuirán los costos en el futuro. Es un debate que hasta ahora se eludió. Pero la experiencia del período de entreguerras hace pensar que evitar las preguntas difíciles es una receta para el desastre.

(Harold James is Professor of History and International Affairs at Princeton University and a senior fellow at the Center for International Governance Innovation. A specialist on German economic history and on globalization, he is a co-author of The Euro and The Battle of Ideas, and the author of The Creation and Destruction of Value: The Globalization Cycle, Krupp: A History of the Legendary German Firm, and Making the European Monetary Union)

- La crisis de mi vida (Project Syndicate - **11/5/20**)

GREGOR PETER SCHMITZ: Usted ha visto muchas crisis. ¿Es la pandemia de COVID‑19 comparable con alguna de las anteriores?

GEORGE SOROS: No. Esta es la mayor crisis de mi vida. Incluso antes de la pandemia me había dado cuenta de que estábamos en un momento revolucionario, donde lo que en tiempos normales sería imposible o incluso inconcebible no sólo se había vuelto posible sino, casi con certeza, absolutamente necesario. Y entonces llegó la COVID‑19, que ha alterado por completo las vidas de la gente y exige una conducta muy diferente. Es un hecho inédito que probablemente nunca se dio en esta combinación. Y supone un peligro real para la supervivencia de la civilización.

GPS: ¿Se podría haber evitado esta crisis si los gobiernos hubieran estado mejor preparados?

SOROS: Hemos tenido pandemias de enfermedades contagiosas desde la peste bubónica. Fueron bastante frecuentes en el siglo XIX; y después tuvimos la gripe española al final de la Primera Guerra Mundial, que de hecho se dio en tres olas, de las que la segunda fue la más letal. Murieron millones de personas. Y hemos tenido otros brotes serios, por ejemplo la gripe porcina hace apenas una década. Así que sorprende lo mal preparados que estaban los países para un hecho como este.

GPS: ¿Es ese el mayor problema en la situación actual, esta falta de certeza sobre cómo lidiar con este virus y cómo proceder en los próximos meses o años?

SOROS: No hay duda de que es un problema muy grande. Estamos aprendiendo muy rápido, y ahora sabemos mucho más sobre el virus que cuando apareció; pero es dispararle a un blanco móvil, porque el virus cambia muy rápido. Desarrollar una vacuna llevará mucho tiempo. E incluso cuando la hayamos desarrollado, tendremos que aprender cómo modificarla todos los años, porque lo más probable es que el virus mute. Es lo que hacemos cada año con la vacuna para la gripe.

GPS: ¿Cambiará esta crisis la naturaleza del capitalismo? Incluso antes de que la COVID‑19 produjera esta recesión catastrófica, los aspectos negativos de la globalización y del libre comercio ya eran objeto de más atención.

SOROS: No volveremos a donde estábamos cuando empezó la pandemia. Eso está bastante claro, pero es lo único. El resto está todo en duda. No creo que nadie sepa cómo evolucionará el capitalismo.

GPS: ¿Puede esta crisis generar más unión entre las personas y entre los estados nacionales?

SOROS: A largo plazo, sí. Pero ahora mismo, la gente está dominada por el miedo. Y muchas veces el miedo lleva a las personas a hacerse daño. Esto se aplica a los individuos, y también a las instituciones, las naciones y la humanidad misma.

GPS: ¿Lo estamos viendo en el juego de culpabilización mutua entre Estados Unidos y China respecto del origen del virus?

SOROS: El conflicto entre Estados Unidos y China complica la cuestión, porque debemos trabajar juntos en lo referido al cambio climático y al desarrollo de una vacuna contra la COVID‑19. Pero parece que no podemos: ya estamos compitiendo por ver quién desarrollará y quién usará la vacuna. El hecho de que tengamos dos sistemas de gobierno muy diferentes, democrático y…

GPS: ¿Autocrático?

SOROS: Sí. Eso hace todo más difícil. Muchos dicen que tendríamos que colaborar muy estrechamente con China, pero yo no estoy de acuerdo. Debemos proteger nuestra sociedad abierta democrática. Al mismo tiempo, debemos hallar un modo de cooperar en el combate al cambio climático y al nuevo coronavirus. No será fácil. Mis sentimientos están con el pueblo chino, porque está bajo el dominio de un dictador, el presidente Xi Jinping. Creo que muchos chinos con más formación lo lamentan, y que la población general está todavía muy enojada con él por haber mantenido la COVID‑19 en secreto hasta después del Año Nuevo Chino.

GPS: ¿Puede ocurrir que Xi pierda poder cuando los chinos comprendan que el manejo de la crisis fue subóptimo?

SOROS: Sin duda. Cuando Xi abolió los límites a los mandatos consecutivos y se autodesignó, en esencia, presidente vitalicio, dejó sin futuro político a los miembros más importantes y ambiciosos de una élite muy reducida y competitiva. Cometió un gran error. Así que aunque en cierto sentido es muy fuerte, al mismo tiempo es extremadamente débil y ahora quizá vulnerable.

Sigo con mucha atención la lucha interna de la dirigencia china, porque estoy del lado de los que creen en una sociedad abierta. Y en China hay muchos que también están muy de acuerdo con una sociedad abierta.

GPS: Pero el presidente actual de los Estados Unidos no representa realmente los valores de una sociedad abierta y libre…

SOROS: Bueno, es una falencia que espero que no dure demasiado. Donald Trump quisiera ser un dictador. Pero no puede, porque en los Estados Unidos hay una constitución que la gente todavía respeta. Eso le pondrá algunos límites. No quiere decir que no vaya a intentarlo, porque está peleando literalmente por su vida. También debo decir que tengo la esperanza de que Trump se autodestruya, y en ese sentido ha superado con creces mis fantasías.

GPS: ¿Qué papel tiene la Unión Europea (su hogar, que tanto le preocupa) en esta lucha por el poder?

SOROS: Me preocupa en particular la supervivencia de la Unión Europea porque es una unión incompleta. Estaba en proceso de creación, pero ese proceso nunca se completó, y eso vuelve a Europa excepcionalmente vulnerable; más que Estados Unidos, no sólo por ser una unión incompleta, sino también porque se basa en el Estado de Derecho. Y la justicia es lenta, mientras que amenazas como el virus de la COVID‑19 son muy rápidas. Esto le genera a la Unión Europea un problema particular.

GPS: La semana pasada, el Tribunal Constitucional Federal de Alemania causó conmoción con la sentencia que dictó sobre el Banco Central Europeo. ¿Le preocupa?

SOROS: Me preocupa muchísimo. La sentencia plantea una amenaza que puede destruir a la Unión Europea como institución basada en el Estado de Derecho, precisamente porque surge del tribunal constitucional alemán, que es la institución más respetada en Alemania. Antes de emitir el veredicto, los jueces alemanes habían consultado al Tribunal Europeo de Justicia, y después decidieron fallar en contra. O sea que ahora tenemos un conflicto entre el tribunal constitucional alemán y el Tribunal Europeo de Justicia. ¿Cuál de los dos tiene precedencia?

GPS: Técnicamente, los tratados europeos dan al TEJ supremacía en esta área. Eso está muy claro.

SOROS: Es verdad. Al unirse a la Unión Europea, Alemania se comprometió a supeditarse al derecho europeo. Pero la sentencia plantea una cuestión todavía mayor: si el tribunal alemán puede cuestionar las decisiones del Tribunal Europeo de Justicia, ¿seguirán otros países el ejemplo? ¿Pueden Hungría y Polonia elegir entre el derecho europeo y sus propios tribunales, cuya legitimidad ha cuestionado la Unión Europea? Esta pregunta es fundamental para la Unión Europea, que se basa en el Estado de Derecho.

Polonia aprovechó de inmediato la ocasión y afirmó la supremacía de sus tribunales (controlados por el gobierno) sobre el derecho europeo. En Hungría, Viktor Orbán ya usó la emergencia por la COVID‑19 y un parlamento controlado para nombrarse dictador. El parlamento sólo sigue sesionando para refrendar sus decretos, lo que es claramente contrario al derecho europeo. Si el veredicto del tribunal alemán impide a la Unión Europea oponerse a estos hechos, será el fin de la Unión Europea que conocemos.

GPS: ¿Tendrá el BCE que cambiar sus políticas después de esta sentencia?

SOROS: No necesariamente. El fallo sólo exige al BCE justificar sus políticas monetarias actuales. Se le dieron tres meses para justificar las medidas que tomó. Eso consumirá gran parte de la atención del BCE, cuando es la única institución que realmente funciona en Europa capaz de proveer los recursos financieros necesarios para combatir la pandemia. Por eso tendría que estar concentrada en ayudar a Europa a crear un Fondo de Recuperación.

GPS: ¿Tiene alguna sugerencia respecto de la posible procedencia de esos recursos?

SOROS: He propuesto que la Unión Europea emita bonos perpetuos, aunque ahora creo que habría que llamarlos “consols” (bonos consolidados), porque ha habido emisiones exitosas de bonos perpetuos con ese nombre desde 1751 en Gran Bretaña y desde la década de 1870 en Estados Unidos.

Los bonos perpetuos se han confundido con los “coronabonos”, que han sido rechazados por el Consejo Europeo, y por buenos motivos, ya que implican una mutualización de deudas acumuladas que los estados miembros no están dispuestos a aceptar. Eso envenenó el debate sobre los bonos perpetuos.

Creo que la difícil situación actual refuerza mis razones para la emisión de consols. El tribunal alemán dijo que las acciones del BCE eran legales porque respetaban el requisito de que las compras de bonos fueran proporcionales a la cantidad de acciones de los estados miembros en el BCE. Pero la implicación evidente es que el tribunal podría cuestionar y considerar ultra vires cualquier compra de títulos del BCE que no sea proporcional a la “clave de capital” del BCE.

La clase de bonos que he propuesto no tendría este problema, porque los emitiría la Unión Europea en forma conjunta, serían automáticamente proporcionales y seguirían siéndolo para siempre. Los estados miembros sólo tendrían que pagar el interés anual de los bonos, tan minúsculo (digamos, 0,5%) que les sería fácil suscribirlos, sea en forma unánime o mediante una coalición de buena voluntad.

La presidenta de la Comisión Europea, Ursula von der Leyen, dice que Europa necesita alrededor de un billón de euros (1,1 billones de dólares) para combatir la pandemia, y tendría que haber añadido otro billón de euros para el cambio climático. Los consols pueden brindar esas cantidades si los estados miembros de la Unión Europea los autorizan.

Por desgracia, Alemania y los estados de la “Liga Hanseática” liderados por los Países Bajos se oponen en forma categórica. Deberían pensarlo otra vez. La Unión Europea está considerando duplicar su presupuesto, pero así sólo se conseguirán unos 100.000 millones de euros y la décima parte del beneficio que pueden dar los bonos perpetuos. Los que quieren mantener al mínimo las contribuciones al presupuesto de la Unión Europea deben apoyar la emisión de consols. Para proveer a la Unión Europea recursos propios, protegiendo su calificación crediticia AAA, tendrían que autorizar algunos impuestos, por ejemplo a las transacciones financieras; pero no hace falta aprobar esos impuestos, los consols ocuparían su lugar. Sería mucho mejor para los mencionados y para el resto de Europa. Con pagos anuales de 5.000 millones de euros, cuyo valor actual se reducirá en forma continua, la Unión Europea puede conseguir el billón de euros que el continente necesita con urgencia; es una relación costo‑beneficio fabulosa.

GPS: Cuando la Unión Europea flexibilizó sus reglas contra las ayudas estatales, Alemania presentó más de la mitad de las solicitudes. Algunos dicen que esto es contrario a los principios del mercado común, porque le da a Alemania una ventaja injusta. ¿Cómo lo ve usted?

SOROS: Estoy de acuerdo con lo que dicen. Es particularmente injusto para Italia, que ya era el “enfermo de Europa” y después el país más golpeado por la COVID‑19. El líder de La Liga, Matteo Salvini, está agitando para que Italia abandone el euro y también la Unión Europea. Felizmente, su popularidad personal disminuyó desde que salió del gobierno, pero las ideas que defiende están ganando seguidores.

Es otra amenaza existencial para la Unión Europea. ¿Qué quedaría de Europa sin Italia, que era el país más proeuropeo? Los italianos confiaban en Europa más que en sus propios gobiernos. Pero durante la crisis de los refugiados en 2015 se los trató mal, y entonces se volcaron a la Liga ultraderechista de Salvini y a los populistas del Movimiento Cinco Estrellas.

GPS: Suena usted muy pesimista.

SOROS: Todo lo contrario. Admito que Europa enfrenta varios peligros existenciales. No es una figura retórica, es la realidad. El veredicto del Tribunal Constitucional Federal de Alemania es sólo el último de los retos. Pero una vez reconocido esto, podemos ponernos a la altura del desafío y tomar medidas excepcionales adecuadas para las circunstancias excepcionales que vivimos. Sin duda se aplica a los consols, que nunca deberían emitirse en tiempos normales, pero que ahora mismo son ideales. Mientras pueda proponer medidas como la emisión de consols, no perderé las esperanzas.

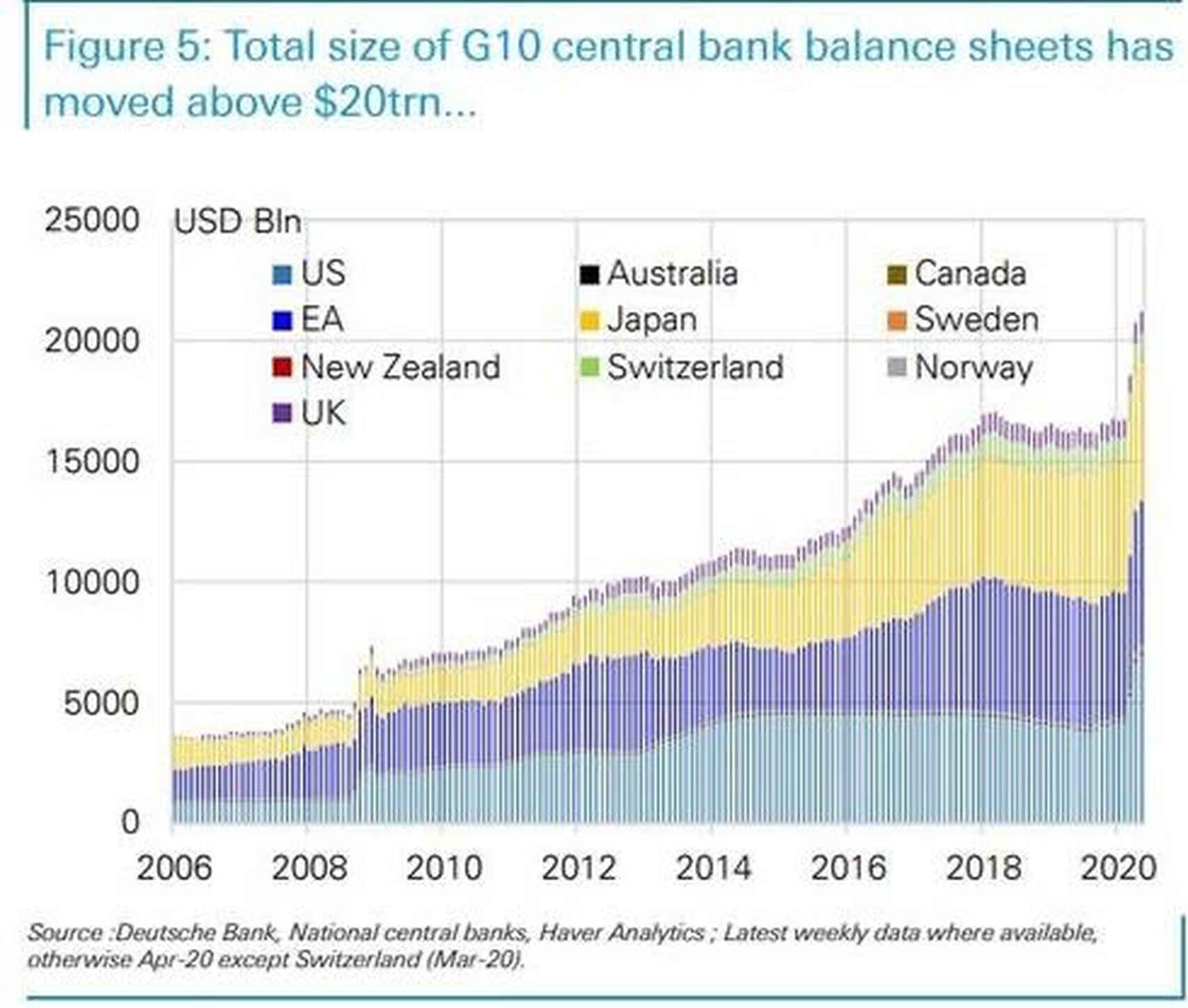
(Gregor Peter Schmitz is Editor-in-Chief of the Augsburger Allgemeine and the co-author (with George Soros) of The Tragedy of the European Union. George Soros is Chairman of Soros Fund Management and the Open Society Foundations. A pioneer of the hedge-fund industry, he is the author of many books, including The Alchemy of Finance, The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What it Means, and The Tragedy of the European Union: Disintegration or Revival? His most recent book is In Defense of Open Society (Public Affairs, 2019))

- Una bazuca sin precedentes que rescata sectores zombis (El Español - **27/5/20**)

(Por Daniel Lacalle)

**Los principales bancos centrales (del G-10) han aumentado su balance, inyectando liquidez, en más de 20 billones de dólares en esta crisis. Adicionalmente, las medidas de política fiscal de los gobiernos ya suman más de nueve billones de dólares. Esto supone mucho más que ningún Plan Marshall y la mayor inyección ante una crisis jamás vista, si lo comparamos con el PIB y masa monetaria global.**

Esta enorme inyección de liquidez, préstamos y gasto gubernamental ha sido suficiente para relanzar los mercados a niveles en los que se ha recuperado gran parte de la caída con la crisis del Covid-19.



Las preguntas fundamentales son: ¿es suficiente? y ¿funcionará?

El exceso de optimismo de los mercados ante las inyecciones de liquidez y políticas de demanda tienen lógica: se está rescatando a casi todo a cualquier precio… Sobre todo, a sectores que ya estaban excesivamente endeudados, empresas que ya tenían importantes retos estratégicos y pobres resultados y márgenes antes del Covid-19.

Adicionalmente, se mantiene a toda costa la burbuja de bonos soberanos y vemos cómo países que están sin liquidez y al borde de no poder pagar sus compromisos de junio se financian a tipos reales negativos…

Sin embargo, la demanda de riesgo por parte de inversores reales está cayendo. El flujo de fondos hacia renta variable se ha reducido a pesar de la recuperación de las bolsas, empresas con amplia historia de existencia como Hertz se ven obligadas a hacer impago y reestructurar la deuda, Argentina se va a su noveno impago.

Los gobiernos y bancos centrales están ahogando a la economía en un mar de liquidez y deuda.

¿Cómo puede ser esto? Porque un problema de solvencia y el desastre del desempleo y cierre de empresas creado por el cierre forzoso de la economía no se soluciona dando acceso a crédito y liquidez a empresas que no podrán pagar esos préstamos ante el desplome de caja, márgenes y estimaciones de futuro.

Adicionalmente, toda esa cantidad de medidas están orientadas a ayudar a endeudarse para pagar impuestos a empresas que ya tenían acceso a crédito y con activos mobiliarios. Es decir, se rescata fundamentalmente a quien ya tenía posibilidad de endeudarse.

Los gobiernos y bancos centrales están ahogando a la economía en un mar de liquidez y deuda.

Sin embargo, las empresas que están cayendo como moscas son las que no tienen locales en propiedad, no tienen activos mobiliarios, aquellas que vivían de mes en mes tirando para poder pagar impuestos y pagarle un salario al emprendedor y sus pocos empleados.

La inmensa mayoría de esas empresas son las que están cayendo día tras día y destruyendo empleo mientras se rescata con enormes recompras de bonos a conglomerados que ya tenían acceso a deuda y enorme capacidad financiera y a estados que ya absorbían más de un 40% de la riqueza de los países.

El efecto redistributivo y fortalecedor de las políticas de demanda en un shock de oferta y una crisis provocada por el cierre forzoso de la economía es bajísimo. Primero, porque esas enormes inyecciones y políticas de estímulo ya estaban mostrando su bajísima efectividad en 2019, con unas economías ya en ralentización en toda la eurozona y muchos países emergentes.

Segundo, porque la poca demanda que van a incentivar va a darse en sectores que ya tenían sobrecapacidad y baja productividad, generando muy poco empleo adicional. Y, tercero, porque esa enorme inyección de políticas de demanda no va a venir acompañada de la oferta cuando el “output gap” de la economía se ha ensanchado enormemente.

No se va a invertir y contratar mucho más en los sectores beneficiados por las enormes inyecciones de liquidez porque ya estaban en proceso de ralentización antes del Covid-19 y, sin embargo, aquellos que lo han hecho bien, que no se han endeudado y que vivían de lo que producían mes a mes, esos están cayendo en picado y los que sobrevivan van a sufrir la brutal subida de impuestos o inflación (el impuesto de los pobres) que viene tras la generosidad sin límites con el dinero de los demás.

Se está rescatando el pasado para dejar morir el futuro. Se va a rescatar todo lo que estaba en proceso de lenta obsolescencia porque “es estratégico” mientras la inversión en innovación, en tecnologías disruptivas y cambio real, van a ser diezmadas vía fiscal y penalización impositiva.

Este shock debería haber venido acompañado de una reducción inmediata de gasto innecesario por parte de los estados para acomodar el aumento de costes sanitarios y estabilizadores automáticos. Debería haber venido acompañado de una exoneración de impuestos durante el cierre forzoso, y de un plan serio de reducción de déficits y gasto en 2021.

No se va a invertir y contratar mucho más en los sectores beneficiados por las enormes inyecciones de liquidez porque ya estaban en proceso de ralentización antes del Covid-19

Lo único que se ha hecho es añadir a una burbuja de deuda más deuda pero orientada a perpetuar el exceso previo de unas administraciones que no han reducido ningún presupuesto y, a la vez, crear un enorme aumento de deuda a empresas para que paguen impuestos ante una recuperación que, cada día más, se presenta en forma de L más que otra cosa.

**Nos intentan convencer de que todo lo tiene que hacer el Estado porque no hay otra solución. Y es falsa. La capacidad productiva, el talento, la capacidad inversora y la tecnología, están casi intactas. Pero es más fácil cerrar la economía por decreto, crear una crisis, luego poner escollos a la inversión internacional y a la recapitalización y decir que “el estado tiene que hacer mucho más”…**

Para conseguirlo se aumenta la masa monetaria creada de la nada que genera reducción del poder adquisitivo y extracción de rentas salariales reales y ahorros y enormes planes de estímulo que lo único que estimulan es lo que ya estaba más que estimulado. Mientras mueren cientos de miles de empresas al mes ahogadas en un mar de liquidez que se dedica a perpetuar la obsolescencia y la burocracia. Y cuando falla, repetir.

El enorme apalancamiento al ciclo y absorción de recursos de los estados para pagar gasto corriente y rescatar sectores que, en muchos casos, ya eran zombis, generará probablemente un problema mucho mayor de deuda a medio plazo, caída de la productividad y empeoramiento de la velocidad del dinero, menor inversión y pobre crecimiento de salarios reales…

Volverán a aumentar gasto innecesario en bonanza y en crisis también. Nos volverán a decir que, en la próxima recesión, “es el Estado el que tiene que gastar”. Hasta que no quede a quién exprimir más.

Y a toda esta enorme transferencia de riqueza de los sectores productivos y ahorradores hacia los gobiernos y sectores más cercanos a los mismos lo llamarán “errores del capitalismo”. Anda ya.

- Hay que potenciar el PEPP (Project Syndicate - **26/5/20**)

Londres.- Cuando en marzo el Banco Central Europeo inició su nuevo programa de compra de activos contra la emergencia pandémica (PEPP), por un monto de 750.000 millones de euros (818.000 millones de dólares), fue recibido como el instrumento definitivo capaz de dar un bienvenido alivio a los mercados de bonos en países de la “periferia” de la eurozona como Italia, España, Portugal y Grecia. Pero el BCE tiene que reforzar el programa para que sea realmente eficaz.

El PEPP no es como las compras indiscriminadas de activos que usa el BCE habitualmente para proveer estímulo monetario en forma general. En el segundo caso, las operaciones se basan en la proporción que cada país tiene del capital del BCE (la “clave de capital”), mientras que el PEPP apela a la compra selectiva de títulos de los países con más dificultades, para corregir problemas en el funcionamiento del mercado.

El nuevo programa (que los inversores esperan que se amplíe) consiguió poner límite a los diferenciales de tipos de interés (spreads) entre los estados miembros del núcleo de la eurozona y los periféricos. Pero los diferenciales todavía son altos, y los inversores están intranquilos, sobre todo porque es probable que la crisis de la COVID‑19 aumente la deuda pública de Italia al 150 o 160% del PIB por tiempo indefinido. Ese shock no admite una respuesta fácil.

Es verdad que como el PEPP permite comprar activos en forma selectiva sin imponer condiciones a los beneficiarios, es un arma más potente que el esquema de transacciones monetarias directas introducido por el entonces presidente del BCE Mario Draghi en lo peor de la crisis del euro en 2012.

Pero en sí mismo, el PEPP no calma las inquietudes que genera la COVID‑19 respecto de la sostenibilidad de las deudas, lo cual se debe a dos restricciones que afectan al programa. En primer lugar, hay una presunción de que la tenencia en cartera de los bonos comprados por este mecanismo será transitoria, impresión a la que contribuye el reciente fallo del Tribunal Constitucional Federal de Alemania contra el BCE, en conexión con otro programa de compra de activos públicos (el PSPP). Y en segundo lugar, se prevé mantener la clave de capital como referencia para el PEPP.

Para ver de qué manera estas constricciones debilitan la eficacia del PEPP, consideremos lo que sucede tras la compra de un bono soberano dentro del programa. Por indicación del Consejo de Gobierno del BCE, los bancos centrales nacionales suscriben el 80% de las compras, y proceden a devolver a los gobiernos, como transferencia de utilidades, cualquier interés que reciban. De modo que en la práctica los bonos no tienen costo alguno y no inciden sobre la sostenibilidad de la deuda. Pero esto solamente funciona mientras el BCE conserve la deuda en cartera.

Para reducir los diferenciales de los bonos periféricos en forma duradera, hay que hacer que en la práctica el costo de la deuda adicional que estos países emitan como resultado de la crisis de la COVID‑19 (por una cifra estimada de unos 500.000 millones de euros en 2020‑21) sea nulo. Un modo de hacerlo es que el BCE se comprometa a conservar estos títulos un tiempo suficiente, digamos, veinte años o más. Además, hay que desligar el PEPP de la referencia a la clave de capital, para que nada sugiera que el BCE venderá en primer lugar los bonos de los estados periféricos si decidiera reducir su cartera.

El beneficio económico de reducir los diferenciales entre los bonos de los países del núcleo y los periféricos (y así mantener unida a la eurozona) compensa con creces tres posibles inquietudes planteadas por el PEPP. La primera es el temor a que las operaciones de compra de bonos del BCE puedan ser inflacionarias. Pero este temor parece exagerado ahora que el riesgo mayor es la deflación.

En segundo lugar, está el temor al “predominio fiscal”: que el BCE adopte en el futuro una actitud renuente a subir las tasas, no vaya a ser que un deterioro patrimonial obligue a que los gobiernos lo recapitalicen y eso comprometa su independencia. Pero imaginar que unos pocos países en la periferia de la eurozona puedan poner en entredicho la independencia del BCE (consagrada en el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea) parece excesivo.

Finalmente, está el sempiterno temor al riesgo moral: que las medidas de rescate alienten la irresponsabilidad fiscal. Pero es infundado: los problemas actuales de Italia surgen de partir de un nivel de deuda inicial más elevado (algo que sus socios en la eurozona siempre han aceptado) y de una respuesta fiscal más enérgica a la crisis actual (algo en cuya necesidad todos concuerdan).

Un desvío prolongado respecto del requisito de la clave de capital también es defendible desde el punto de vista legal. El PEPP no es una medida de índole monetaria, sino un instrumento con el que se busca superar un obstáculo contra la transmisión de la política monetaria al conjunto de los estados miembros de la eurozona; en concreto, los altos diferenciales inducidos por la diversidad de los efectos de la pandemia sobre los respectivos niveles de deuda pública. Si el impacto de la COVID‑19 sobre los mercados de bonos de la eurozona es asimétrico y duradero, también debe serlo la respuesta. Cualquier efecto monetario más amplio no deseado que surja del PEPP se puede esterilizar o deshacer con tipos de interés más altos o ventas de bonos no periféricos.

Pero nada de esto elimina la necesidad de que Europa dé una respuesta fiscal conjunta. Si bien el naciente fondo de recuperación europeo es un avance importante en ese sentido, no está claro que pueda ofrecer un estímulo suficiente para los países más afectados. Además, ese fondo no ayudará a reducir la deuda adicional resultante de la crisis, y en cualquier caso, está pensado para la fase posterior de recuperación.

Por ahora, el PEPP es la única forma de garantizar que la eurozona salga indemne de la crisis por la COVID‑19. El BCE no debe retroceder ante la reciente decisión del tribunal constitucional alemán, sino por el contrario fortalecer el instrumento, para evitar que la pandemia cause más daño todavía.

(Reza Moghadam, Chief Economic Adviser at Morgan Stanley, is a former director of the International Monetary Fund’s European Department)

- Roubini alerta de que la crisis del coronavirus ocasionará “una década de desesperación” (El Economista - **28/5/20**)

**La profunda e histórica crisis económica que ya ha causado la pandemia del coronavirus provocará “una década de desesperación” en un mundo “más dividido”. Así lo cree el economista Nouriel Roubini, conocido por sus predicciones pesimistas, pero en muchos casos certeras. En esta ocasión, el experto considera que la enorme deuda hará que la recuperación económica sea “anémica”. Además, predice que las tensiones entre Estados Unidos y China irán a más, por lo que muchos países tendrán que tomar partido entre las dos mayores potencias del mundo.**

**“Cada una de ellas le dirá al resto del mundo: “o estás con nosotros o contra nosotros”. O usas mis sistemas de inteligencia artificial, mi 5G, mis tecnologías, mi robótica… o utilizas las de mis rivales”, auguró el profesor de Economía y Finanzas en la Universidad de Nueva York en una entrevista en el programa “Talking Asia” de la BBC. “Por tanto”, añadió “va a haber un mundo más dividido”.**

Renovadas (viejas) tensiones

La crisis sanitaria por la COVID-19, originada en la ciudad de Wuhan, en la región china de Hubei, ha tensado las relaciones diplomáticas de por sí complicadas entre Pekín y Washington. En más de una ocasión, el presidente de Estados Unidos, Donald Trump, ha criticado la gestión hecha por China de la pandemia, asegurando incluso que no controló “la plaga” que “extendió por todo el mundo”.

Como consecuencia del brote vírico, el producto interior bruto (PIB) norteamericano sufrió una fuerte contracción del 5% en el primer trimestre del año, y cabe esperar un golpe mayor entre abril y junio. Ello en un año crucial para Trump, ya que aspira a la reelección en las presidenciales de noviembre y la buena marcha de la economía de EEUU era su mayor baza (hasta la aparición del coronavirus).

El revés económico en China también ha sido duro. De hecho, el Gobierno ha rechazado marcarse un objetivo de crecimiento para este año, como es tradición. Entre enero y marzo su PIB cayó un 6,8%.

Pese a los “roces”, ambas naciones se comprometieron a principios de este mes a seguir adelante con la “primera parte” del acuerdo comercial que firmaron en enero. Pero cada vez son menos lo que creen que eso llegue a materializarse realmente, y mucho menos que las negociaciones para la “Fase 2” lleguen a producirse.

Trump ha asegurado que esta misma semana podría anunciar nuevas sanciones a China por la ley de seguridad nacional que quiere imponer en el territorio semiautónomo de Hong Kong, donde se han producido numerosas protestas en los últimos días por este motivo.

Además de la mayor división que experimentará el mundo entero, Roubini avisó en la entrevista con la BBC de que la recuperación económica que pueda producirse este año será “anémica”.

En un artículo del mes pasado publicado en Project Syndicate, el economista auguró una “una década de desesperación” para para la economía mundial. Un periodo que ha bautizado ya como la Gran Depresión.

Como en anteriores ocasiones, el economista afirmó en la BBC que esta es una recesión “sin precedentes”. Una visión generalizada, que comparten distintos representantes de instituciones políticas y monetarias, como el presidente de la Reserva Federal de EEUU (Fed), Jerome Powell.

**“En la crisis financiera mundial (de 2008) pasaron unos tres años hasta que la producción cayó bruscamente. En esta ocasión no han hecho falta tres años, ni siquiera tres meses. En tres semanas hubo una caída libre de cada componente”, argumentó el profesor universitario.**

Por ello, Nouriel Roubini insistió en que la recuperación de la economía global no será en forma de “U”, “ni nada parecido a una “L””.

La principal causa, según explicó el experto en su artículo del mes pasado, es “el déficit y sus riesgos derivados: la deuda y el default”. “La respuesta oficial a la crisis de la COVID-19 implica un aumento enorme del déficit fiscal, del orden del 10% del PIB o más, en un momento en que los niveles de deuda pública en muchos países ya eran altos e incluso insostenibles”, apuntó.

Además, es previsible que se produzca “una catarata de impagos y quiebras” ante la caída de los ingresos en hogares y empresas. “Sumado al aumento de los niveles de deuda pública, esto es garantía casi segura de una recuperación más anémica que la que siguió a la Gran Recesión de hace una década”, lamento Roubini.

Por otro lado, Roubini apuntó en la cadena pública británica a la destrucción masiva de empleos tanto en países ricos como pobres como consecuencia de las medidas de confinamiento y paralización frente a la pandemia.

**“Estos trabajos que se han ido van a volver solo en parte, con salarios más bajos, sin beneficios, a tiempo parcial”, anticipó. “Habrá aún más inseguridad en los empleos, ingresos y salarios para la persona trabajadora promedio”, concluyó.**

Roubini es conocido como “Dr. Maldición” (Dr. Doom) por sus negativas predicciones económicas que, no obstante, se adelantaron con precisión a la crisis financiera de 2007-2008 y sus consecuencias. Por ello, el experto se considera más bien un “Dr. Realista”.

- Los límites de la política monetaria extrema en épocas del COVID (Project Syndicate - **29/5/20**)

Londres.- En este momento en que la producción ha colapsado como resultado de la pandemia del COVID-19, muchos se preguntan hasta dónde se puede estirar la política monetaria para respaldar la economía. Para la Reserva Federal de Estados Unidos, las tasas de interés negativas parecen representar un límite efectivo, no porque una política así no sea técnicamente posible, sino porque sería políticamente inaceptable. Sin embargo, para el Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón, parece no existir ningún límite.

El BCE ha recortado las tasas y las ha llevado a territorio negativo, y se dice que el gobernador del Banco de Inglaterra, Andrew Bailey, está “analizando muy detenidamente” esa opción para el Reino Unido. De la misma manera, el gobernador del Banco de Japón, Haruhiko Kuroda, a la vez que considera que la actual combinación de políticas del Banco de Japón es apropiada para las circunstancias actuales, no ha descartado una mayor flexibilización monetaria u otro incremento en las compras de activos.

El interrogante es si tiene sentido seguir transitando el camino de la política monetaria extrema. La famosa promesa del ex presidente del BCE Mario Draghi de hacer “lo que sea necesario” para respaldar al euro se ha vuelto el mantra para todos los responsables de políticas frente a la crisis actual. ¿Pero expandir la política fiscal no sería una mejor manera de cumplir con ese compromiso? Para parafrasear al presidente de la Fed, Jerome Powell, los bancos centrales tienen poder de préstamo, no poder de gasto -y gasto es lo que se necesita.

En la crisis actual, es imperativo que el dinero llegue a quienes más lo necesitan, lo más rápido posible. El desempleo está en un pico récord en muchos países -más de 20 millones de personas en Estados Unidos perdieron su empleo sólo en abril, lo que llevó la tasa de desempleo de Estados Unidos al 14,7%, con la posibilidad de que alcance el 20-25% este año-. En estas condiciones, lo que Estados Unidos y la mayoría de los países necesitan es un esfuerzo de política fiscal amplio y sostenido, en coordinación con la política monetaria. Sin eso, una recesión prolongada y un desempleo de largo plazo astronómico se volverán mucho más factibles.

Una expansión fiscal debería tener dos objetivos principales. Primero, debe ayudar a los individuos, a los hogares y a las empresas a capear la crisis. En este sentido, las medidas de política fiscal adoptadas en Estados Unidos y otras economías avanzadas han dado en la tecla. **A fines de marzo, el Congreso de Estados Unidos aprobó un paquete de estímulo de 2 billones de dólares para apoyar a los hogares, las empresas y los proveedores de atención sanitaria, y los demócratas en la Cámara de Representantes acaban de sancionar otro paquete que propone 3 billones de dólares de gasto adicional**.

**Mientras tanto, en la Unión Europea, se han suspendido las reglas presupuestarias, lo que les permite a los gobiernos de los estados miembro implementar medidas fiscales discrecionales más ambiciosas, desde incrementos del gasto y alivio fiscal hasta ayudas salariales y subsidios para pequeñas y medianas empresas.**

El segundo objetivo de expansión fiscal es impulsar la recuperación económica respaldando la demanda doméstica. En este punto, desafortunadamente, las políticas propuestas han sido insuficientes, lo que hizo aumentar el riesgo de que repitamos el error cometido después de la crisis financiera global de 2008, cuando se retiró el estímulo fiscal demasiado pronto.

En aquella ocasión, depender de la política fiscal para estimular la demanda se declaró políticamente inviable. Si bien la crisis se consideraba lo suficientemente grande como para garantizar políticas monetarias excepcionalmente laxas, el establishment político en Estados Unidos, Gran Bretaña y gran parte de Europa se abroqueló en torno a la austeridad, asfixiando la recuperación desde el arranque y sentando las bases para una creciente desigualdad y descontento social.

Esta vez, los principales bancos centrales han venido exigiendo discretamente un “respaldo fiscal adicional” para “evitar un perjuicio económico de largo plazo” y generar una “recuperación más sólida”. Ese respaldo también es necesario para aliviar la presión sobre los bancos centrales. Mientras tanto, existen buenos motivos para no adoptar el camino de una política monetaria más extrema.

Por empezar, las políticas monetarias extremas tienden a limitar el alcance de la futura señalización de políticas y a reducir la efectividad de las tasas de interés que, en condiciones normales, son herramientas poderosas para influir en la producción y el empleo. Segundo, podrían exacerbar las vulnerabilidades previas a la pandemia que ya amenazaban a la economía mundial, sobre todo la acumulación de deuda, la mala asignación del crédito y el exceso de liquidez en el sector corporativo (donde son muchas las empresas que tienen balances problemáticos).

Estas preocupaciones nos llevan al tercer punto: la mayor flexibilización de las condiciones de crédito y la expansión de los programas de crédito con respaldo público podrían endeudar más a empresas que no están en condiciones de convertir la deuda en valor. Las empresas “zombi” se mantendrían artificialmente con vida. Aún si estas medidas preservaran los empleos por ahora, eso no significa que sean el uso más efectivo de los recursos financieros. La “década perdida” de Japón debería servir como una advertencia. Cuanto más avancen a los tumbos las empresas zombi, mayores serán las pérdidas cuando terminen colapsando.

**Finalmente, depender de la política monetaria cuando la política fiscal sería más apropiada amenaza con reforzar la preferencia excesiva de los inversores por la liquidez, profundizando así la trampa de liquidez. Está de más decir que las políticas monetarias extremas pueden generar consecuencias extremas e inesperadas. Aunque la política monetaria no convencional se ha vuelto la norma, todavía no estamos del todo seguros de cómo funciona o de cómo afecta las expectativas y el comportamiento de la gente.**

Sin duda, si el alcance de la política monetaria es limitado, el espacio para la política fiscal también es estrecho. Pero la emergencia actual y la amenaza de una recesión profunda (o inclusive de una depresión) indudablemente exigen políticas fiscales audaces y “no convencionales” respaldadas con otras herramientas, como el fondo de recuperación europeo que propusieron recientemente Francia y Alemania, e instrumentos de mercados de capital innovadores como bonos perpetuos, que ya han sido propuestos para la UE.

Los tiempos excepcionales exigen medidas excepcionales. Pero debemos evitar repetir el error cometido en 2010, cuando los gobiernos apretaron los frenos de la política fiscal y mantuvieron el motor de la política monetaria a toda marcha. Ahora más que nunca, es imperativo impedir que las desigualdades existentes sigan profundizándose. Solo la política fiscal puede propiciar ese objetivo.

(Paola Subacchi, Professor of International Economics at the University of London’s Queen Mary Global Policy Institute, is the author, most recently, of The Cost of Free Money)

- La hora del Gran Reinicio (Project Syndicate - **3/6/20**)

Ginebra.- Puede que las medidas de confinamiento decretadas como consecuencia de la COVID-19 empiecen a relajarse gradualmente, pero la ansiedad con respecto a las perspectivas mundiales en materia económica y social no deja de crecer. Existen buenas razones para preocuparse: ya empieza a sentirse una fuerte desaceleración económica y podríamos estar ante la peor depresión desde la década de 1930. Pero, aunque es un resultado probable, no es inevitable.

Para obtener un mejor resultado, el mundo debe actuar conjuntamente y con rapidez en la renovación de todos los aspectos de nuestras sociedades y economías, desde la educación hasta los contratos sociales y las condiciones laborales. Deben participar todos los países, desde los Estados Unidos hasta China, y deben transformarse todos los sectores, desde el gas y el petróleo hasta el de la tecnología. **Dicho de otro modo: nos hace falta un “Gran Reinicio” del capitalismo.**

Existen numerosas razones para apostar por un Gran Reinicio, pero la más urgente es la COVID-19. La pandemia, que ya ha causado cientos de miles de fallecimientos, representa una de las peores crisis de la sanidad pública de nuestra historia reciente. Y teniendo en cuenta que el número de víctimas sigue creciendo en muchos lugares del mundo, todavía tardaremos mucho en ver el final.

**Las consecuencias a largo plazo para el crecimiento económico, la deuda pública, el empleo y el bienestar humano serán graves. Según el Financial Times, la deuda pública mundial ya ha alcanzado su cota más alta en tiempos de paz. Es más, el desempleo se está disparando en numerosos países: en los Estados Unidos, por ejemplo, uno de cada cuatro trabajadores ha solicitado una prestación por desempleo desde mediados de marzo, y los números de solicitudes que se registran cada semana se sitúan en máximos históricos. El Fondo Monetario Internacional espera una caída del 3 % en la economía mundial este año, un recorte de 6,3 puntos porcentuales en tan solo cuatro meses.**

Todo esto empeorará la crisis climática y social que ya estábamos viviendo. Algunos países ya han utilizado la crisis provocada por la COVID-19 como excusa para rebajar las medidas de protección y cumplimiento medioambiental. Y los sentimientos de frustración con respecto a los problemas sociales como el aumento de la desigualdad -el patrimonio acumulado de los multimillonarios estadounidenses ha crecido durante la crisis- se están intensificando.

Si no se abordan, estas crisis, sumadas a la COVID-19, se intensificarán y harán que el mundo sea aún menos sostenible, menos equitativo y más frágil. Para evitar este escenario no bastará con medidas graduales y soluciones ad hoc. Debemos forjar unos cimientos completamente nuevos sobre los que sustentar nuestros sistemas económicos y sociales.

Para ello se requiere un nivel de cooperación y ambición sin precedentes, pero no es un sueño imposible. Es más, un aspecto positivo de la pandemia es que nos ha enseñado que podemos introducir cambios radicales en nuestro estilo de vida con gran rapidez. La crisis obligó, casi de forma instantánea, a empresas y particulares a abandonar prácticas que durante muchos años se habían considerado esenciales, desde el uso frecuente del transporte aéreo hasta el trabajo en la oficina.

Asimismo, los ciudadanos han demostrado con creces que están dispuestos a hacer sacrificios para el bien de la atención sanitaria y otros trabajadores esenciales y grupos de población vulnerables, como los ancianos. Y muchas empresas han intensificado las medidas para ayudar a sus trabajadores, clientes y comunidades locales en lo que constituye un cambio hacia el tipo de capitalismo de las partes interesadas por el que ya habían abogado de boquilla.

Es evidente que existe una voluntad de construir una sociedad mejor y debemos aprovecharla para garantizar el Gran Reinicio que necesitamos con tanta urgencia. Harán falta unos gobiernos más robustos y eficaces, aunque esto no implica un impulso ideológico hacia gobiernos más grandes. Y se requerirá la colaboración entre los sectores público y privado en cada etapa del camino.

La agenda del Gran Reinicio tendrá tres componentes principales. El primero orientará el mercado hacia resultados más justos. Para ello, los gobiernos deberían mejorar la coordinación (por ejemplo, en materia de políticas tributarias, reglamentarias y fiscales), actualizar los acuerdos comerciales, y crear las condiciones de una “economía de las partes interesadas”. En un momento de reducción de las bases impositivas y crecimiento de la deuda pública, los gobiernos tienen un poderoso incentivo para impulsar estas medidas.

Además, los gobiernos deberían aplicar unas reformas, muy necesarias, que promuevan unos resultados más equitativos que, dependiendo del país, podrían incluir cambios en los impuestos sobre el patrimonio, la retirada de las subvenciones a los combustibles fósiles y normas nuevas que rijan la propiedad intelectual, el comercio y la competencia.

El segundo componente de la agenda del Gran Reinicio garantizaría que las inversiones promuevan objetivos comunes, como la igualdad y la sostenibilidad. En este sentido, los programas de gasto a gran escala que están aplicando muchos gobiernos representan una gran oportunidad para el progreso. Por un lado, la Comisión Europea ha dado a conocer su intención de poner en marcha un fondo de recuperación de 750.000 millones de euros (826.000 millones de dólares de los Estados Unidos). Los Estados Unidos, China y el Japón también tienen planes ambiciosos de estímulo económico.

En lugar de utilizar estos fondos, y las inversiones de entidades privadas y los fondos de pensiones, para arreglar las grietas del viejo sistema, deberíamos utilizarlos para crear un sistema nuevo que sea más resiliente, equitativo y sostenible a largo plazo. Esto se traduce, por ejemplo, en la creación de infraestructura urbana “verde” y en proponer incentivos para que las industrias mejoren su trayectoria de métricas medioambientales, sociales y de gobernanza.

La tercera y última prioridad de la agenda del Gran Reinicio consiste en aprovechar las innovaciones de la Cuarta Revolución Industrial en pos del bien público, sobre todo, haciendo frente a los desafíos sanitarios y sociales. Durante la crisis de la COVID-19, las empresas, las universidades y otros agentes han unido fuerzas para desarrollar diagnósticos, terapias y posibles vacunas; establecer centros de pruebas; crear mecanismos para la trazabilidad de las infecciones; y ofrecer soluciones de telemedicina. Piense en todo lo que se podría conseguir si se lanzaran iniciativas concertadas similares en todos los sectores.

La crisis de la COVID-19 está afectando a todas las facetas de la vida de las personas en todos los rincones del planeta. Pero la tragedia no tiene por qué ser su único legado. Al contrario, la pandemia representa una oportunidad, inusual y reducida, para reflexionar, reimaginar y reiniciar nuestro mundo y forjar un futuro más sano, equitativo y próspero.

(Klaus Schwab is Founder and Executive Chairman of the World Economic Forum)

- Un estímulo económico que funcione (Project Syndicate - **8/6/20**)

Nueva York.- Ante la crisis de la COVID‑19, gobiernos de todo el mundo están dando una vigorosa respuesta fiscal y monetaria combinada que ya llegó al 10% del PIB global. Pero según la última evaluación general del Departamento de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas, es posible que estas medidas no estimulen el consumo y la inversión tanto como esperan las autoridades.

El problema es que una porción significativa del dinero se está canalizando directamente a la formación de colchones de capital, en un proceso de aumento de balances precautorios. La situación es análoga a la “trampa de liquidez” que tanto preocupó a John Maynard Keynes durante la Gran Depresión.

La implementación de las medidas de estímulo actuales para contener las consecuencias económicas de la pandemia se ejecutó con comprensible prisa, casi con pánico. No fue una estrategia selectiva ni precisa, pero muchos analistas dirán que era la única opción posible: sin una inyección masiva de liquidez de emergencia, podían esperarse numerosas quiebras, pérdidas de capital organizacional y un camino todavía más difícil hacia la recuperación.

Pero ya es evidente que la pandemia durará mucho más que algunas semanas, como se suponía cuando se aprobaron estas medidas de emergencia. De modo que se necesita una evaluación más cuidadosa de todos estos programas, con la mirada puesta en el largo plazo. En períodos de gran incertidumbre, es común que haya un aumento del ahorro precautorio, ya que particulares y empresas se aferran al efectivo por temor a lo que vendrá.

La crisis actual no es una excepción. La angustia por el futuro y la reducción general de las oportunidades de gasto hacen probable que buena parte del dinero entregado a familias y empresas termine ocioso depositado en cuentas bancarias, y que los bancos no puedan otorgar nuevos préstamos con el excedente de liquidez por falta de destinatarios solventes dispuestos a endeudarse.

No sorprende que entre febrero y abril los excedentes de reservas en las instituciones de depósito estadounidenses se hayan casi duplicado, desde 1,5 billones de dólares hasta 2,9 billones. En comparación, durante la Gran Recesión los excedentes bancarios apenas llegaron a un billón de dólares. Este enorme aumento de las reservas bancarias hace pensar que las políticas de estímulo implementadas hasta ahora han tenido poco efecto multiplicador. Es evidente que el crédito bancario por sí solo no nos sacará de este atasco económico.

Para colmo de males, el exceso actual de liquidez puede conllevar un alto costo social. Además de las inquietudes habituales relacionadas con la deuda y la inflación, hay también buenos motivos para temer que el exceso de efectivo en los bancos se canalice a la especulación financiera. Las bolsas ya exhiben grandes oscilaciones diarias; esta volatilidad puede, a su vez, perpetuar el clima de incertidumbre, lo que estimulará todavía más conductas precautorias y desalentará el consumo y la inversión que se necesitan para motorizar la recuperación.

En este caso, no sólo habrá una trampa de liquidez, sino también una paradoja de liquidez: un enorme aumento de la oferta de moneda, con escasez de oportunidades para su uso por parte de familias y empresas. Medidas de estímulo bien diseñadas pueden ayudar cuando la COVID‑19 esté bajo control. Pero mientras la pandemia siga haciendo estragos, no puede haber regreso a la normalidad.

De modo que por ahora la clave está en reducir el riesgo y aumentar los incentivos al gasto. Mientras las empresas teman que de aquí a seis meses o a un año la situación económica siga siendo desfavorable, pospondrán la inversión y al hacerlo demorarán la recuperación. El único que puede romper este círculo vicioso es el Estado. Los gobiernos deben hacerse cargo de los riesgos actuales, ofreciendo a las empresas compensación en caso de que transcurrido cierto lapso la economía todavía no se haya recuperado.

Para hacerlo, ya existe un modelo: los “títulos contingentes de Arrow‑Debreu” (por los premios Nobel de Economía Kenneth Arrow y Gérard Debreu), instrumentos cuya ejecución estaría supeditada a condiciones predeterminadas. Algunos ejemplos pueden ser: que a una familia que compre un auto hoy, el Estado le garantice la suspensión de los pagos mensuales si dentro de seis meses la curva de la epidemia se mantiene en cierto punto; préstamos e hipotecas atados a los ingresos para alentar la compra de diversos bienes duraderos (incluida la vivienda); y disposiciones similares para inversiones reales de las empresas.

Los gobiernos también deben analizar la emisión de vales de gasto para estimular el consumo privado. Ya ocurre en China, donde unos cincuenta municipios han comenzado a emitir cupones digitales que pueden usarse para comprar diversos bienes y servicios dentro de un plazo determinado. La fecha de caducidad los convierte en poderosos estimulantes del consumo y de la demanda agregada en el corto plazo, cuando más necesarios son.

**Como es probable que la pandemia dure mucho más de lo que se pensó al principio, se necesitará todavía más estímulo. Por ejemplo, aunque Estados Unidos ya gastó más de tres billones de dólares en diversas formas de asistencia, si no se implementan más medidas (y, esperemos, mejor diseñadas), ese dinero sólo habrá prolongado unos pocos meses la vida de muchas empresas, en vez de salvarlas realmente.**

Una idea que funcionó en varios países es ayudar a las empresas a pagar salarios y afrontar otros costos, en proporción a los ingresos perdidos, con la condición de que no despidan trabajadores. En Estados Unidos, la legisladora Pramila Jayapal, integrante de la Cámara de Representantes por el estado de Washington, propuso una ley de estas características, lo mismo que diversos senadores.

Los programas de estímulo mal diseñados no sólo son ineficaces, sino que pueden ser peligrosos. Políticas erradas pueden aumentar la desigualdad, sembrar la inestabilidad y debilitar el apoyo político a los gobiernos justo cuando se lo necesita para evitar que la economía caiga en una recesión prolongada. Felizmente hay alternativas, pero todavía no es seguro que los gobiernos las adopten.

Las ideas expresadas en este artículo no reflejan posturas de Naciones Unidas ni de sus estados integrantes.

(Joseph E. Stiglitz, a Nobel laureate in economics and University Professor at Columbia University, is Chief Economist at the Roosevelt Institute and a former senior vice president and chief economist of the World Bank. His most recent book is People, Power, and Profits: Progressive Capitalism for an Age of Discontent. Hamid Rashid, a former director-general for multilateral economic affairs at the Ministry of Foreign Affairs in Bangladesh and senior adviser at the UNDP's Bureau for Development Policy, is Chief of Global Economic Monitoring at the United Nations Department of Economic and Social Affairs)

- El liderazgo pospandemia empieza en América (Project Syndicate - **23/6/20**)

Laguna Beach.- ¿Qué le deparará el futuro a la economía mundial? Así como estamos la respuesta más probable, desafortunadamente, es menor crecimiento, mayor desigualdad, mercados distorsionados y aumento de los riesgos financieros. Pero este no es un resultado predestinado, con cambios oportunos en el paradigma de las políticas, sus responsables pueden preparar el terreno para una economía más dinámica, inclusiva y resiliente.

El daño económico causado por la crisis de la COVID-19 en el segundo trimestre de 2020 es aún peor de lo esperado: la actividad económica se desplomó, aumentó la desigualdad y los desconectados mercados financieros se distanciaron aún más de la realidad económica. Además, sin una vacuna, el camino para salir de la pandemia -y de la crisis económica asociada- continúa siendo profundamente incierto.

Las instituciones económicas internacionales líderes en el mundo -el Fondo Monetario Internacional, la OCDE y el Banco Mundial- nos advierten ahora que pueden ser necesarios al menos dos años para que la economía mundial recupere el terreno perdido frente a la COVID-19. Si las principales economías enfrentan oleadas adicionales de contagios, la recuperación podría prolongarse incluso más.

Las políticas oportunas y bien diseñadas en favor del crecimiento podrían acelerar estos plazos, aumentando el alcance y la sostenibilidad de la recuperación. Esto no solo implica más asistencia en el corto plazo, sino también un mayor énfasis en medidas con miras a futuro que promuevan la productividad, reduzcan la inseguridad económica de los hogares, alineen mejor los impulsos nacionales e internacionales al crecimiento, y contrarresten la creciente y peligrosa desconexión entre sistema financiero y la economía real.

En esto EEUU, por ser la mayor economía del mundo, tiene un papel de liderazgo importante. Como proveedor de la principal moneda de reserva mundial, el papel de EEUU es fundamental para movilizar y asignar los fondos disponibles para inversión en el mundo, especialmente en un momento en que la Reserva Federal interviene con fuerza en los mercados financieros mundiales. Como miembro dominante en el FMI, el Banco Mundial, el G7 y el G20, puede impulsar -o debilitar- la coordinación de la política mundial.

Aunque los responsables de las políticas estadounidenses por lo general están más que dispuestos a adoptar políticas procrecimiento, su capacidad para ello se ve cada vez más limitada por la traicionera política interna. Ciertamente, el paquete de ayuda de 3 billones de USD por la COVID-19 es una muestra impresionante de bipartidismo. Pero, a medida que los contagios por la COVID-19 aumentan y salen a la luz las tensiones sociales -visibles en las generalizadas protestas contra la injusticia racial y la violencia policial- los legisladores estadounidenses han regresado a sus respectivas esquinas. En consecuencia, los avances para establecer las bases de un crecimiento a largo plazo -incluso en áreas donde parecía haber acuerdo bipartidario, como la infraestructura y (en menor medida) el reentrenamiento y adaptación de los trabajadores- parece una perspectiva más distante.

Una desconexión similar entre la voluntad y la capacidad se percibe en la respuesta estadounidense a través de sus políticas monetarias. La Fed está dispuesta a hacer todo lo posible para limitar el daño cíclico y estructural en el mercado laboral, incluidas las más de 46 millones de personas que solicitaron beneficios por desempleo. Pero carece tanto de herramientas eficientes como del apoyo de los responsables de las políticas fiscales, que están mejor equipados para fomentar un crecimiento duradero.

Con pocas opciones para promover el crecimiento económico genuino, la Fed se ha visto obligada a dar pasos previamente impensables que están distorsionando cada vez más el funcionamiento de los mercados financieros, agravando así la desigualdad en términos de riqueza y fomentando la adopción de riesgos excesivos tanto por los deudores como por los inversores. En vez de ser parte de la solución, la Fed se arriesga ahora a crear más problemas, entre ellos, la mala asignación de los recursos, los excesos de deuda y la inestabilidad financiera, todas cuestiones que podrían afectar al crecimiento.

Las intenciones y los resultados también están desalineados en las relaciones económicas internacionales. En su puja por un sistema comercial mundial más equitativo, el gobierno del presidente estadounidense Donald Trump promovió políticas bilaterales que debilitaron los flujos comerciales. EEUU es ahora la economía avanzada más proteccionista.

En términos más amplios, en un momento en que las crisis mundiales se multiplican y requieren una estrecha coordinación de las políticas individuales y colectivas, el gobierno de Trump ha evitado el multilateralismo. Para algunos países, especialmente en Asia, su propia política se ha convertido en algo cada vez más impredecible y alimenta dudas sobre la robustez y confiabilidad de un sistema mundial que mantiene a EEUU en su centro. China, por su parte, ha acelerado sus esfuerzos para profundizar las vinculaciones bilaterales y regionales para evitar a EEUU, pero al costo de fragmentar el sistema internacional.

Los responsables de las políticas estadounidenses están divididos en muchas cuestiones, pero seguramente pueden coincidir en que es deseable un crecimiento más rápido, inclusivo y duradero. La única forma sostenible de lograrlo es acompañar las medidas de ayuda en el corto plazo con políticas fiscales y reformas estructurales orientadas al futuro que favorezcan el crecimiento (y el empleo). De lo contrario, problemas de corto plazo que posiblemente se podrían revertir -como el alto desempleo- podrían arraigarse profundamente y resultar mucho más difíciles de solucionar.

**Por su parte, la Fed debe ejercer más precaución en su intervención en los mercados. Al ampliar continuamente tanto la escala como el alcance de sus programas de compra de activos, está quitando a los mercados su capacidad para fijar precios y asignar recursos adecuadamente. Si no tiene cuidado, la Fed podría, sin quererlo, dejar en la estacada al potente sistema de mercado estadounidense, sosteniendo a empresas zombis que reducen la productividad y disminuyendo aún más la probabilidad de un crecimiento económico genuino que eventualmente validaría los elevados precios de los activos.**

Finalmente, los responsables de las políticas estadounidenses debieran trabajar conjuntamente para recuperar el liderazgo económico mundial de su país a través de la revigorización de las discusiones sobre políticas multilaterales y mejorando el funcionamiento del sistema mundial basado en normas. A tal efecto, EEUU debiera reactivar los paralizados intentos de reforma de la gestión del FMI y del Banco Mundial, para lo que debe, entre otras cosas, adecuar la representatividad a las realidades económicas actuales y trabajar para aumentar los recursos del Fondo.

Otros países no debieran subestimar la importancia de esos cambios para su propio desempeño económico. No importa cuán grande es una economía, probablemente se verá influida por el crecimiento económico estadounidense, la estabilidad financiera internacional y los derrames de las políticas monetarias. Con la crisis de la COVID-19 la evolución del paradigma de política económica se ha convertido en una cuestión urgente. El desafío para otros países es ahora reducir el “riesgo de ejecución” estadounidense haciendo todo lo posible a nivel local para garantizar los impulsos al autofortalecimiento del crecimiento y a un sistema internacional más justo.

(Mohamed A. El-Erian, Chief Economic Adviser at Allianz, the corporate parent of PIMCO where he served as CEO and co-Chief Investment Officer, was Chairman of US President Barack Obama’s Global Development Council. He is President Elect of Queens’ College (Cambridge University), senior adviser at Gramercy, and Part-time Practice Professor at the Wharton School at the University of Pennsylvania. He previously served as CEO of the Harvard Management Company and Deputy Director at the International Monetary Fund. He was named one of Foreign Policy’s Top 100 Global Thinkers four years running. He is the author, most recently, of The Only Game in Town: Central Banks, Instability, and Avoiding the Next Collapse)

- Lo que los rescates de hoy pueden hacer por las economías de mañana (Project Syndicate - **24/6/20**)

Ginebra.- El año pasado, el Reporte Global de Competitividad anual del Foro Económico Mundial evaluó cómo estaban preparados para el futuro 141 gobiernos y concluyó que la mayoría tenía un mal desempeño en éste y otros indicadores cruciales de largo plazo. Sin embargo, ahora que el confinamiento inducido por la pandemia está causando estragos en la economía global y pone de manifiesto las deficiencias de muchas instituciones, hemos llegado a una era de gobierno más grande -y quizá más audaz.

Se calcula que ya se han inyectado 9 billones de dólares en la economía global para asistir a los hogares, frenar las pérdidas de empleos y mantener a las empresas a flote. Ahora que algunos países están empezando a salir de los confinamientos, sus líderes tienen una oportunidad única de reformular la economía para ofrecer resultados mejores, más verdes y más equitativos para todos.

**La crisis ofrece una oportunidad para lo que el Foro Económico Mundial dio en llamar el “Gran Reinicio”, no a partir de algún punto distante en el futuro sino ahora mismo**. Basados en las lecciones aprendidas durante la crisis financiera de 2008 y sus secuelas, muchos gobiernos están aplicando una serie de condiciones sensatas a los rescates y otras medidas de ayuda. La asistencia a corto plazo que se ofrece hoy puede y debe ser aprovechada para fomentar prácticas comerciales más responsables, salvar empleos, abordar la desigualdad y el cambio climático y construir una resiliencia a largo plazo contra las crisis futuras.

Por ejemplo, debido a los temores por la creciente desigualdad y las presiones sobre los presupuestos públicos, Francia, Dinamarca y Polonia han negado el respaldo del gobierno a empresas con casas matrices en paraísos fiscales fuera de Europa. Y el Reino Unido ha prohibido los pagos de dividendos y ha restringido los bonos en empresas que acceden a su esquema de préstamos.

Los gobiernos también intentan salvaguardar los empleos ofreciendo incentivos para que las empresas mantengan los niveles de empleo. Las empresas norteamericanas que acceden a los fondos de la Ley de Ayuda, Alivio y Seguridad Económica contra el Coronavirus deben mantener por lo menos el 90% de sus niveles de empleo previos a la pandemia hasta el 30 de septiembre. Japón ha aplicado condiciones similares al extender su asistencia para la retención de empleados tanto a empresas pequeñas y medianas como a grandes corporaciones. Y Rusia ha introducido subsidios salariales para las empresas que retienen por lo menos el 90% de su fuerza laboral. Mientras tanto, Italia está implementando una prohibición total temporaria de despedir empleados, no limitada a empresas que acceden a fondos del gobierno. Si bien todavía está por verse si estas restricciones temporarias serán efectivas a la hora de mantener el empleo una vez que se las levante, ofrecen un colchón -y una “oportunidad de dar pelea”- a los trabajadores en medio de esta crisis sin precedentes y de cara a una recuperación futura.

Inclusive en sectores profundamente afectados, se están diseñando medidas de rescate que hagan hincapié en la responsabilidad social y ambiental, y fomenten el pensamiento de largo plazo. Por ejemplo, ahora que la industria aeronáutica enfrenta un shock de demanda como resultado de las restricciones de los viajes globales, sus prácticas comerciales previas a la crisis han pasado a estar bajo escrutinio.

En los últimos diez años, las aerolíneas más grandes de Estados Unidos gastaban el 96% de su flujo de caja disponible en recompras de acciones, casi el doble que otras empresas del S&P 500. Ahora, las aerolíneas faltas de liquidez que quieren acceder a los fondos del gobierno no sólo deben dejar de recomprar acciones y pagar dividendos hasta fines de 2021; también deben aceptar no utilizar cesantías involuntarias o reducir las tasas de pago hasta el 30 de septiembre. De la misma manera, el gobierno francés ha adjuntado “cuerdas verdes” a su rescate de 7.000 millones de euros (7.900 millones de dólares) de Air France-KLM, exigiendo que la aerolínea se comprometa a reducir a la mitad sus emisiones de dióxido de carbono (por pasajero y por kilómetro), en relación a su nivel de 2005, para 2030.

Estas instancias de incorporar un pensamiento de largo plazo en las medidas de corto plazo son claramente pasos en la dirección correcta. Pero, dada la magnitud del respaldo fiscal que se está ofreciendo y las crecientes preocupaciones por la desigualdad, el cambio climático, el desempleo y la deuda pública, la próxima ola de medidas de recuperación debería llegar más lejos.

En este sentido, debería tomarse al fondo de crisis Próxima Generación UE de la Comisión Europea como un modelo para que otros puedan imitar. Con 750.000 millones de euros (845.000 millones de dólares) en subsidios y préstamos, promete introducir una recuperación justa e inclusiva al acelerar la transición a una economía digital verde. Sus condiciones básicas ayudarían a los países europeos a alejarse de las industrias pesadas en decadencia respaldando al mismo tiempo a los trabajadores vulnerables. Pero todavía está por verse si todos los estados miembro de la UE se sumarán.

La pandemia ha empujado a los gobiernos a asumir un papel más proactivo de lo que cualquiera habría imaginado hace apenas unos meses. En tanto vayamos dejando atrás la crisis sanitaria inmediata, los responsables de las políticas deberán aprovechar la oportunidad para implementar reformas audaces y ambiciosas. Eso incluye rediseñar los contratos sociales, ofrecer redes de seguridad apropiadas, cultivar las capacidades y los empleos que necesitará la economía futura y mejorar la distribución del riesgo y del retorno entre la población, el estado y el sector privado.

Pero mientras que los gobiernos deben asumir un papel de liderazgo, dar forma a la recuperación y trazar un nuevo sendero hacia el crecimiento exigirá una mayor colaboración entre las empresas, las instituciones públicas y de gobierno y los trabajadores. Para que el Gran Reinicio tenga éxito, todas las partes interesadas deben participar.

A esta altura, debería ser obvio que no podemos regresar a un sistema que beneficiaba a unos pocos a expensas de muchos. Obligados a manejar presiones de corto plazo y, al mismo tiempo, confrontar incertidumbres de largo plazo, los líderes se encuentran en una encrucijada histórica. La nueva influencia de los gobiernos les brinda los medios para empezar a construir economías más justas, más sustentables y más resilientes.

(Saadia Zahidi is Managing Director and Head of the Center for the New Economy and Society at the World Economic Forum)

- El manifiesto de la gente común (Project Syndicate - **24/6/20**)

Nueva York.- Las protestas masivas luego del asesinato de George Floyd a manos de un oficial de policía de Minneapolis tienen que ver con el racismo sistémico y la brutalidad policial en Estados Unidos, pero van mucho más allá. Quienes han tomado las calles en más de 100 ciudades norteamericanas encarnan una crítica más amplia del presidente Donald Trump y de lo que representa. Una enorme subclase de norteamericanos cada vez más endeudados y socialmente inmóviles -afronorteamericanos, latinos y, cada vez más, blancos- se está revelando contra un sistema que le ha fallado.

Este fenómeno no se limita a Estados Unidos, por supuesto. Sólo en 2019, manifestaciones masivas sacudieron a Bolivia, Chile, Colombia, Francia, Hong Kong, India, Irán, Irak, Líbano, Malasia y Pakistán, entre otros países. Si bien cada uno de estos episodios tuvo disparadores diferentes, todos reflejaron una indignación por el malestar económico, la corrupción y una falta de oportunidades económicas.

Los mismos factores ayudan a explicar el creciente apoyo electoral de líderes populistas y autoritarios en los últimos años. Después de la crisis financiera de 2008, muchas empresas intentaron aumentar las ganancias recortando costos, empezando por la mano de obra. En lugar de contratar trabajadores con contratos de empleo formales y buenos salarios y beneficios, las empresas adoptaron un modelo basado en trabajo a tiempo parcial, por hora, por encargo, sin relación de dependencia y por contrato, creando lo que el economista Guy Standing llama un “precariado”. Dentro de este grupo, explica, “las divisiones internas han hecho que se considere villanos a los migrantes y otros grupos vulnerables, y algunos son susceptibles a los peligros del extremismo político”.

El precariado es la versión contemporánea del proletariado de Karl Marx: una nueva clase de trabajadores marginados e inseguros que son propensos a la radicalización y a la movilización contra la plutocracia (o lo que Marx llamaba la burguesía). Esta clase está creciendo nuevamente, ahora que las corporaciones sumamente apalancadas responden a la crisis del COVID-19 como lo hicieron después de 2008: aceptando rescates y logrando sus objetivos de ganancias mediante una reducción drástica de los costos laborales.

Un segmento del precariado comprende a conservadores religiosos blancos, más jóvenes y menos educados, en ciudades pequeñas y áreas semi-rurales, que votaron por Trump en 2016. Esperaban, en realidad, que él hiciera algo contra la “carnicería” económica que describió en su discurso inaugural. Pero mientras que Trump hizo campaña como un populista, ha gobernado como un plutócrata, recortando impuestos para los ricos, fustigando a los trabajadores y a los sindicatos, minando la Ley de Atención Médica Asequible (Obamacare) y favoreciendo políticas que afectaron a muchos de los que lo votaron.

Antes de que el COVID-19 o inclusive Trump entraran en escena, unos 80.000 norteamericanos se morían cada año por sobredosis de drogas, y muchos más eran víctimas del suicidio, la depresión, el alcoholismo, la obesidad y otras enfermedades relacionadas con el estilo de vida. Como demuestran los economistas Anne Case y Angus Deaton en su libro Deaths of Despair and the Future of Capitalism, estas patologías han afectado cada vez más a personas blancas desesperadas, menos cualificadas, desempleadas o subempleadas -un grupo en el que la mortalidad en la mediana edad ha venido creciendo.

Pero el precariado norteamericano también incluye a progresistas seculares urbanos y con educación universitaria que, en los últimos años, se han movilizado detrás de políticos de izquierda como los senadores Bernie Sanders de Vermont y Elizabeth Warren de Massachusetts. **Este grupo es el que ha tomado las calles en reclamo no sólo de justicia social sino de oportunidad económica (de hecho, las dos cuestiones están íntimamente relacionadas).**

Esto no debería sorprender, si consideramos que la desigualdad de ingresos y de riqueza ha venido creciendo desde hace décadas, debido a muchos factores que incluyen la globalización, el comercio, la migración, la automatización, el debilitamiento de la mano de obra organizada, el crecimiento de mercados donde todo se lo lleva el vencedor y la discriminación racial. Un sistema educativo racial y socialmente segregado alimenta el mito de la meritocracia mientras que consolida la posición de las elites, cuyos hijos consistentemente ganan acceso a las mejores instituciones académicas y luego pasan a ocupar los mejores puestos (normalmente casándose entre sí en el camino, y reproduciendo así las condiciones de las cuales ellos mismos se beneficiaron).

Estas tendencias, mientras tanto, han generado circuitos de retroalimentación política a través del lobby, el financiamiento de campañas y otras formas de influencia, afianzando aún más un régimen impositivo y regulatorio que beneficia a los ricos. Ya no sorprende que, como dijo sarcásticamente Warren Buffett, la tasa impositiva marginal de su secretaria es más alta que la suya.

O, como decía recientemente un titular satírico de The Onion: “Manifestantes criticados por saquear negocios sin formar antes una empresa de capital privado”. **Los plutócratas como Trump y sus compinches han venido saqueando a Estados Unidos por décadas, utilizando herramientas financieras de alta tecnología, lagunas en las leyes tributarias y de quiebra y otros métodos para extraer riqueza e ingresos de la clase media y la clase trabajadora**. Bajo estas circunstancias, la indignación que los comentaristas de Fox News han venido expresando por unos pocos casos de saqueos en Nueva York y otras ciudades representa el ápice de la hipocresía moral.

**No es ningún secreto que lo que es bueno para Wall Street es malo para la gente común, razón por la cual los principales índices del mercado accionario han alcanzado nuevos picos en tanto la clase media ha sido devastada y ha caído en una desesperación más profunda. Considerando que el 10% más rico es dueño del 84% de todas las acciones, y que el 75% más pobre no es dueño de nada, un mercado bursátil en alza no hace absolutamente nada por la riqueza de las dos terceras partes de los norteamericanos.**

Como demuestra el economista Thomas Philippon en The Great Reversal, la concentración de poder oligopólico en manos de las principales corporaciones de Estados Unidos exacerba aún más la desigualdad y margina a los ciudadanos comunes. Unos pocos unicornios afortunados (empresas nuevas valuadas en 1.000 millones de dólares o más) dirigidos por unos pocos veinteañeros afortunados no cambiarán el hecho de que la mayoría de los norteamericanos jóvenes, cada vez más, llevan vidas precarias haciendo trabajos ocasionales sin ningún porvenir.

**Sin duda, el Sueño Americano siempre fue más aspiración que realidad. La movilidad económica, social e intergeneracional nunca ha estado a la altura de lo que el mito del hombre o la mujer que se hizo de abajo nos llevaría a esperar. Pero ahora que la movilidad social está declinando en tanto aumenta la desigualdad, los jóvenes de hoy tienen razón de estar enojados.**

El nuevo proletariado -el precariado- hoy se está revelando. Para parafrasear a Marx y a Friedrich Engels en El manifiesto comunista: “Dejemos que las clases plutócratas tiemblen ante una revolución del precariado. Los precariados no tienen nada que perder más que sus cadenas. Tienen un mundo por ganar. ¡Trabajadores precariados de todos los países, únanse!”

(Nouriel Roubini, Professor of Economics at New York University's Stern School of Business and Chairman of Roubini Macro Associates, was Senior Economist for International Affairs in the White House’s Council of Economic Advisers during the Clinton Administration. He has worked for the International Monetary Fund, the US Federal Reserve, and the World Bank. His website is NourielRoubini.com)

- La incierta recuperación estadounidense (Project Syndicate - **25/6/20**)

Stanford.- Como la mayor parte del mundo, Estados Unidos está intentando superar tanto la pandemia de la COVID-19 como una profunda recesión causada por la paralización ordenada por el gobierno. En términos de tasas anuales, la economía estadounidense se redujo el 5 % en el primer trimestre de 2020 y en el segundo, que está terminando, podría contraerse un 40 %: la mayor caída desde la Gran Depresión.

Además, decenas de millones de trabajadores han perdido sus empleos, lo que disparó la tasa de desempleo hasta un máximo pos Gran Depresión del 14,7 % en abril. Y aunque el 70 % de quienes fueron despedidos afirman que esperan que los vuelvan a llamar a sus trabajos, no será el caso de todos, porque muchas empresas cerrarán, se reubicarán o reorganizarán.

Es cierto, la reapertura inicial de la economía produjo un importante rebote que se espera que continúe en el tercer trimestre. El empleo aumentó 2,5 millones de puestos de trabajo en mayo, mientras que los datos de alta frecuencia de las tarjetas de crédito y el seguimiento de la movilidad en mayo y junio mostraron significativas recuperaciones frente a los mínimos de abril, y en unos pocos sectores la actividad se aproximó o incluso superó a los niveles de años anteriores.

Pero la recuperación varía entre sectores y regiones, aunque las grandes empresas de tecnología, los proveedores de artículos para el hogar y las ventas minoristas de bebidas alcohólicas florecieron, el turismo y esparcimiento colapsaron y les llevará mucho más tiempo recuperarse. Los restaurantes con servicios al paso tuvieron una situación mucho mejor que aquellos que solo podían servir puertas adentro.

La mayoría de los analistas predicen que la recuperación inicial “en forma de V” se desacelerará durante los próximos trimestres y se convertirá en algo más parecido al logo de Nike, pero este pronóstico de base, aunque posible, está sujeto a una incertidumbre superior a la normal.

En primer lugar, el cierre de las empresas no esenciales en respuesta a la pandemia también tuvo un impacto del lado de la demanda. Hasta el momento se amortiguó el golpe con billones de dólares en subsidios y préstamos para las empresas, pagos en efectivo a los hogares y seguros de desempleo con pagos de bonificaciones federales (que permitieron a dos tercios de los trabajadores elegibles recibir beneficios que superaron los ingresos que perdieron) para que la economía pueda recuperarse. La Reserva Federal estadounidense se comprometió a mantener su tasa de interés objetivo hasta que la economía regrese al pleno empleo y continúa ampliando el alcance de compra de activos. Se espera para el próximo mes un cuarto paquete fiscal, que debiera centrarse en la reapertura de la economía, incluyendo limitaciones a la responsabilidad legal de las empresas y el redireccionamiento de los pagos de bonificación para fomentar el regreso de los empleados a sus puestos de trabajo.

La velocidad con que EEUU se recupere de sus crisis de salud pública y económica también dependerá de cómo las gestionen otros países, y viceversa. **El Banco Mundial prevé que el 93 % de los países entrará en recesión en 2020, la tasa más elevada en la historia.**

Aunque los recientes aumentos de casos nuevos de COVID-19 y hospitalizaciones en EEUU parecen manejables por el momento, dada una adecuada provisión de camas hospitalarias y equipamiento, un empeoramiento significativo podría disparar nuevos confinamientos o demorar una mayor reapertura. Eso haría que la recuperación sea más lenta y generaría desesperanza en lo económico y problemas sanitarios y sociales relacionados para muchos estadounidenses.

Además, las crisis gemelas estadounidenses han revelado problemas de más largo plazo, que comienzan con las inadecuadas reservas de insumos médicos del país. California, por ejemplo, nunca mantuvo los insumos que el por entonces gobernador Arnold Schwarzenegger acumuló para combatir la epidemia del SRAS en 2002-03 y tuvo que reparar cientos de respiradores defectuosos. Y los anticuados sistemas informáticos que tienen los gobiernos estatales para procesar las solicitudes de beneficios por desempleo y otorgar las compensaciones no dieron abasto bajo la presión inducida por la pandemia.

Además, el impacto de la COVID-19 demostró que son demasiadas las personas y empresas que carecen de suficiente margen como para sobrellevar incluso unos pocos meses de falta de ingresos. También resaltó y empeoró las disparidades raciales en términos de salud, ingresos y vulnerabilidad ante los shocks económicos y sanitarios.

Esta crisis generaron respuestas intervencionistas masivas, veloces y sin precedentes, pero las respuestas gubernamentales implementadas en circunstancias exigentes deben controlar mejor los costos y recuperar los incentivos privados en el más largo plazo, porque la historia muestra que, una vez implementados, los programas e intervenciones públicos rara vez tienen fin.

La recuperación económica y de salud también depende en gran medida de las acciones de las empresas, los ciudadanos y las escuelas, entre otras, su adhesión a la precauciones recomendadas como el distanciamiento social, el lavado frecuente de manos y el uso de máscaras de protección. Todavía está por verse si las empresas pueden sobrevivir con restricciones a los empleados y clientes, y si la acelerada transformación digital tendrá resultados netos positivos. El otro peligro, por supuesto, es una segunda oleada del virus que sobrepase a los hospitales y asuste a los empleados, alumnos y clientes.

Una cuestión positiva ha sido el rápido avance de la innovación adaptativa: la mayoría de las escuelas estadounidenses rápidamente continuaron enseñando en línea después de los confinamientos, mientras que la telemedicina está en auge, con la ayuda del gobierno, que relajó las restricciones a los pagos y las normas que prohíben las consultas médicas interestatales. Los investigadores médicos rápidamente ajustaron el foco en las pruebas de detección, terapias y vacunas para la COVID-19: han comenzado los ensayos en humanos para varias vacunas prometedoras y antes del invierno se implementarán nuevos análisis de detección. Por primera vez, la capacidad para la producción de las vacunas aumentará simultáneamente con los análisis, para que cuando haya una vacuna segura y eficaz esté disponible mucho más rápidamente.

Pero los problemas de más largo plazo revelados por la pandemia y la recesión no desaparecerán junto con esta crisis. Es cierto, antes de que golpeara la COVID-19, la situación de los trabajadores con bajos ingresos parecía haber mejorado. El desempleo de las minorías estaba en un mínimo histórico y los salarios aumentaban más rápidamente en el extremo inferior de la escala salarial. Pero aunque será necesario un sólido crecimiento económico para garantizar el regreso de estas tendencias, hay grupos de personas que fueron dejadas de lado.

Para ocuparnos de esto debemos revigorizar las políticas para ampliar las opciones escolares, llevar empleos privados y capital a las zonas deprimidas y garantizar una mejor capacitación laboral (que incluya más pasantías y asignaciones de empleos según perfiles compatibles), así como adoptar un nuevo enfoque para los programas superpuestos con control de recursos para combatir la pobreza. Quienes reciben ayuda social en EEUU enfrentan tasas marginales implícitas extremadamente elevadas en términos de los beneficios que pierden si trabajan (muchos ganarían menos si trabajaran que si continúan con varios programas superpuestos).

Es extremadamente difícil predecir la velocidad e intensidad de la recuperación económica estadounidense con certeza. Si algo queda claro, sin embargo, es que debemos ampliar los incentivos para trabajar en los tiempos normales cuando hay gran cantidad de puestos de trabajo, mientras fortalecemos la red de seguridad para cuando esos empleos no están disponibles y para quienes no pueden trabajar.

(Michael J. Boskin is Professor of Economics at Stanford University and Senior Fellow at the Hoover Institution. He was Chairman of George H.W. Bush’s Council of Economic Advisers from 1989 to 1993, and headed the so-called Boskin Commission, a congressional advisory body that highlighted errors in official US inflation estimates)

- Prioridades para la economía de la COVID‑19 (Project Syndicate - **1/7/20**)

Nueva York.- Aunque ya parece historia antigua, no pasó tanto tiempo desde que las economías de todo el mundo comenzaron a cerrarse en respuesta a la pandemia de COVID‑19. Al principio de la crisis, casi todos anticipaban una recuperación rápida en forma de V; esto se basaba en suponer que una breve interrupción de la economía sería suficiente, y que tras dos meses de amorosos cuidados y montones de dinero, retomaría donde había dejado.

Era una idea atractiva. Pero ya estamos en julio, y la recuperación en forma de V es probablemente una fantasía. La economía pospandemia será casi con certeza anémica, no sólo en los países que no consiguieron controlar el virus (en concreto, Estados Unidos), sino también en los que se las apañaron bien. El Fondo Monetario Internacional prevé que a fines de 2021, la economía mundial apenas habrá crecido respecto de fines de 2019, y que las economías de Estados Unidos y Europa se habrán achicado alrededor del 4%.

El panorama económico actual puede analizarse en dos niveles. La macroeconomía nos dice que el gasto se reducirá, por el deterioro de los balances de empresas y hogares, una oleada de quiebras que destruirá capital organizacional e informacional, y una fuerte conducta precautoria inducida por la incertidumbre respecto del desarrollo de la pandemia y las respuestas oficiales. Al mismo tiempo, la microeconomía nos dice que el virus actúa como un impuesto a aquellas actividades que implican contacto humano cercano; como tal, seguirá impulsando grandes cambios en las pautas de consumo y producción, que a su vez provocarán una transformación estructural más amplia.

Por la teoría económica y por la historia, sabemos que los mercados por sí solos no pueden manejar bien una transición de esta naturaleza, sobre todo con lo repentina que fue. No hay un modo fácil de convertir empleados de aerolíneas en técnicos de Zoom. E incluso si se pudiera, los sectores que ahora están creciendo se basan menos en la mano de obra y más en el conocimiento especializado que aquellos a los que reemplazan.

También sabemos que las grandes transformaciones estructurales suelen crear un problema tradicional keynesiano, por aquello que los economistas llaman “efecto ingresos” y “efecto sustitución”. Aunque los sectores no dependientes del contacto humano estén creciendo al mejorar su atractivo relativo, el incremento de gasto asociado no compensará la disminución del gasto derivada de la pérdida de ingresos en los sectores que se contraen.

Además, en el caso de la pandemia habrá un tercer efecto: el aumento de la desigualdad. Como las máquinas no pueden contagiarse el virus, crecerá su atractivo relativo para los empleadores, en particular en los sectores en contracción que usan mano de obra relativamente menos cualificada. Y como las personas de bajos ingresos gastan en bienes básicos una proporción mayor de lo que ganan que las más pudientes, cualquier aumento que la automatización induzca en la desigualdad será contractivo.

A todos estos problemas se suman otros dos motivos para el pesimismo. En primer lugar, la política monetaria puede ayudar a algunas empresas a enfrentar restricciones de liquidez temporales (como sucedió durante la Gran Recesión de 2008‑09), pero no puede corregir problemas de solvencia ni estimular la economía cuando los tipos de interés ya están cerca de cero.

Además, en Estados Unidos y algunos otros países, el necesario estímulo fiscal chocará con las objeciones de los “conservadores” al aumento del déficit y del endeudamiento. Claro que es la misma gente que estuvo muy dispuesta a reducir impuestos para ultramillonarios y corporaciones en 2017, rescatar a Wall Street en 2008 y echar una mano a megaempresas este año. Pero extender el seguro de desempleo, la atención médica y ayuda adicional a los más vulnerables es otra cosa.

Las prioridades inmediatas están claras desde el principio de la crisis. La más evidente es la necesidad de encarar la emergencia sanitaria (por ejemplo, garantizar un suministro adecuado de equipos de protección personal y capacidad hospitalaria), porque no puede haber recuperación económica hasta que se haya contenido el virus. Al mismo tiempo, para asegurar la rapidez de la recuperación llegado el momento, es esencial implementar políticas que protejan a los más necesitados, provean liquidez para evitar quiebras innecesarias y mantengan los vínculos entre trabajadores y empresas.

Pero incluso acordadas estas necesidades obvias, hay decisiones difíciles que tomar. No debemos rescatar empresas (por ejemplo, tiendas minoristas tradicionales) que ya venían mal antes de la crisis, ya que eso sólo serviría para crear «zombis» y limitar en última instancia el dinamismo y el crecimiento. Tampoco empresas que ya estaban demasiado endeudadas para soportar cualquier shock. Puede decirse casi con certeza que la decisión de la Reserva Federal de los Estados Unidos de dar apoyo al mercado de bonos basura con su programa de compra de activos es un error. **De hecho, estamos ante un caso donde la preocupación por el riesgo moral es realmente relevante: los gobiernos no deberían proteger a empresas de su propia temeridad.**

Como parece improbable que la COVID‑19 desaparezca en el corto plazo, hay tiempo suficiente para adecuar el gasto a nuestras prioridades. La pandemia encontró a la sociedad estadounidense atravesada por desigualdades raciales y económicas, deterioro de los niveles de salud y una dependencia destructiva de los combustibles fósiles. Ahora que se lanzan programas de gasto público a gran escala, la ciudadanía tiene derecho a exigir que las empresas que reciban ayudas contribuyan a la justicia social y racial, la mejora de la salud y la transición hacia una economía más ecológica y más basada en el conocimiento. Estos valores deben verse reflejados no sólo en el modo en que asignemos el dinero del erario, sino también en las condiciones que impongamos a los receptores.

**Como varios colegas y yo señalamos en un estudio reciente, el gasto público bien dirigido, en particular la inversión en la transición a una economía verde, puede ser oportuno, muy demandante de mano de obra (lo que ayudará a resolver el problema del desempleo en alza) y sumamente estimulante; es decir, su relación costo‑beneficio es mucho mejor que, por ejemplo, la de una rebaja impositiva. No hay ninguna razón económica que impida a los países (incluido Estados Unidos) adoptar grandes programas de recuperación sostenidos que refuercen (o ayuden a hacer realidad) el tipo de sociedad que dicen ser.**

(Joseph E. Stiglitz, a Nobel laureate in economics and University Professor at Columbia University, is Chief Economist at the Roosevelt Institute and a former senior vice president and chief economist of the World Bank. His most recent book is People, Power, and Profits: Progressive Capitalism for an Age of Discontent)

- Entendiendo el mercado bursátil de la pandemia (Project Syndicate - **7/7/20**)

New Haven.- El desempeño de los mercados bursátiles, especialmente en Estados Unidos, durante la pandemia del coronavirus parece desafiar la lógica. Con un desplome de la demanda que arrastra hacia abajo la inversión y el empleo, ¿qué podría estar manteniendo los precios de las acciones a flote?

Cuanto más difieren los fundamentos económicos y los resultados de mercado, más profundo se vuelve el misterio, hasta que uno considera las posibles explicaciones basadas en la psicología multitudinaria, la viralidad de las ideas y la dinámica de la epidemia narrativa. Después de todo, los movimientos de los mercados bursátiles están impulsados, en gran medida, por las evaluaciones que hacen los inversores de la reacción cambiante de otros inversores ante las noticias, más que por la noticia misma.

Esto es porque la mayoría de la gente no tiene manera de evaluar la importancia de las noticias económicas o científicas. Especialmente cuando la desconfianza en los medios de comunicación es alta, tiende a confiar en cómo la gente que conoce responde a las noticias. Este proceso de evaluación lleva tiempo, razón por la cual los mercados bursátiles no responden a las noticias de manera repentina y absoluta, como sugeriría la teoría convencional. Las noticias dan inicio a una nueva tendencia en los mercados, pero son lo suficientemente ambiguas como para que la mayor parte del dinero inteligente tenga dificultades para sacar provecho de ellas.

Por supuesto, es difícil saber qué impulsa al mercado bursátil, pero podemos al menos conjeturar ex post, en base a la información disponible.

Existen tres fases diferentes en el enigma en Estados Unidos: el alza del 3% en el S&P 500 desde el comienzo de la crisis del coronavirus, el 30 de enero, hasta el 19 de febrero; la caída del 34% desde esa fecha hasta el 23 de marzo, y el rebote del 42% desde el 23 de marzo hasta el presente. Cada una de estas fases revela una asociación asombrosa con las noticias, ya que la reacción rezagada del mercado está filtrada por las reacciones e historias de los inversores.

La primera fase empezó cuando la Organización Mundial de la Salud declaró que el nuevo coronavirus era “una emergencia de salud pública de importancia internacional” el 30 de enero. En los 20 días posteriores, el S&P 500 subió 3%, alcanzando un pico récord sin precedentes el 19 de febrero. ¿Por qué los inversores les darían a las acciones su mayor valuación en la historia justo después del anuncio de una posible tragedia global? Las tasas de interés no cayeron durante este período. ¿Por qué el mercado bursátil no “predijo” la inminente recesión cayendo antes de que empezara la crisis?

Una conjetura es que una pandemia no era un episodio familiar y la mayoría de los inversores a comienzos de febrero no estaban convencidos de que otros inversores y consumidores prestaran alguna atención a estas cosas, hasta que vieron una mayor reacción ante las noticias y en los precios de mercado. Su falta de experiencia pasada desde la pandemia de gripe de 1918-20 implicaba que no había ningún análisis estadístico del impacto de estos episodios en el mercado. El inicio de los confinamientos a fines de enero en China recibió escasa atención en la prensa mundial. La enfermedad causada por el nuevo coronavirus ni siquiera tuvo nombre hasta el 11 de febrero, cuando la OMS la bautizó COVID-19.

En las semanas previas al 19 de febrero, la atención pública a problemas de larga data como el calentamiento global, el estancamiento secular y los problemas de sobreendeudamiento estaba menguando. El juicio político del presidente Donald Trump, que terminó el 5 de febrero, todavía dominaba las conversaciones en Estados Unidos, y muchos políticos aparentemente seguían pensando que era contraproducente encender alarmas sobre una nueva tragedia hipotética de grandes dimensiones en el horizonte.

La segunda fase comenzó cuando el S&P 500 se desplomó 34% entre el 19 de febrero y el 23 de marzo, una caída similar a la crisis de la bolsa de 1929. Sin embargo, hasta el 19 de febrero, sólo se habían registrado un puñado de muertes a causa del COVID-19 fuera de China. Lo que cambió la manera de pensar de los inversores en ese intervalo no fue sólo una narrativa, sino una constelación de narrativas relacionadas.

Algunas de las noticias frescas eran ridículas. El 17 de febrero, se mencionó por primera vez una corrida por papel higiénico en Hong Kong, que terminó convirtiéndose en una historia sumamente contagiosa como una suerte de broma. Por supuesto, la noticia sobre la propagación de la enfermedad se estaba volviendo más internacional. La OMS la calificó de pandemia el 11 de marzo. Las búsquedas de “pandemia” en Internet alcanzaron un pico en la semana del 8-14 de marzo, y las búsquedas de “coronavirus” se dispararon en la semana del 15-21 de marzo.

Parece que en la segunda fase la gente intentaba aprender lo básico sobre este evento extraño. La mayoría de la gente no podía hacerse una idea de lo que estaba sucediendo, mucho menos imaginar que otros que podían influir en los precios de mercado lo estaban haciendo.

Cuando empezó la caída del mercado bursátil, aparecieron historias vívidas de penuria y disrupción comercial causada por el confinamiento. Por ejemplo, se decía que algunas personas en la confinada China se veían obligadas a buscar pececillos y gusanos marinos para comer. En Italia, había historias de trabajadores médicos en hospitales desbordados frente a la disyuntiva de tener que elegir qué pacientes recibirían tratamiento. Florecían los relatos sobre la Gran Depresión de los años 1930.

El inicio de la tercera fase, cuando el mercado del S&P 500 comenzó su recuperación del 40%, estuvo marcado por algunas noticias genuinas sobre política tanto fiscal como monetaria. El 23 de marzo, después de que las tasas de interés ya habían sido recortadas prácticamente a cero, la Reserva Federal de Estados Unidos anunció un programa agresivo para establecer líneas de crédito innovadoras. Cuatro días más tarde, Trump firmó la Ley de Ayuda, Alivio y Seguridad Económica por Coronavirus (CARES por su sigla en inglés), prometiendo un estímulo fiscal agresivo.

Estas dos medidas, y acciones similares en otros países, fueron catalogadas como acciones semejantes a las tomadas para contrarrestar la Gran Recesión de 2008-09, a lo que siguió un incremento gradual, pero en definitiva enorme, de los precios de las acciones. El S&P 500 aumentó cinco veces desde su piso el 9 de marzo de 2009 hasta el 19 de febrero de 2020. La mayoría de la gente no tiene ni idea de cuál es el plan de la Fed o qué significa la Ley CARES, pero los inversores sí conocían un ejemplo reciente en el que esas medidas aparentemente funcionaron.

Enseguida se recordaron historias de colapsos y fuertes recuperaciones del mercado bursátil de menor envergadura, pero de todos modos significativos, algunos de ellos de 2018. Los comentarios de arrepentimientos por no comprar en los mínimos entonces, o en 2009, pueden haber dejado la impresión de que el mercado había caído lo suficiente en 2020. En ese momento, cundió el miedo a perder, lo que reforzó la idea de los inversores de que era seguro volver a entrar.

En las tres fases del mercado bursátil del COVID-19, los efectos de las noticias genuinas son evidentes. Pero los movimientos de los precios no necesariamente son una respuesta pronta y lógica. De hecho, rara vez lo son.

(Robert J. Shiller, a 2013 Nobel laureate in economics, is Professor of Economics at Yale University and the co-creator of the Case-Shiller Index of US house prices. He is the author of Irrational Exuberance, Phishing for Phools: The Economics of Manipulation and Deception (with George Akerlof), and Narrative Economics: How Stories Go Viral and Drive Major Economic Events)

- ¿Justifica la pandemia el gasto público ilimitado? (Project Syndicate - **3/8/20**)

Chicago.- Las economías avanzadas ya han gastado sumas enormes en la provisión de ayudas a particulares y pequeñas y medianas empresas en respuesta a la pandemia. El Fondo Monetario Internacional, en su Informe de Perspectivas Económicas de junio, estima que el gasto, incluidas medidas fiscales y provisión de garantías públicas, llegó a aproximadamente 20 puntos porcentuales del PIB. En Estados Unidos, el Congreso está analizando aprobar nuevos paquetes de gasto que van del 5% del PIB (republicanos) al 15% (demócratas). Y cuando la pandemia haya pasado se necesitará todavía más gasto público (y por ende, más endeudamiento).

Diversos economistas afirman que los bajos tipos de interés actuales permiten sostener niveles de deuda soberana mucho más altos que en el pasado. Esto es correcto siempre que se cumplan tres supuestos: que el crecimiento del PIB nominal vuelva a un nivel razonable; que los tipos de interés se mantengan reducidos; y que los gobiernos futuros limiten el gasto. Aun dando por ciertos los primeros dos, el tercero nos obliga a evaluar la calidad del gasto actual.

En tiempos normales, los gobiernos responsables buscan un equilibrio a lo largo del ciclo económico: piden prestado en tiempos de desaceleración y devuelven en tiempos de bonanza, de modo que la generación que resultó beneficiada en la primera etapa pagará lo adeudado en la segunda etapa. Pero las deudas inmensas que se acumularon durante esta crisis no admiten devolución en un plazo breve. Incluso con una suba de impuestos a los ricos (una política que generará intensa oposición y críticas de que la austeridad perjudicará el crecimiento) una buena parte de la deuda acumulada la heredarán las generaciones futuras.

Antes, devolver esas deudas era más fácil: el crecimiento sostenido hacía que cada generación sucesiva fuera más rica, de modo que las deudas del pasado se reducían en comparación con los ingresos. Pero hoy, el envejecimiento poblacional, el bajo nivel de inversión pública y el escaso crecimiento de la productividad atentan contra la posibilidad de que nuestros hijos sean mucho más ricos que nosotros.

No hay que olvidar que ya les estamos dejando dos problemas inmensos: cuidarnos cuando nuestras pensiones se queden sin fondos y hacer frente al cambio climático, para cuyo combate no hemos hecho casi nada. A esto se suma que por no invertir lo suficiente en la salud y educación de la generación siguiente, hemos dejado a muchos de sus miembros mal preparados para una vida productiva.

Al limitar todavía más la capacidad de inversión pública de la próxima generación, la deuda que le trasladaremos afectará los ingresos futuros. Y si agotamos toda la capacidad de endeudamiento ahora, las generaciones futuras no podrán afrontar los gastos necesarios si llegara a producirse otra catástrofe “secular” como las dos que hemos experimentado en los últimos doce años. La justicia intergeneracional debería ser tan importante como la justicia intrasocietaria para con quienes viven hoy.

En términos prácticos, esto implica que la idea de compensar a todos los afectados por la pandemia porque “no es culpa de ellos” se vuelve de inmediato insostenible. Es verdad que en muchos países, el Estado compensa a los propietarios afectados por una inundación o un terremoto que no tengan seguro, y los residentes de otras partes del país pagarán de buen grado esas medidas (a través de más impuestos) porque saben que recibirían el mismo trato. Pero con una alteración de la magnitud de una pandemia, este cálculo ya no funciona, porque el costo de las medidas deberá pasar sí o sí a generaciones futuras a las que, obviamente, no se puede hacer responsables por la pandemia o por la respuesta que le damos.

De modo que hay que asignar el gasto con prudencia. Al prolongarse la pandemia y sus consecuencias, la protección tendrá que pasar de los puestos de trabajo a los trabajadores. Por supuesto, hay que proveer a todos los trabajadores despedidos un nivel aceptable de asistencia pública hasta que el nivel general de empleo comience a recuperarse. Es lícito que las sociedades ricas provean una red universal de seguridad social; y a todos beneficia que los trabajadores y sus hijos conserven (o incluso mejoren) sus capacidades durante la pandemia.

Pero asegurado eso, las autoridades deben ser más selectivas en la provisión de apoyo a las empresas, y dejar que el mercado haga la mayor parte del trabajo. Por ejemplo, en vecindarios normalmente prósperos, abren y cierran pequeños comercios todo el tiempo. El fracaso del emprendimiento es penoso para los dueños, pero no causa mucho daño permanente a la economía. Si al llegar la recuperación sigue habiendo demanda suficiente de flores, una nueva florista podrá ocupar el lugar que dejó la anterior. De modo que no es eficiente que las autoridades, para mantener a la vieja florista donde está, le paguen el alquiler, la cuenta del banco y el salario de sus empleados por tiempo indefinido.

Del mismo modo, las autoridades no deberían dar subvenciones o préstamos subsidiados a grandes empresas en problemas (por ejemplo aerolíneas y cadenas hoteleras) para que conserven empleados excedentes a los que finalmente despedirán cuando dejen de recibir esas ayudas. Para el gobierno es mucho menos costoso proveer seguro de desempleo a los trabajadores despedidos que subsidiar sus puestos de trabajo por tiempo indefinido cuando está claro que el trabajo que hacían desapareció.

Las grandes corporaciones que necesiten dinero para mantenerse a flote pueden endeudarse en los mercados, donde hay abundante liquidez provista por los bancos centrales. Si están tan endeudadas que nadie les dará financiación, entonces pueden declararse en bancarrota, reestructurar deudas y empezar de nuevo.

Pero habrá situaciones en las que algunas empresas no puedan enfrentar sin ayuda las fuerzas del mercado. Allí donde la vida de una comunidad económicamente desfavorecida depende de unas pocas empresas pequeñas que costaría mucho reiniciar, hay motivos económicos y sociales para ayudarlas. Además, aunque las empresas grandes reciben un trato razonable de los mercados, a una empresa mediana, incluso siendo viable, puede costarle más conseguir financiación. Si una empresa económicamente viable que emplea a cien trabajadores cierra porque estuvo la mayor parte del año sin ingresos, sus trabajadores especializados se dispersarán, sus equipos se liquidarán y las normas y rutinas de las que depende su funcionamiento se perderán para siempre. Por más grande que sea el vacío económico dejado por su partida, difícilmente pueda una nueva empresa venir a ocuparlo.

Pero aquí también, el apoyo público no tiene que ser gratuito. En la medida de lo posible, el gobierno debe procurar que el capital actual (bonistas o accionistas) absorba una cuota razonable de las pérdidas antes de intervenir y trasladar la carga a las generaciones futuras.

Finalmente, hay que reforzar en lo posible la inversión en los jóvenes, como compensación parcial por las deudas que les dejamos. Esto implica, por ejemplo, invertir en la reapertura segura de las escuelas públicas y garantizar los instrumentos necesarios a aquellos estudiantes cuya única opción es la educación a distancia.

Sin negar la necesidad actual de gasto público, el hecho de que los mercados de deuda soberana todavía no hayan reaccionado mal a niveles extremos de endeudamiento y gasto no nos exime de la responsabilidad de ser prudentes, por el bien de nuestros hijos.

(Raghuram G. Rajan, former Governor of the Reserve Bank of India, is Professor of Finance at the University of Chicago Booth School of Business and the author, most recently, of The Third Pillar: How Markets and the State Leave the Community Behind)

- Recuperarse del Fondo de Recuperación de la UE (Project Syndicate - **5/8/20**)

Nueva York.- Después de arduas negociaciones entre los gobiernos de los estados miembro el mes pasado, los líderes de la Unión Europea están celebrando su acuerdo por un paquete de rescate de 750.000 millones de euros (886.000 millones de dólares) para los países de la UE más afectados por la crisis del COVID-19. Pero es demasiado pronto para descorchar el champán. El plan para el fondo de recuperación “Nueva Generación UE” tiene dos puntos débiles importantes que no sólo lo tornarán ineficaz sino también una amenaza para la propia existencia de la eurozona.

Además de ser demasiado pequeño, Nueva Generación UE carece de condicionalidades esenciales para la sustentabilidad fiscal, entre ellas un mecanismo de reestructuración de la deuda soberana (SDRM por sus siglas en inglés) ordenado. El componente de subsidios de 390.000 millones de euros del fondo de recuperación representa apenas el 2,8% del PIB de 2019 de la UE27. Y aún si contamos el componente de préstamos de 360.000 millones de euros y los 100.000 millones de euros en préstamos a través del programa SURE, Apoyo para Mitigar los Riesgos de Desempleo en una Emergencia, el total sigue representando un eximio 6,1% del PIB.

Peor aún, aunque los gobiernos nacionales con dificultades fiscales necesitan un respaldo financiero de inmediato, el fondo de recuperación no pondrá fondos a disposición de los estados miembro hasta 2021, en cuyo momento se esperará que la distribución de los 750.000 millones de dólares dure tres años. (El programa SURE, relativamente insignificante, ya está operativo). Tampoco los gobiernos europeos pueden esperar mucha ayuda del presupuesto de la UE 2021-2027, que representa no más del 1,1% del PIB anual de la UE y no está pensado para ofrecer financiamiento adicional para la crisis del COVID-19.

Sin duda, Nueva Generación UE podría ser importante desde una perspectiva de más largo plazo si sentase un precedente para programas intergubernamentales regulares de redistribución fiscal o (preferentemente) un mecanismo fiscal supranacional al interior de la UE. Un nuevo mecanismo conjunto que pudiera endeudarse, gastar y gravar siguiendo reglas claras y con una responsabilidad adecuada ante el Consejo Europeo y el Parlamento Europeo representaría un paso importantísimo hacia adelante. Pero ese desenlace es extremadamente improbable. Después de todo, la UE ha otorgado préstamos a estados miembro fuera de la eurozona desde 2002 bajo el mecanismo de ayuda para la balanza de pagos y ni siquiera eso estimuló el desarrollo de la capacidad fiscal de la UE.

En lo que concierne a la asistencia fiscal y financiera transfronteriza, existe una distancia considerable entre las posturas de los “cuatro frugales” (Austria, Dinamarca, Holanda y Suecia) y los gobiernos de los países del sur de la UE como Italia, Portugal y España. Así, es extremadamente improbable que Nueva Generación UE conduzca a una unión fiscal significativa. Asimismo, el Consejo Europeo ha dejado en claro que el fondo es “una respuesta excepcional” a “circunstancias temporarias pero extremas”, y que el poder de endeudamiento de la Comisión Europea sigue siendo “claramente limitado en tamaño, duración y alcance”.

La ausencia de un mecanismo fiscal relevante de la UE o inclusive a nivel de la eurozona dejaría a ambos grupos (especialmente a la eurozona) ante un riesgo constante de defaults de deuda soberana nacional, debido a la falta de instrumentos de política monetaria nacionales. De hecho, en el caso de la eurozona, se aplica la lógica de la Teoría Monetaria Moderna.

Cuando la deuda de un país está denominada en su propia moneda, y cuando existe un banco central nacional que está subordinado en última instancia a la autoridad fiscal nacional, el default soberano es una opción, no una necesidad. Pero los estados miembro de la eurozona no pueden depender de que un banco central nacional intervenga para monetizar las deudas públicas nacionales. Como su deuda pública está efectivamente denominada en moneda extranjera, los defaults soberanos pueden ocurrir como una cuestión de necesidad.

En momentos en que las cargas de deuda de los estados miembro con retos fiscales crecen sostenidamente, ésta no es una cuestión distante o marginal. Es absolutamente crucial que los subsidios y los préstamos asignados por Nueva Generación UE estén condicionados a la sustentabilidad fiscal; sin embargo, parece que no lo están.

Un aspecto más positivo es que las reglas fiscales del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (que no ofrecía ni subsidios ni préstamos) han sido suspendidas. Ahora se las debería eliminar de forma permanente y reemplazar por condiciones de sustentabilidad fiscal para cualquier financiamiento ofrecido por una autoridad fiscal central de la UE.

Pero es poco probable que incluso el mecanismo de apoyo fiscal europeo más ambicioso y políticamente viable baste para prevenir futuros defaults soberanos, especialmente en la eurozona. Para evitar otra crisis de deuda al estilo griego, la UE necesita un SDRM ordenado. **La mejor manera de lograrlo es convertir el Mecanismo Europeo de Estabilidad en un Fondo Monetario Europeo (FME), al que luego habría que darle la facultad de brindar apoyo financiero condicional a estados miembro atribulados de la eurozona, consistente con un análisis de sustentabilidad de deuda realizado por el FME.**

Un FME estructurado de esta manera debería poder administrar cualquier reestructuración necesaria de deuda soberana de manera ordenada. Podría imponer una suspensión del servicio de deuda y podría obligar a acreedores minoritarios a aceptar un acuerdo aprobado por una mayoría calificada. (Por supuesto, sería necesario transformar las cláusulas de acción colectiva que cubren solamente contratos de deuda individuales a través de cláusulas de agregación integrales).

Cualquier deuda nueva emitida por el FME o por partes sancionadas por el FME debería transformarse de deuda principal a deuda pendiente. Para garantizar que el FME no se quede sin recursos líquidos, debería tener una línea de crédito con el Banco Central Europeo (garantizada por los estados miembro de la eurozona). El tamaño de la línea de crédito podría ser determinado por una mayoría calificada de gobiernos de la eurozona, muy probablemente a través del Eurogrupo de ministros de Finanzas.

Con un fondo de recuperación contracíclico mucho mayor, una condicionalidad apropiada para garantizar la sustentabilidad fiscal y un SDRM efectivo, todavía habría esperanza para la eurozona y la UE. Sin estas reformas, la amenaza de una desintegración siempre estará presente.

(Willem H. Buiter, a former chief economist at Citigroup, is a visiting professor at Columbia University)

- George Soros descarta formar parte de “una burbuja bursátil alimentada por la Fed” (El Economista - **12/8/20**)

En su 90 cumpleaños, George Soros ha concedido una entrevista a La Repubblica en la que repasa la situación actual de la economía y cómo afronta el futuro a corto plazo. Un tiempo en el que el magnate no augura buenos resultados, puesto que se ha creado una “burbuja bursátil” que solo sustentan la Fed con sus estímulos y el hallazgo de una vacuna antes de las elecciones de Estados Unidos.

“Estamos atrapados en un burbuja alimentada por la liquidez de la Reserva Federal, junto con la esperanza de que Trump anuncie una vacuna antes de noviembre”, ha reflejado Soros en su entrevista con el citado diario italiano. En ella, el magnate de la inversión reconoce que “ya no participa” en el mercado así como espera que el presidente de EEUU sea algo “transitorio”.

Soros se suma así a los analistas que vienen advirtiendo de que el mercado está sobrevalorado, dadas las circunstancias. Mientras el PIB de EEUU se contrajo un 32,9% interanual en el segundo trimestre del año, el S&P 500 lleva una subida de más del 4% en lo que va de año y de casi un 19% con respecto a hace doce meses. El selectivo está a punto de tocar sus máximos históricos, mientras que el índice Nasdaq ya los ha batido varias veces en las últimas semanas.

Ya en los últimos meses, esta tendencia se ha hecho notar entre las inversiones estadounidenses que se han orientado hacia valores tecnológicos como Apple, Amazon o Microsoft, así como el auge del mercado chino en medio de la pandemia. Sin embargo, el nivel de incertidumbre sobre la economía se vislumbra en el valor del oro, que alcanzaba máximos históricos la semana pasada superando los 2.000 dólares por onza.

Soros augura que Estados Unidos está mejor posicionado que Europa para salir del temporal económico que se avecina, y que puede empeorar aún mucho más en función de los rebrotes y de una segunda o sucesivas olas de contagio.

Por otra parte, Soros ha vuelto a criticar a Donald Trump, afirmando que es “un individuo muy peligroso” está “socavando la democracia desde dentro” y hará “prácticamente cualquier cosa para mantenerse en el poder”, pero se muestra esperanzado en que su presidencia sea “un fenómeno transitorio que, con un poco de suerte, terminará en noviembre”.

- El gran error de los bancos centrales (El Español - **22/8/20**)

(Por Ignacio Moncada)

Desde que estalló la pandemia del coronavirus, los bancos centrales han vuelto a poner a pleno rendimiento la máquina de emitir dinero.

Por ejemplo, el Banco Central Europeo (BCE) ha aumentado su balance desde los 4,6 billones de euros hasta los 6,3 billones en apenas unos meses. Lo ha hecho mediante dos grandes vías: primero, otorgando préstamos a largo plazo a la banca dirigidos a refinanciar empresas, y segundo, comprando bonos de deuda pública y corporativa de hasta 30 años de plazo.

La expansión del balance de la Reserva Federal estadounidense ha sido todavía más espectacular: ha aumentado desde los 4,1 billones de dólares a los 7,1 billones, mediante la incorporación de ingentes cantidades de deuda pública a largo plazo, bonos hipotecarios y préstamos directos a estados, municipios y empresas, algunos de ellos de alto riesgo. En general, todos los grandes bancos centrales han procedido de manera similar.

Muchos críticos de la actual política de los bancos centrales, que no es sino una extensión y ampliación de la que han venido llevando a cabo desde la crisis financiera de 2008, afirman que se traducirá en una muy alta inflación. La realidad, sin embargo, no es tan sencilla.

En la crisis del coronavirus se ha producido un fenómeno típico de toda crisis: el enorme aumento de la incertidumbre económica provoca una huida hacia la liquidez. Los agentes aumentan su demanda de dinero como precaución hasta que se empiece a despejar el horizonte.

La expansión monetaria actual de los bancos centrales ha venido a atender ese incremento de la demanda de dinero, estabilizando el valor de las principales monedas. De no haber aumentado la oferta monetaria, esa demanda extraordinaria habría provocado un fuerte aumento del valor del dinero frente al resto de bienes, servicios y otros activos. Es decir, se habría desencadenado una deflación que habría forzado un costoso e imprevisto proceso de reajuste de todos los precios de la economía.

**Sin embargo, que las autoridades monetarias hayan estabilizado por el momento el valor de la moneda no quiere decir que la política actual sea adecuada. De hecho, estas políticas “no convencionales” son un completo disparate. Y es que el gran error de los bancos centrales no es haber expandido la oferta de dinero, sino el haberlo hecho monetizando masivamente activos ilíquidos.**

Esta política monetaria genera dos enormes problemas a medio y largo plazo. El primero es que activa una bomba de relojería que en algún momento tiene que estallar. A medida que la incertidumbre actual vaya quedando atrás y la demanda de dinero extraordinaria se vaya reduciendo, los bancos centrales van a tener que elegir entre dos grandes males.

Por un lado, si llegado ese momento los bancos centrales optan por reducir la oferta de dinero, tendrán que deshacerse de los activos ilíquidos que han estado incorporando a su balance. La política actual promueve que empresas, y sobre todo gobiernos, se endeuden a largo plazo a tipos de interés ridículos. Cuando el banco central se vea forzado a inundar el mercado con esos nuevos títulos de deuda, solo podrá colocarlos asumiendo importantes descuentos y provocando subidas de los tipos de interés. Con una alta probabilidad, desencadenaría una grave crisis de deuda.

Sin embargo, si los bancos centrales quieren que no se desate esa crisis de deuda cuando la demanda de dinero se normalice, sólo podrán lograrlo evitando reducir la oferta de dinero. **Pero en ese caso, serán los pasivos del banco central los que se sufrirían una devaluación, generando una inflación galopante.**

El segundo gran problema de la actual política monetaria es que genera enormes distorsiones en la economía real. Otorgar financiación masiva a largo plazo captando ahorro a corto plazo -los saldos de tesorería provisionales de familias y empresas-, promueve la proliferación de inversiones inviables por tener periodos de maduración mucho más largos de lo que los ahorradores están dispuestos a asumir. Y es que este descalce de plazos es la causa última de las crisis económicas recurrentes.

En la coyuntura actual, con una economía necesitada de una reestructuración profunda y con la demanda de nuevo crédito deprimida, esto no tiene por qué traducirse en nuevas inversiones fallidas. Es mucho más probable que esa financiación insostenible se dirija a mantener vivas líneas de negocio existentes que no son viables sin la respiración asistida provisional de los bancos centrales.

Esto genera una grave consecuencia para la sociedad: impide que los recursos económicos retenidos por estos proyectos inviables puedan liberarse para poder ser utilizados en otras líneas de negocio que sí sean sostenibles y generadoras de valor. Este proceso de zombificacion desincentiva la necesaria reestructuración de nuestras economías, pospone la recuperación y da lugar a un periodo de estancamiento económico.

¿Qué deberían hacer los bancos centrales ante una crisis como la actual? Aquellos que vean aumentar la demanda de sus pasivos, deberían expandir la oferta monetaria pero contra activos líquidos: en particular, adquiriendo deudas a corto plazo y muy seguras de agentes solventes. Esta forma de actuar sigue permitiendo estabilizar el valor de la moneda y además resuelve los dos grandes problemas que genera la actual política monetaria.

En primer lugar, a medida que la incertidumbre vaya remitiendo y la demanda de dinero extraordinaria se vaya normalizando, el banco central podrá ir reduciendo de nuevo la oferta de dinero, bien mediante la propia amortización de estos activos líquidos, o bien porque los puede colocar en el mercado sin pérdida de valor.

En segundo lugar, permite calzar los plazos de las estructuras de financiación de la economía. Por un lado, el banco central estaría captando financiación a corto plazo para proporcionar liquidez a agentes solventes de forma que se eviten disrupciones en los mercados monetarios y financieros. Y por otro, se evita que proyectos que no son viables sigan obteniendo una financiación insostenible y tengan incentivos para reestructurarse y liberar los recursos retenidos.

En definitiva, la actual política de los bancos centrales es como esconder la basura debajo de las alfombras: parece que resuelven el problema, pero solo lo esconden y retrasan su solución. Mientras sigan deteriorando sus balances, y con ello la liquidez conjunta del sistema, nuestras economías seguirán retrasando el momento de la recuperación, tendrán un alto riesgo de caer en un estancamiento permanente y estarán cada vez más expuestas a sufrir nuevas crisis financieras.

(Ignacio Moncada es economista, analista financiero y miembro del Instituto Juan de Mariana)

- La nueva bomba de deuda estadounidense (Project Syndicate - **20/8/20**)

San Diego.- Estados Unidos se enfrenta no sólo a la enfermedad, sino también a la quiebra. Para contrarrestar la “Gran Detención” de la pandemia, la Reserva Federal y el Congreso instrumentaron cuantiosos paquetes de estímulo, por temor a que de no hacerlo, la economía se hundiera a la miseria de los años treinta. El déficit fiscal federal en 2020 rondará el 18% del PIB, y el cociente deuda/PIB pronto superará la marca del 100%. Cifras como estas no se veían desde que Harry Truman mandó los B‑29 a Japón para poner fin a la Segunda Guerra Mundial.

Suponiendo que al final Estados Unidos derrote a la COVID‑19 y no caiga en una distopía similar a Terminator, ¿cómo evitará el riesgo inminente de crisis fiscal y bancarrota nacional? Para responder estas preguntas hay que analizar lo ocurrido en la Segunda Guerra Mundial, cuando Estados Unidos llegó a acumular una deuda equivalente al 119% del PIB sin por eso terminar en bancarrota. A llegar la Guerra de Vietnam en los sesenta, el cociente se había reducido a poco más de 40%.

La Segunda Guerra Mundial se financió con aproximadamente 40% de impuestos y 60% de deuda. Los rendimientos para los acreedores fueron insignificantes, ya que la Fed mantuvo la tasa de los títulos del Tesoro a un año en torno del 0,375%, en vez del 2 a 4% de tiempos de paz. Los títulos a diez años, en tanto, apenas rendían el 2%, que hoy en realidad parece alto.

Estos bonos (cuyo valor nominal en general no superaba los 25 dólares) los compraron sobre todo ciudadanos estadounidenses movidos por el sentido del deber patriótico. También se sumó a la movida el personal de la Fed, llegando incluso a competir a ver qué oficina compraba más bonos. En abril de 1943, los empleados de la Fed en Nueva York adquirieron más de 87.000 dólares en títulos; con lo recaudado, según les informaron, el ejército pudo comprar un obús de 105 milímetros y un cazabombardero Mustang.

Pero dejando a un lado el patriotismo, muchos estadounidenses compraron bonos del Tesoro por falta de alternativas mejores. Hasta la desregulación de los ochenta, la legislación federal impedía a los bancos ofrecer a los ahorristas tasas altas. Además, entregar dólares estadounidenses a cambio de activos extranjeros más rentables parecía impensable, y quien lo hiciera se hubiera arriesgado a recibir una visita del FBI de J. Edgar Hoover.

Aunque las bolsas estadounidenses estaban abiertas al público (de hecho, a partir de 1942 el Dow Jones inició un período alcista), las comisiones de los corredores eran caras, y sólo un 2% de las familias estadounidenses poseía acciones. Invertir en bolsa parecía cosa de dandis o de amnésicos que hubieran olvidado la debacle de 1929. En cambio, hoy la mayoría de las familias estadounidenses posee acciones.

En cualquier caso, el hecho es que durante la Segunda Guerra Mundial hubo en Estados Unidos mucho ahorro de los particulares, sobre todo en bonos. Pero los títulos del Tesoro traían consigo un rendimiento exiguo, un vencimiento distante y la imagen adusta de un expresidente. ¿Cómo fue que se resolvió la monumental deuda de la guerra? Tres factores se destacan.

En primer lugar, la economía estadounidense creció a buen ritmo. La tasa anual promedio de crecimiento de los Estados Unidos entre fines de los cuarenta y fines de los cincuenta fue alrededor de 3,75%, y eso canalizó cuantiosos recursos al Tesoro. Además, los fabricantes estadounidenses tenían pocos competidores internacionales. La guerra había dejado las fábricas británicas, alemanas y japonesas reducidas a escombros, y las primitivas fundiciones chinas todavía estaban lejos de poder producir autos y electrodomésticos.

En segundo lugar, cuando después de la guerra el gobierno derogó los controles de precios, la inflación se disparó. Entre marzo de 1946 y marzo de 1947, los precios aumentaron 20%, al acomodarse a los costos reales de la actividad empresarial. Pero como el rendimiento de los bonos del gobierno fue muy inferior al 76% de inflación entre 1941 y 1951, hubo una marcada reducción del costo de la deuda pública en términos reales.

En tercer lugar, Estados Unidos se aseguró un costo de endeudamiento fijo por mucho tiempo. En 1947, el plazo promedio de los bonos era superior a diez años, más o menos el doble que en la actualidad. La suma de estos tres factores llevó a que hacia el final de la presidencia de Dwight Eisenhower en 1961, la deuda estadounidense se hubiera reducido a más o menos el 50% del PIB.

¿Qué enseñanzas nos deja esto para el momento actual? La primera es que el Tesoro de los Estados Unidos debería hacerles a los niños del mañana el favor de congelar las bajas tasas actuales, mediante la emisión de bonos a 50 y 100 años.

Para quienes digan que nadie querrá títulos de deuda a 50 o 100 años de un gobierno, la respuesta es que muchas corporaciones ya han subastado con éxito bonos a largo plazo como los sugeridos. Cuando en 1993 Disney emitió bonos a 100 años (los bonos “Bella Durmiente”), la emisión se agotó; éxito similar al que obtuvo Norfolk Southern con el bono a 100 años que sacó al mercado en 2010. (¿A quién se le ocurre, comprarle bonos a 100 años a un ferrocarril?) Y también han emitido deuda a 100 años Coca-Cola, IBM, Ford y muchas compañías más.

A pesar del perjuicio que la pandemia supone para muchas instituciones académicas, la Universidad de Pensilvania, la Universidad del Estado de Ohio y Yale también emitieron bonos a 100 años. Y en 2010, los inversores aceptaron los bonos a 100 años de México, pese a un historial de devaluaciones que se remonta a 1827. Después de eso, también emitieron bonos a 100 años Irlanda, Austria y Bélgica.

Claro que prolongar el plazo de vencimiento no será la solución al problema de la deuda; Estados Unidos también necesita con urgencia una reforma previsional. Pero eso sería tema para otro día.

Finalmente, ¿qué podemos decir de la experiencia inflacionaria de la posguerra? ¿Habrá que reducir la deuda apelando a un alza sideral de precios? Yo no lo recomiendo. Los inversores ya no son la audiencia cautiva que eran en los cuarenta. Los “vigilantes” del mercado de bonos olerán el plan de devaluación a una legua y presionarán al alza sobre las tasas, lo que debilitará el valor del dólar (y con él, el poder adquisitivo de los estadounidenses). Cualquier intento de devaluar la deuda con inflación será una fiesta para los tenedores y acaparadores de oro y criptomonedas.

A diferencia de las campañas militares, la guerra contra la COVID‑19 no terminará con una incursión aérea, un tratado o festejos en Times Square. La imagen más apropiada sería pensar en la deuda como una bomba de tiempo. Se la puede desactivar, pero sólo si ganamos la batalla contra la inercia política y la estupidez. Esta guerra no termina con una gran explosión, pero bien puede terminar con una implosión financiera.

(Todd G. Buchholz, a former White House director of economic policy under President George H.W. Bush and managing director of the Tiger Management hedge fund, was awarded the Allyn Young Teaching Prize by the Harvard Department of Economics. He is the author of New Ideas from Dead Economists and The Price of Prosperity)

- Financial Repression Revisited? (Project Syndicate - **20/8/20**)

Although massive current spending in response to the COVID-19 pandemic seems justified, policymakers will have to address the mounting public debt once the crisis has passed. Policymakers will be strongly tempted to impose an interest-rate ceiling on financial institutions, but conditional tax increases would be preferable.

Washington, DC.- The US federal debt-to-GDP ratio rose sharply during the 2008-09 Great Recession and continued rising thereafter, going from 62% in 2007 to 90% in 2010. By 2019, it had reached 106%, and the Congressional Budget Office was warning that the trust funds for Social Security and Medicare would be exhausted by 2028. Many economists argued that a debt-to-GDP ratio of 100% was already worryingly high, and that the future tax increases needed to reduce it would be massive.1

Then came COVID-19. Faced with lockdowns and collapsing economic activity, governments around the world approved vast additional expenditures even though revenues were expected to decline. After projecting an annual fiscal deficit of $ 1 trillion before the pandemic, the CBO has raised its estimate of the deficit for fiscal year 2020 (which ends in September) by an additional $ 2.2 trillion, followed by an additional $ 0.6 trillion in 2021. According to the Committee for a Responsible Budget, this amounts to 17.9% of GDP in 2020, and to 9.9% in 2021. As things stand, the federal debt is expected to reach 108% of GDP by next year.

This means that in the space of just seven months, the US debt ratio has already exceeded the level accumulated during the two years of the Great Recession, and that doesn’t even account for additional spending bills that Congress has yet to pass. The consensus view is that these expenditures are justified, given the unprecedented, horrific circumstances of the pandemic. Nonetheless, policymakers must recognize that measures to reduce the deficit-to-GDP ratio will be urgently needed after the virus has been brought under control.

To be sure, some economists have argued that in this low-inflation, low-interest-rate environment, one shouldn’t worry about the size of the federal debt, the implication being that deficits should expand even more to finance infrastructure and other spending while borrowing costs are so low. But there is no guarantee that today’s financial conditions will continue indefinitely. On the contrary, if investors come to believe that the prospective increases in debt will require higher interest rates to induce people to hold it, they will not willingly purchase new debt (or even roll over existing debt) at the prevailing low rate.

In any advanced economy, the prospect that the government might not be able to roll over its debt to finance its expenditures is simply unacceptable. But while reducing current and prospective fiscal deficits (and even running a surplus) is the obvious solution to the problem, it also tends to be the most difficult to pull off politically.

This implies that there will be a strong temptation to reduce the debt through measures known as “financial repression”. Policymakers could try to cut the costs of debt service by capping the interest rates that financial institutions -including banks and pension and insurance funds- are allowed to pay.

An interest-rate ceiling enables governments to sell and roll over government bonds at lower interest rates than they otherwise could, because savers cannot obtain better returns elsewhere. Governments have even put such caps on the interest that lenders can charge, resulting in credit rationing across potential borrowers.

When used in the past, financial repression has worked, reducing the US debt-to-GDP ratio after World War II from 116% in 1945 to 66.2% in 1955 (and further thereafter). Moreover, Carmen M. Reinhart, now the World Bank’s Chief Economist, and Maria Belen Sbrancia of the International Monetary Fund have estimated that between 1946 and 1955, the US liquidated debt amounting to 5.7% of GDP per year through financial repression.

This gradual reduction came about because interest-rate ceilings were lower than the rate of inflation, resulting in a negative real return to creditors during this period. Reinhart and Sbrancia estimate that if real interest rates had been positive, US federal debt in 1955 would have stood at 141.4% of GDP. That 75-point difference reflects the amount by which government debt would have increased had the government not resorted to financial repression, all else being equal.

Still, analysts since then have concluded, more or less unanimously, that financial repression reduced GDP growth and was harmful to the economy. Financial repression diverts private savings from private investment toward government securities - usually accompanied by rising inflation because of excess demand at the controlled interest rate. For these reasons, it is almost always accompanied by relatively slower growth. Only in the 1980s were interest rates permitted to be determined by markets.

While a large fiscal deficit may be warranted because of the pandemic, politicians and the public should know that a dangerously high debt-to-GDP ratio will need to be addressed once the immediate crisis has passed. Otherwise, the nexus of high inflation and slow growth that accompanies financial repression could choke off the recovery.

One possibility would be for Congress to enact provisions for forthcoming tax increases, or to set a schedule of increases built around a carbon tax, a value-added tax, or a surcharge on income taxes. These could enter into force whenever unemployment has fallen below some pre-designated level, and they could be ratcheted up as the economy gained further ground.

Most economic observers recognize that “normal” growth cannot resume until the pandemic is brought under control. But even when that wonderful day arrives, economic sustainability will require addressing the high debt-to-GDP ratio.

(Anne O. Krueger, a former World Bank chief economist and former first deputy managing director of the International Monetary Fund, is Senior Research Professor of International Economics at the Johns Hopkins University School of Advanced International Studies and Senior Fellow at the Center for International Development at Stanford University)

- La recesión por la COVID y las anteriores (Project Syndicate - **24/8/20**)

Stanford.- Parece que en la mayoría de los países, la histórica recesión causada por la COVID‑19 comienza a retroceder. Pero si los pronósticos oficiales y privados son correctos, en la mayoría de las economías los máximos de desempeño anteriores no se recuperarán hasta fines de 2022. Mucho dependerá no sólo de la evolución de la pandemia y del empleo eficaz de vacunas y terapias, sino también de las políticas monetarias, fiscales, comerciales y regulatorias que se apliquen. Por eso funcionarios y comentaristas están buscando una respuesta eficaz en el análisis de episodios anteriores.

En cuanto a las causas inmediatas, ninguna recesión es igual a otra. Varias recesiones de la posguerra en Estados Unidos se produjeron después de un endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal para controlar un aumento de inflación. Las profundas recesiones de 1973‑75 y 1981‑82 siguieron a grandes shocks petroleros (cuando había una mayor dependencia de la importación de energía que en la actualidad). Y la recesión de 2001 vino después del estallido de la burbuja de las puntocom.

La causa de la Gran Recesión estadounidense de 2008‑09, en cambio, fue una crisis derivada del excesivo apalancamiento de las instituciones financieras. Estados Unidos había aplicado una serie de ingenierías sociales para dar acceso al préstamo hipotecario a personas que tradicionalmente no hubieran reunido los requisitos para ello; esto causó un aumento insostenible de los precios de la vivienda y de los coeficientes de endeudamiento. La posterior caída de precios inmobiliarios y el súbito aumento de ejecuciones hipotecarias y del desempleo afectaron la demanda agregada, y eso dio lugar a la tercera gran recesión de la posguerra.

Finalmente, la recesión de la COVID siguió a las inéditas medidas de confinamiento que paralizaron todas las actividades económicas “no esenciales” de carácter presencial. Lo que comenzó como un inmenso shock del lado de la oferta se transformó enseguida en un déficit de demanda, por el veloz aumento del desempleo, los altos niveles de incertidumbre en relación con las perspectivas de recuperación, la virtualización del comercio y el incremento del ahorro personal.

Es común que después de una recesión profunda venga una recuperación rápida, de lo que sirven de ejemplo los años de crecimiento anual del PIB superior al 4% en los setenta y ochenta. Del mismo modo, las recesiones moderadas (como la de 1990‑91) suelen dar paso a recuperaciones relativamente más lentas. El Premio Nobel de Economía Milton Friedman, en su “modelo del rebote”, compara este fenómeno con pulsar la cuerda de un violín: cuanto más se la deprima, más rápido rebotará.

Pero tras la Gran Recesión posterior a 2008 vinieron ocho años de crecimiento anual a media máquina (2%). Una recuperación tan intensa como las que siguieron a recesiones profundas anteriores hubiera salvado, en el transcurso de cuatro años, el equivalente a alrededor de 20 millones de puestos de trabajo a tiempo completo por un año. Este mal desempeño admite muchas explicaciones. Una es que el intento gubernamental de rediseño económico a gran escala con el Obamacare y las regulaciones bancarias y energéticas provocó mucha incertidumbre y desalentó la contratación y la inversión; otra es que las medidas oficiales debilitaron el incentivo a trabajar.

La Gran Recesión fue el inicio de una serie de programas monetarios y fiscales para estimular la economía. La Fed tuvo espacio de sobra para bajar la meta de tipo de interés de 5% a cero y dejarla allí por siete años, mientras instrumentaba rescates, medidas de apoyo al mercado, líneas de intercambio de divisas y compras de activos por unos tres billones de dólares en la forma de títulos del Tesoro y valores con garantía hipotecaria. Pero entró en juego la ley de rendimientos decrecientes. Sumar otro billón de dólares a un excedente de reservas que no se prestan y por las que la Fed paga intereses es poca ayuda para la economía.

En 2007, el cociente deuda/PIB de los Estados Unidos era 35%. Después de la crisis financiera, se aplicaron medidas fiscales que incluyeron el paquete de estímulo por más de 800 000 millones de dólares de 2009, una ley de 2010 por un monto similar sobre rebaja impositiva y prestaciones de desempleo, y otras medidas, entre ellas un programa de tres mil millones de dólares para subsidiar la renovación del parque automotor. En 2013, el cociente deuda/PIB había crecido a más del doble, hasta el 72%. Al final, incluso tras descontar los efectos del ciclo económico, el gobierno de Obama tuvo el mayor déficit fiscal desde la Segunda Guerra Mundial (aunque ahora la administración Trump superó el récord).

Después de 2008 los keynesianos siempre esperaron una recuperación mucho mayor a la que obtuvieron (de hecho, los economistas de la administración Obama usaban multiplicadores del gasto tres veces mayores a las estimaciones académicas actuales). Para ser justos hay que decir que en medio de la crisis la incertidumbre era grande. Aun así, muchas de las medidas implementadas no cumplieron lo que prometían. Uno de los mayores errores fue que el presidente Barack Obama no adoptara las sensatas recomendaciones de reducir el déficit que le hizo la Comisión Simpson‑Bowles, creada por su propio gobierno.

Antes de la COVID‑19, el desempleo se hallaba en un mínimo histórico, la inflación estaba controlada, y la carga de deuda de los hogares en relación con el PIB era mucho menor que antes de la Gran Recesión. La deuda corporativa era elevada, pero sus pagos todavía eran manejables. La Fed tenía menos margen para bajar las tasas, y su balance se había inflado a unos cuatro billones de dólares. Con el presidente Donald Trump, los niveles de deuda y déficit del gobierno federal seguían siendo inmensos en comparación con cualquier período próspero en tiempos de paz.

En respuesta a la pandemia, la Fed bajó enseguida la tasa a cero, instrumentó medidas de apoyo a varios mercados y aumentó su balance a más de siete billones de dólares, abandonando su tradicional postura gradualista. Las medidas fiscales aprobadas por el Congreso para ayudar a las empresas y familias ya suman varios billones de dólares. Y Trump acaba de decretar una postergación de aportes patronales y otras transferencias a los hogares. Diversas incertidumbres incluyen la posibilidad de que el año entrante los demócratas controlen el ejecutivo y el Congreso e implementen una importante expansión impositiva, fiscal y regulatoria.

Como la recuperación tras la Gran Recesión de 2008 fue tan lenta, a pesar del fuerte rebote de las bolsas, a inicios de este año pocos pensaban en ella como modelo para la respuesta a otra recesión importante. A la larga, al buscar enseñanzas para el momento actual se tiende a recordar las diferencias en los índices de crecimiento económico y la obtención de expansiones largas y duraderas.

En la recesión post‑COVID, las condiciones económicas están demasiado ligadas a la trayectoria de la pandemia para que sea posible predecir a ciencia cierta el curso de la recuperación. La caída de la producción y del empleo fue mucho mayor y más rápida que en la Gran Recesión, y la recuperación inicial en forma de V parece estar desacelerándose, y es probable que siga a un ritmo más moderado. Los efectos probables a largo plazo incluyen una inmensa pérdida de pequeñas empresas y capital humano (por el desempleo y la virtualización de la enseñanza); una adopción más permanente del teletrabajo; la aceleración de la transformación digital; y una mayor concentración y disminución de la competencia en algunos sectores.

Las enseñanzas tentativas de la investigación académica sugieren que las autoridades deberían postergar la adopción de nuevas regulaciones hasta que la economía se recupere, centrar futuras medidas fiscales en la rebaja impositiva e implementar un plan de consolidación fiscal creíble cuando las condiciones lo permitan, para que la próxima gran crisis no nos encuentre peor posicionados.

(Michael J. Boskin is Professor of Economics at Stanford University and Senior Fellow at the Hoover Institution. He was Chairman of George H.W. Bush’s Council of Economic Advisers from 1989 to 1993, and headed the so-called Boskin Commission, a congressional advisory body that highlighted errors in official US inflation estimates)

- Ganadores y perdedores de la economía pandémica (Project Syndicate - **31/8/20**)

Milán.- Hoy en día son muchos los comentarios económicos que enfatizan la “divergencia”: mientras los índices generales del mercado de valores se encuentran en altos históricos, o cerca de alcanzarlos, gran parte del resto de la economía lucha por recuperarse de una de las más graves desaceleraciones jamás vividas. Mientras el Russell 2000 sigue estando en un 5,4% a la baja, los índices S&P 500 y Russell 3000 han recuperado por completo sus niveles previos a la pandemia, y el Nasdaq, en el que predominan las compañías digitales y tecnológicas, ha subido cerca de un 26%.

Muchas han llegado a la conclusión de que el mercado está desvinculado de la realidad económica. Pero, si se ve desde otro ángulo, puede que los mercados de valores actuales estén en parte reflejando poderosas tendencias subyacentes, amplificadas por la “economía pandémica”. Los precios de las acciones y los índices de mercado miden la creación de valor para los propietarios del capital, lo cual no es lo mismo que la creación de valor en la economía más general, donde el trabajo y el capital tangible e intangible juegan todos un papel.

Es más, los mercados reflejan las expectativas de retornos reales que el capital tenga en el futuro. A la hora de medir el valor actual del ingreso laboral, sencillamente no existe un índice a futuro comparable. Por consiguiente, si se espera una recuperación económica significativa, las perspectivas para el ingreso tanto del capital como del trabajo serían similares, pero en el presente solo se reflejaría el futuro esperado del capital.

Pero hay más: las valoraciones de mercado se basan cada vez más en bienes intangibles, no en menor medida la propiedad y el control de datos, lo que confiere su propio significado a la creación de mercado y la monetización. Según un estudio reciente del índice S&P 500, las acciones de compañías con altos niveles de capital intangible por empleado registraron las mayores ganancias este año, y a menor capital intangible por empleado tenga una compañía, peor les habrá ido a sus acciones.

En otras palabras, existe un fenómeno de creciente divergencia entre el empleo y la creación de valor incremental en los mercados. Si bien esto era así antes de la pandemia, la tendencia no hizo más que acelerarse con ella, por al menos dos razones. Una es la rápida adopción de tecnologías digitales como parte de la respuesta a las medidas de confinamiento. La segunda es que muchos sectores de alto uso de mano de obra (que normalmente añaden valor con el trabajo y el capital tangible) han sido cerrados total o parcialmente como resultado de los confinamientos, el distanciamiento social y la aversión al riesgo de los consumidores.

Por ejemplo, el Dow Jones US Airline Index evidentemente sufrió un gran golpe, del cual todavía tienen que recuperarse. En tiempos normales, este sector genera valor principalmente con capital tangible, trabajo y combustible (aunque también su negocio tiene elementos digitales significativos).



No hay duda de que las valoraciones generales del mercado se han apoyado en las políticas de tasas de interés de la Reserva Federal estadounidense y otros bancos centrales importantes. En el actual contexto, el carácter altamente acomodaticio de las políticas monetarias apunta a crear un margen de maniobra para que los gobiernos utilicen deuda para financiar grandes programas fiscales en respuesta a la crisis del COVID-19.

Pero si bien las tasas de interés ultra bajas pueden servir de algún apoyo general para las valoraciones de mercado actuales, no explican las marcadas diferencias entre sectores. Después de todo, la parte de la economía no representada por las acciones transadas en público también está sufriendo la crisis (aunque, por supuesto, hay compañías privadas en los sectores digitales cuyas valoraciones y retornos son similares o incluso superiores al extremo más alto del espectro del capital intangible en los mercados públicos).

En términos más amplios, en la práctica los hogares de menores ingresos y muchas compañías pequeñas con balances delgados y frágiles se han quedado sin amortiguadores efectivos, y muchos de los sectores de alto uso de mano de obra que en tiempos normales generan niveles de empleo importantes (como hoteles, restaurantes y bares) han cerrado de manera total o parcial. Para enfrentar estas tendencias, se está haciendo uso de los balances soberanos para amortiguar grandes partes de la economía.

Pero no todas las partes. Ya que la actual crisis está impulsando el valor de ciertas compañías, merece la pena saber quién posee la mayoría de sus acciones. Ciertamente no son los hogares y las empresas privadas en estado de precariedad. Quienes poseen las compañías que hoy tienen un alto valor son personas e instituciones con balances que ya son lo bastante sustanciales para prestar un grado de resiliencia económica.

Cuando la economía pase a la etapa pospandémica, es posible que los sectores de alto uso de mano de obra por empleado disfruten de un periodo de extraordinario rendimiento a medida que se recuperan. Pero, incluso en ese escenario, es probable que se expanda la huella digital en la economía, y que continúe la tendencia subyacente que favorece al capital intangible y sus propietarios.

Esta ventaja de los sectores de alto uso de capital intangible no debería sorprender a nadie. En su mayor parte, sus estructuras de costes están anormalmente inclinadas hacia los costes fijos y costes marginales bajos o insignificantes. Eso hace que algunas plataformas sean enormemente escalables, lo que su vez les confiere un importante poder en términos de determinación de precios y acceso al mercado.

Analizando estas realidades económicas se podría llegar a unas cuantas conclusiones. Para comenzar, la economía pandémica ha acelerado la tendencia previa a la pandemia que favorece la creación de valor de bienes intangibles mediante empresas con una cantidad de empleados relativamente menor. Podemos esperar que esta tendencia continúe, aunque no al ritmo que le ha inducido la pandemia. Las empresas tradicionales se recuperarán, pero persistirá la brecha de creación de valor entre las firmas según los intangibles por empleado, manteniéndose como un importante desafío económico y social.

La idea de que los mercados y la economía están divergiendo refleja un gran énfasis sobre índices específicos. Pero, por sí solo, ningún índice puede ofrecer un resumen útil del mercado en general, para no mencionar las tendencias y condiciones económicas. Además, en la economía pandémica los índices del mercado accionario se opacan incluso más que lo normal, debido a las grandes divergencias de los resultados económicos entre sectores y para quienes trabajan en ellos.

Por último, dada la desproporcionada contribución de los bienes intangibles digitales a la creación de valor, cuesta ver un modo de revertir la tendencia al aumento de la desigualdad de la riqueza. Puesto que los balances de los que disfrutan de menos recursos carecen en gran medida de un alto contenido intangible y digital, no se verán beneficiados por las ganancias de la actual dinámica económica y tecnológica.

(Michael Spence, a Nobel laureate in economics, is Professor of Economics Emeritus and a former dean of the Graduate School of Business at Stanford University. He is Senior Fellow at the Hoover Institution, serves on the Academic Committee at Luohan Academy, and co-chairs the Advisory Board of the Asia Global Institute. He was chairman of the independent Commission on Growth and Development, an international body that from 2006-10 analyzed opportunities for global economic growth, and is the author of The Next Convergence: The Future of Economic Growth in a Multispeed World)

- La peligrosa nueva estrategia de la Fed (Project Syndicate - **31/8/20**)

Nueva York.- El 27 de agosto, la Reserva Federal de los Estados Unidos publicó un comunicado de prensa con un resumen de cambios a su estrategia de política monetaria y objetivos a largo plazo; el presidente de la Fed, Jerome Powell, expuso las modificaciones más detalladamente en un discurso que pronunció luego ese mismo día. Ambos documentos son una colección de errores de tipo I y de tipo II. Si la Fed aplica la nueva estrategia con determinación, puede causar un daño económico real a Estados Unidos y al mundo.

Comencemos con un pequeño error de omisión. En su discurso, Powell se refirió al doble mandato legal de maximización del empleo y estabilidad de precios impuesto a la Fed, sin hacer mención, como es norma, del tercer mandato de mantener tipos de interés a largo plazo moderados. La herramienta obvia para el manejo de los tipos de interés a largo plazo es el control de la curva de rendimientos, pero el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC), el órgano que decide las políticas de la Fed, no menciona este instrumento, ni siquiera en el contexto de la búsqueda de máximo nivel de empleo y estabilidad de precios.

El problema real, sin embargo, comienza con la reinterpretación que hace el FOMC del concepto de “máximo nivel de empleo”. El comunicado de prensa señala que las decisiones del comité se basarán en su evaluación del “déficit de empleo respecto del nivel máximo”. La declaración de estrategia original del FOMC, adoptada en 2012, hablaba de “desviaciones respecto del nivel máximo”.

Esta nueva interpretación asimétrica es muy preocupante. La implicación sería que el máximo nivel de empleo sólo se ha conseguido cuando cada persona en edad de trabajar tiene un trabajo a tiempo completo (y tantas horas extra como desee) o que la curva de Phillips (que plantea una relación inversa entre inflación y desempleo) ha pasado a mejor vida (cuando a lo sumo está desmayada). Ahora parece que la Fed no endurecerá la política monetaria ni siquiera si el nivel real de empleo supera aquel en el cual comienzan a aparecer presiones inflacionarias en el mercado laboral, algo que necesariamente sucederá debajo del nivel de empleo máximo estipulado por el FOMC.

Las metas por mandato de la Fed deberían tener contenido normativo claro y ser susceptibles a la influencia de sus políticas. Pero en relación con la estabilidad de precios, el FOMC ha adoptado una variante flexible de las metas de inflación promedio (que tampoco es una forma transparente de seguir metas de nivel de precios). Según el comunicado de prensa, la Fed ahora “busca lograr un promedio del 2% de inflación a lo largo del tiempo”. De modo que “a continuación de períodos prolongados de inflación inferior al 2%, lo mejor sería que la política monetaria apunte a una inflación ligeramente superior al 2% por algún tiempo”.

Esto quiere decir que la inflación pasada influirá en la política monetaria actual y futura de la Fed. Pero la inflación pasada ya es historia, y debería ser irrelevante para la formulación de políticas, a diferencia de la inflación actual y la esperada, que tienen contenido normativo y son susceptibles a las políticas de la Fed.

Es verdad que allí donde la inflación pasada influya en las expectativas de inflación, el pasado influirá en la política monetaria actual y futura. Pero las expectativas de inflación también dependen, y dependerán siempre, de otros factores. **Una política de metas de inflación promedio es mala economía.**

**En vez de eso, la fijación de metas de inflación flexibles es el mejor modo, con diferencia, para formular los objetivos y el modus operandi de la política monetaria.** En esta clase de régimen, el banco central sube (baja) las tasas de referencia cuando la inflación futura prevista es mayor (menor) que la meta y cuando el nivel de empleo está por encima (debajo) de la mejor estimación disponible del máximo nivel de empleo, definido como el nivel de empleo en equilibrio donde la inflación real y la esperada coinciden con la meta de inflación; es decir, el nivel natural de empleo.

Luego la Fed comete errores de omisión grandes. Para empezar, el FOMC no habla de potenciar su arsenal de política monetaria eliminando el límite inferior efectivo que opera sobre las tasas de referencia. Es de suponer que esa limitación es mayor ahora, en un entorno persistente de tipos de interés bajos, que en el pasado. Pero esto es porque las autoridades, en Estados Unidos y en todo el mundo, no han querido eliminarla.

El modo más fácil de hacerlo es abolir el dinero en efectivo (con el beneficio adicional de gravar la actividad delictiva) pero hay otras formas de lograr lo mismo. Esta medida no sólo permitiría a la Fed bajar las tasas de referencia cuando el límite inferior efectivo se lo hubiera impedido, sino también bajar la meta de inflación al nivel compatible con una tasa de inflación «verdadera» cero (un nivel probablemente inferior al 2%).

El segundo gran error de omisión del FOMC es la ausencia de cualquier análisis de por qué desde el inicio de la pandemia de COVID‑19 la Fed no amplió y modificó la composición de su balance lo más posible para dar apoyo a la actividad económica.

**En la semana del 6 de enero de 2020, la Fed tenía un activo consolidado equivalente a 4,15 billones de dólares (el 19,3% del PIB de Estados Unidos en 2019). En la semana del 17 de agosto, su balance había crecido a 7,01 billones (32,7% del PIB de 2019). Pero este crecimiento (equivalente al 13,4% del PIB del año pasado en sólo siete meses) palidece en comparación con la evolución del balance del Banco Central Europeo durante el mismo período. Entre el 3 de enero y el 14 de agosto, el activo consolidado total del Eurosistema aumentó de unos 4,7 billones de euros (5,6 billones de dólares), el 39,2% del PIB de la eurozona en 2019, a 6,4 billones de euros, el 53,7% del PIB de 2019. De modo que durante el mismo período, el balance del Eurosistema creció más rápido que el de la Fed (un incremento equivalente al 14,5% del PIB del año anterior).**

La Fed debe convencer al Departamento del Tesoro de los Estados Unidos para que aporte más capital y más garantías sobre su tenencia de activos de riesgo en lo que debería ser un balance considerablemente mayor. Como emisora de la única moneda de reserva global viable, la Fed tiene una capacidad única para incrementar su balance y su exposición a riesgo (incluso sin apoyo adicional del Tesoro). Aun así, no hizo lo suficiente durante la pandemia.

**Los últimos cambios al marco de política monetaria de los Estados Unidos son desacertados, potencialmente dañinos y no resuelven una variedad de problemas cruciales. La Fed debe abandonar su nueva estrategia y hacer un uso pleno y efectivo de los instrumentos de política que tiene (o podría tener) a su disposición.**

(Willem H. Buiter, a former chief economist at Citigroup, is a visiting professor at Columbia University)

- La nueva creación de la banca central (Project Syndicate - **16/9/20**)

Londres.- El discurso que pronunció el mes pasado el presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos, Jerome Powell, en el simposio de la institución en Jackson Hole, donde expuso los resultados de la revisión de la política monetaria de la Fed iniciada hace un año, estuvo lleno de estrellas. No las que titilan, sino las que en forma de asterisco aparecen en los símbolos r\* y u\*, que expresan las estimaciones de la Fed en materia de tipos de interés y desempleo.

El símbolo r\* se refiere al tipo de interés real en equilibrio, mientras que u\* es la tasa natural de desempleo. Ambos indicadores muestran una caída en años recientes, pero a diferencia de las estrellas fugaces de la vieja canción Catch a Falling Star, la Fed no consigue atraparlos. Los integrantes del Comité Federal de Mercado Abierto de la Fed opinan, en promedio, que desde 2012 (momento de la última reformulación de objetivos de la Fed) el indicador r\* se redujo de 4,25% a 2,5%, mientras que u\* cayó de 5,5% a 4,1%.

Estas caídas se asocian con lo que en opinión de Powell es un “déficit persistente de inflación respecto de nuestro objetivo a largo plazo del 2%”. Según los funcionarios, al reducirse las expectativas de inflación y los tipos de interés, la Fed se encontró por largos períodos en el límite inferior efectivo de la política monetaria, lo que le restó flexibilidad para estimular la demanda cuando era necesario. Una consecuencia es que el promedio de inflación anual en Estados Unidos durante la última década ha sido apenas 1,75%, y estuvo por debajo de la meta el 63% del tiempo.

Esto llevó a lo que la antecesora de Powell, Janet Yellen, denominó “un cambio bastante sutil” en la política de la Fed, que sin embargo puede terminar siendo trascendental. Powell inventó un acrónimo: FAIT, que si en francés se le agrega “accompli”, quiere decir un hecho consumado. Pero en realidad se refiere a Flexible Average (2%) Inflation Target (meta de inflación flexible del 2% en promedio), un hecho que llevará algún tiempo concretar.

La idea es que cuando la inflación efectiva resulte inferior al 2%, la Fed deberá tolerar por algún tiempo una inflación superior a la meta, para recuperar el terreno perdido. Y en relación con el desempleo, los funcionarios deberán tener en cuenta el “déficit” de empleo en vez de las “desviaciones” respecto del nivel de equilibrio. Es una distinción sutil, pero significa que la Fed tal vez permita que el empleo supere por algún tiempo el nivel máximo en equilibrio, siempre que la inflación no se acelere (la política anterior de la Fed hubiera sido subir las tasas en forma preventiva).

El discurso de Powell, visto como una señal de que habrá política monetaria expansiva por algún tiempo, obtuvo en general buena acogida. Tal vez podamos perdonar que los banqueros no estén tan emocionados, ya que la continuidad de tipos de interés bajos no es buena para las ganancias. Pero una de las consecuencias puede ser una curva de rendimientos más pronunciada cuando suban las expectativas de inflación. Y a los bancos tal vez les sirva de consuelo el hecho de que nadie habló de tasas negativas, algo que no figura en la agenda (al menos en Estados Unidos).

Pero subsisten diversas incertidumbres. ¿Cómo medirá la Fed el valor de u\* en el futuro? ¿Qué período usará para determinar que hubo un déficit de inflación? Si la diferencia entre el nivel de precios y la meta supera el 3%, ¿entonces quiere decir que 5% de inflación por uno o dos años estaría bien? Sólo el tiempo nos dirá las respuestas.

¿Y cómo influirá este cambio de política en el resto de los bancos centrales?

El Banco Central Europeo todavía está en medio de su propia revisión de política, iniciada en enero por la nueva presidenta, Christine Lagarde. El BCE tiene más motivos que la Fed para el autoexamen, ya que ha estado todavía más lejos del objetivo de inflación anual del 2%. La última vez que hubo inflación mayor al 2% fue en 2012, y después de eso ha sido siempre baja. ¿Debería entonces el BCE seguir el ejemplo de la Fed?

Un problema es que a diferencia de la Fed, el BCE no tiene que cumplir un doble mandato. Aunque debe respaldar las políticas económicas de la Unión Europea en general, el mandato principal es mantener la estabilidad de precios. Y además, el BCE tiene que preocuparse por lo que haga el Tribunal Constitucional Federal de Alemania. Los jueces alemanes no tienen buena opinión de la flexibilización cuantitativa, y están dispuestos a seguir dando batalla.

Una revisión radical de la política del BCE involucraría a los gobiernos, y tal vez una enmienda de tratados, lo cual sería para el BCE meterse en terreno peligroso. ¿Qué otros objetivos propondrán los gobiernos populistas? Además, aunque es posible que la pereza económica de la eurozona sea más atribuible a falta de estímulo fiscal suficiente que a errores del BCE, habrá presión para que adopte una estrategia de metas promedio como la de la Fed. Pero si la intención fuera recuperar todo el terreno perdido desde 2010 entonces habría que permitir un gran aumento de precios. Yo creo que a lo sumo habrá cambios ligeros.

¿Y el Banco de Inglaterra? En este caso no hay tantos motivos para introducir cambios, ya que la inflación promedio viene siendo más o menos igual a la meta, con la ayuda de la depreciación de la libra. Y cambiar el mandato del Banco es en realidad competencia del gobierno, ya que es este el que fija la meta de inflación.

Aun así hay un sordo rumor de descontento. Gordon Brown, autor de la meta inicial en 1997, sostuvo hace poco que el Banco de Inglaterra también debe buscar el máximo nivel de empleo. Y otras figuras cercanas al gabinete del primer ministro Boris Johnson quieren tener al Banco más controlado y acercar su proceso de toma de decisiones al gobierno; tal vez poniéndole una meta de PIB nominal (que combinaría inflación con crecimiento real) y exigiéndole «coordinación» con el Tesoro.

Así que el “cambio sutil” tal vez no sea la última palabra. Parecía que los bancos centrales habían llegado a un momento de “fin de la historia” a mediados de los noventa, cuando todo el mundo adoptó las metas de inflación tras su éxito en Nueva Zelanda. Pero una generación después, la historia volvió a ponerse en marcha, con consecuencias impredecibles.

(Howard Davies, the first chairman of the United Kingdom’s Financial Services Authority (1997-2003), is Chairman of the Royal Bank of Scotland. He was Director of the London School of Economics (2003-11) and served as Deputy Governor of the Bank of England and Director-General of the Confederation of British Industry)

- La hora de la verdad para los bancos centrales (Project Syndicate - **15/9/20**)

Zúrich.- En Grilletes de Oro, su celebrado estudio del colapso del patrón oro en el período entre guerras, el historiador económico norteamericano Barry Eichengreen enfatizaba que importantes cambios políticos y sociales, en particular la extensión de la franquicia, habían tornado imposible mantener el sistema. Los electorados ya no estaban dispuestos a padecer austeridad si eso exigía aferrarse al patrón oro.

El régimen de política monetaria prevaleciente fue arrasado en el nuevo paisaje político. Algunos países, como Estados Unidos y el Reino Unido, fueron rápidos a la hora de ajustarse a las nuevas realidades, y a sus economías les fue bien. Otros, como Francia y Suiza, fueron lentos en su respuesta y sufrieron las consecuencias.

Los bancos centrales ahora se están acercando a un nuevo momento de “grilletes de oro”. En poco más de diez años, la crisis financiera global, el cambio climático y la pandemia del COVID-19 han transformado el entorno en el que operan -y la opinión pública no está de su lado.

Dos cambios en el sentimiento son especialmente evidentes. Primero, existe un amplio consenso entre la población de que el calentamiento global es real y de que la degradación ambiental es una amenaza grave. Muchos creen que los gobiernos -incluidos los bancos centrales- deben hacer todo lo posible para enfrentar estos problemas.

Segundo, las respuestas de los bancos centrales a la crisis financiera y a la pandemia han desatado un enorme incremento de la desigualdad de riqueza. Al reducir las tasas de política monetaria a cero o por debajo de cero y al comprar cantidades enormes de bonos gubernamentales, los bancos centrales han forzado una baja de las tasas de interés en línea con la curva de rendimiento a niveles bajos sin precedentes. En algunos países, en especial Alemania, los rendimientos sobre los vencimientos de toda la deuda gubernamental han caído por debajo de cero.

Si bien estas medidas han sido esenciales para darle a la economía un impulso extremadamente necesario, lo han hecho de la mano de un aumento de los precios de prácticamente todos los activos, incluidas las acciones, los bonos y los bienes raíces residenciales. Así es como funciona la política monetaria. Pero a una gran parte de la población le parece sumamente injusto que, mientras muchos han caído en el desempleo y sufrido penurias económicas como resultado de estas dos crisis, los dueños de activos han obtenido beneficios descomunales.

Algunos responsables de las políticas monetarias han dicho que, más allá de los cambios en el sentimiento público, sus mandatos les brindan pocos justificativos para abordar la desigualdad y las amenazas ambientales. Y, en cualquier caso, sostienen, las herramientas a su disposición no pueden lidiar con estos problemas de manera efectiva. Estos argumentos sin duda tienen algo de verdad, pero mucha gente los encuentra poco imaginativos y poco convincentes.

La presidente del Banco Central Europeo, Christine Lagarde, ha tomado la delantera a la hora de enfrentar la nueva realidad presionando para que el cambio climático sea incluido en una revisión estratégica del nuevo marco de política monetaria del BCE. Esa revisión puede concluir que el BCE debería tener en cuenta consideraciones ambientales cuando decide qué activos aceptar como garantía para sus operaciones monetarias, y cómo valorarlos.

Los reguladores bancarios europeos entonces pueden reducir los requisitos de capital sobre los activos “verdes” o aumentarlos sobre los activos “marrones”, con el argumento de que las regulaciones actuales subestiman el riesgo de las tenencias que no son amigables con el clima.

En general, los bancos centrales y los reguladores financieros parecen tener varias maneras de incorporar cuestiones ambientales en sus marcos de políticas si desearan hacerlo. Y como al BCE se le exige “respaldar las políticas económicas generales en la Unión”, entre las cuales se encuentra limitar el cambio climático, parecería pisar un terreno legal firme en ese sentido. Es importante que los bancos centrales reconozcan que pueden promover la ecologización de la economía sin perder de vista sus objetivos primarios en materia de política monetaria y estabilidad financiera.

La Reserva Federal de Estados Unidos recientemente se sumó a este impulso al convertirse en el primer banco central importante en incorporar consideraciones de desigualdad en su marco de políticas. Al anunciar el resultado de la revisión de la estrategia de política monetaria de la Fed el mes pasado, el presidente de la Fed, Jerome Powell, enfatizó que las comunidades negras e hispanas de Estados Unidos también se habían beneficiado de los mercados laborales restringidos antes de que estallara el COVID-19.

Powell agregó que la Fed apuntará sólo a la reducción de empleo de su nivel máximo al fijar la política, y que se preocupará menos por situaciones en las que el empleo exceda las estimaciones de su nivel sostenible máximo. Esto refleja la visión cada vez más generalizada de que es poco probable que las tasas de desempleo muy bajas generen inflación, y que beneficiarían marcadamente a los hogares de ingresos bajos y moderados.

En una situación en la que el BCE se preocupa por los riesgos ambientales y la Fed se preocupa por las perspectivas de las minorías en el mercado laboral, es claro que los tiempos están cambiando para los bancos centrales. Otros responsables de políticas monetarias seguirán sus pasos, y quienes no vean la necesidad o tengan una reacción lenta sufrirán un daño a su reputación como consecuencia de ello.

Los banqueros centrales de hoy harían bien en atender al consejo del último presidente de la Unión Soviética, Mijail Gorbachov. Cuando Gorbachov se reunió con líderes comunistas de Alemania del este en Berlín en octubre de 1989, les advirtió que quienes actúen demasiado tarde serán castigados por la vida. Un mes después, sus anfitriones, y su régimen, fueron arrasados.

(Stefan Gerlach is Chief Economist at EFG Bank in Zurich and a former deputy governor of the Central Bank of Ireland. He is also a former Executive Director and Chief Economist of the Hong Kong Monetary Authority and Secretary to the Committee on the Global Financial System at the BIS)

- La peligrosa apuesta de Europa para la recuperación (Project Syndicate - **25/9/20**)

París.- Para facilitar la recuperación de las economías europeas afectadas por la pandemia, en julio la Unión Europea acordó emitir 750.000 millones de euros (876.000 millones de dólares) de deuda para financiar 390.000 millones de euros en subvenciones y 360.000 millones de euros en préstamos a los estados miembros del bloque. El programa, llamado Next Generation EU, ha sido calificado con razón como un gran avance: nunca antes la UE se endeudó para financiar gastos, mucho menos transferencias a los estados miembros.

Pero el programa y su “instrumento para la recuperación y la resiliencia”, que hará la mayor parte de los desembolsos, son una apuesta de alto riesgo. Si el plan funciona, servirá de base para otras iniciativas, que pueden culminar en la creación de una unión fiscal a la par de la unión monetaria creada hace dos décadas. Pero si el programa no cumple los objetivos declarados y los intereses políticos prevalecen sobre la necesidad económica, las aspiraciones federalistas quedarán anuladas por toda una generación.

La primera duda tiene que ver con el volumen del programa. Aunque 390.000 millones de euros en subvenciones pueda parecer una cantidad importante de dinero, en realidad es menos del 3% del PIB de la UE, repartido a lo largo de varios años.

Jason Furman, expresidente del Consejo de Asesores Económicos de Barack Obama, calcula que la respuesta fiscal del gobierno de los Estados Unidos a la crisis financiera global de 2008 ascendió a 1,6 billones de dólares (alrededor del 10% del PIB): una cifra tres o cuatro veces mayor, en respuesta a un shock mucho más suave. De modo que en términos generales, hacer frente a la pandemia seguirá siendo tarea de los países del bloque por separado.

En realidad, el apoyo fiscal ya comprometido por los principales estados miembros de la UE representa entre el 7 y el 12% del PIB nacional (con una cantidad considerablemente mayor en preparación). Sin embargo, las subvenciones de la UE pueden ser muy importantes para algunos países que todavía no logran recuperarse de la crisis del euro. El monto de las transferencias, tras descontar lo que está previsto que se devuelva, rondará el 4% del PIB para España, 5% para Portugal y 8% para Grecia, según cálculos del BCE. Esto supera el 2,6% del PIB en ayudas que dio Estados Unidos a Europa conforme al Plan Marshall. Si se invierten con buen tino, semejantes cantidades pueden cambiar el destino económico de los países receptores.

La siguiente duda tiene que ver con la velocidad. En el segundo trimestre de este año, las economías de la UE entraron en caída libre, y aunque ya superaron lo peor, todavía operan cerca del 5% por debajo de su capacidad. En vista de la nueva ola de contagios y el aumento del desempleo, la cuestión inmediata es si el impulso de crecimiento de esas economías se mantendrá o debilitará.

Un retroceso en la recuperación de Europa puede generar un círculo vicioso de ahorro precautorio y empeoramiento de las expectativas, con riesgo de una segunda recesión. De modo que la estrategia adecuada es vincular el apoyo presupuestario con el ritmo de la recuperación: se debería tener listo el dinero ahora para desembolsarlo con rapidez cuando sea necesario.

Pero no nos equivoquemos: el paquete de apoyo de la UE no estará disponible de inmediato. Antes de empezar a usar ese dinero, el bloque deberá acordar prioridades, procedimientos y condiciones, algo que inevitablemente llevará tiempo. El BCE prevé que menos del 10% del dinero se desembolse en 2021. De modo que por ahora, la responsabilidad de sostener la recuperación sigue siendo de los estados miembros. Incluso en 2022, será demasiado pronto para pasar el relevo a la UE y empezar a desarmar los paquetes de estímulo nacionales. Hay que resistir la tentación de una consolidación fiscal anticipada.

Next Generation EU no pretende orquestar un estímulo cíclico de la demanda a la manera keynesiana, sino que su objetivo real es estructural: trazar una nueva senda de desarrollo económico. Se apunta a incrementar la resiliencia económica, facilitar la transición a una economía descarbonizada, acelerar la digitalización y mitigar las consecuencias sociales y regionales de la crisis de la pandemia. Lo que nos lleva a la tercera pregunta, que no se refiere a cuánto tardará el dinero de la UE en llegar al sur de Europa, sino si ayudará a enfrentar viejas lacras como la baja productividad, el desempleo estructural, la desigualdad y la dependencia de tecnologías con alta emisión de carbono.

En estas cuestiones, la postura de la UE es clara, y hace poco la Comisión Europea estipuló el tipo de planes de inversión y reformas que se espera que los estados miembros elaboren como condición para acceder a las ayudas. Los gobiernos nacionales tendrán la iniciativa en el diseño de los planes, pero deberán reformularlos si la UE considera que los proyectos son demasiado imprecisos o blandos para ser eficaces. Esto puede generar una situación política explosiva en países como Italia, cuyo primer ministro, Giuseppe Conte, se pasó días y noches luchando en la cumbre de julio contra los intentos de los países septentrionales del bloque de supeditar el apoyo financiero a la implementación de reformas predefinidas.

Así que se llegó a una solución intermedia que es razonable pero frágil. Consiste en que los planes de los estados miembros se evaluarán según el cumplimiento de sus metas declaradas y otros objetivos generales como el crecimiento, la creación de empleo y la resiliencia, y que los desembolsos estarán atados a que los países receptores alcancen una serie de indicadores acordados. Este esquema no implica ni condicionalidad política (“primero hagan la reforma previsional, después hablamos”) ni aprobación automática (“aquí tienen el dinero, sólo manténgannos al tanto del uso que le dan”). Más bien, se lo entiende como un contrato por el cual las ayudas están destinadas al logro de determinados objetivos y la UE controlará que se den las condiciones necesarias para alcanzarlos.

Pero podemos prever acaloradas controversias si la Comisión, en cumplimiento de sus funciones, rechaza los planes ineficaces y demora los desembolsos cuando no se alcancen los indicadores. El riesgo está en que el proceso termine convertido en una porfía burocrática indescifrable para la opinión pública que dé argumentos a los populistas.

Para no caer en esta trampa, la UE tendrá que hallar el equilibrio justo entre la intromisión y la indulgencia. Debería elegir para cada país receptor unos pocos objetivos y criterios específicos, claros y casi indiscutibles; y estar dispuesta a defenderlos. También tendrá que vigilar la asignación de fondos y frenar cualquier atisbo de malversación. Como ha señalado Guntram Wolff (del centro de estudios Bruegel) el menor indicio de corrupción sería letal para las grandes ambiciones de Europa.

Thomas Edison dijo que el genio es 1% de inspiración y 99% de transpiración. La de julio fue una decisión inspirada, ahora es tiempo de que Europa empiece a transpirar por una buena causa.

(Jean Pisani-Ferry, a senior fellow at Brussels-based think tank Bruegel and a senior non-resident fellow at the Peterson Institute for International Economics, holds the Tommaso Padoa-Schioppa chair at the European University Institute)

- La desconexión entre las bolsas y la economía real (Project Syndicate - **5/10/20**)

Cambridge.- ¿Por qué las cotizaciones bursátiles vuelan, cuando la economía real sigue estando tan frágil? Un factor es cada vez más evidente: la crisis afectó sobre todo a pequeñas empresas y trabajadores de servicios con bajos ingresos, que son esenciales para la economía real, pero no tanto para las bolsas. Y aunque el buen desempeño bursátil actual admite otras explicaciones, todas tienen sus limitaciones.

Por ejemplo, como las bolsas se anticipan al futuro, las cotizaciones actuales pueden deberse a optimismo por la inminente aparición de vacunas eficaces contra la COVID‑19 y mejores opciones de testeo y tratamiento, que permitirán un modelo de confinamiento más limitado y selectivo. Es posible que esta previsión esté justificada; pero también puede ser que los mercados estén subestimando la probabilidad de que en los próximos meses se produzca una segunda ola de contagios importante y exagerando la eficacia y el impacto de la primera generación de vacunas.

Una segunda explicación, tal vez más convincente, del desempeño actual de las bolsas es que los bancos centrales bajaron los tipos de interés hasta casi cero. Como los mercados están convencidos de que es poco probable una suba de tasas en un futuro cercano, los precios de activos duraderos (casas, arte, oro, hasta el bitcoin) recibieron un impulso generalizado al alza. Y como los flujos de ingresos de las empresas tecnológicas se extienden a gran distancia en el futuro, fueron las más beneficiadas por los bajos tipos de interés.

Pero tampoco está claro que los mercados tengan razón al anticipar que este contexto de tasas bajas durará para siempre. Al fin y al cabo, incluso cuando la demanda global se haya recuperado, puede ocurrir que las restricciones del lado de la oferta persistan por mucho tiempo (sobre todo las derivadas de la desglobalización).

Una tercera explicación es que además de ofrecer tipos de interés superbajos, los bancos centrales han dado respaldo directo a los mercados de bonos privados (una intervención que en el caso de la Reserva Federal de los Estados Unidos es inédita). Las compras de bonos privados no deben considerarse política monetaria en el sentido convencional; más bien, parecen una política cuasifiscal, donde el banco central actúa como agente del Tesoro en una situación de emergencia.

Como tal, es probable que esta intervención particular sea transitoria, aunque los bancos centrales todavía no han logrado transmitir este hecho a los mercados. Pese al pronunciado aumento de la volatilidad macroeconómica y a una oferta creciente de deuda corporativa, lo cierto es que en muchos mercados, los diferenciales de tipos de interés con la deuda pública se redujeron, y hasta ahora, la cantidad de grandes quiebras corporativas se mantiene considerablemente baja si se tiene en cuenta la magnitud de la recesión.

Tarde o temprano, los mercados tendrán que darse cuenta de que el respaldo ilimitado con dinero público no durará para siempre. En última instancia, la cantidad de riesgo que tienen permitido asumir los bancos centrales es limitada, y la creencia en que aún tienen apetito de seguir haciéndolo puede resultar errónea, si en los próximos meses se produce una segunda ola de contagios importante.

Aunque estas tres explicaciones ofrecen algunas pistas respecto de la contradicción entre las bolsas y la economía real, todas tienden a omitir una pieza importante del rompecabezas: el hecho de que el perjuicio económico de la COVID‑19 no recae en compañías que cotizan en bolsa, sino en pequeñas empresas y cuentapropistas de servicios (tintorerías, restoranes, proveedores de entretenimiento, etc.) que no están presentes en los mercados bursátiles (más afines a la producción industrial). Esos actores de menor tamaño no tienen capital suficiente para sobrevivir un golpe de semejante duración y magnitud. Y los programas estatales que por algún tiempo ayudaron a mantenerlos a flote ya empiezan a ser insuficientes, lo que aumenta el riesgo de que una segunda ola de contagios provoque un efecto “bola de nieve”.

La quiebra de algunos pequeños emprendimientos puede verse como un hecho natural, parte de una reestructuración económica a gran escala activada por la pandemia. Pero también quebrarán muchas otras empresas que normalmente serían viables; y eso reforzará todavía más el poder de mercado de las grandes corporaciones, lo cual también explica la euforia de las bolsas. (Es verdad que algunas empresas grandes iniciaron procedimientos de quiebra, pero la mayoría, y en particular las tiendas minoristas físicas, ya estaban en problemas antes de la pandemia).

Algo que pone de manifiesto cómo la pandemia no afectó a todos por igual es el hecho de que la recaudación fiscal no se redujo tanto como podía preverse en vista de la magnitud de la recesión y del nivel histórico de desempleo (a lo que podemos sumar, en el caso de Europa, los enormes programas para el mantenimiento de trabajadores suspendidos). La razón es obvia: la pérdida de empleo afectó sobre todo a trabajadores de bajos ingresos que pagan menos impuestos.

Pero frente a la euforia actual de las bolsas, hay una serie de riesgos que trascienden la economía, entre ellos una posibilidad considerable de que la elección presidencial estadounidense de noviembre termine en una crisis política inédita. La debacle de 2008 generó amplio rechazo a una formulación de políticas aparentemente más favorable al sector financiero que a la gente de a pie. Ahora Wall Street volverá a ser el malo de la película, pero la ira populista también apuntará a Silicon Valley.

Un resultado probable (sobre todo si el proceso de desglobalización en curso hace más difícil el traslado de operaciones empresariales a países de baja tributación) será una inversión de la tendencia a la reducción de impuestos corporativos. Eso afectará a las cotizaciones (y sería un error pensar que la reacción populista se detendrá allí).

Mientras las altas cotizaciones bursátiles no se sustenten en una recuperación (sanitaria y económica) generalizada, los inversores no deberían fiarse mucho de las ganancias exageradas que están obteniendo durante la pandemia. Al fin y al cabo, todo lo que sube puede bajar.

(Kenneth Rogoff, Professor of Economics and Public Policy at Harvard University and recipient of the 2011 Deutsche Bank Prize in Financial Economics, was the chief economist of the International Monetary Fund from 2001 to 2003. He is co-author of This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly and author of The Curse of Cash)

- El núcleo de la nueva estrategia del BCE (Project Syndicate - **8/10/20**)

Londres.- El Banco Central Europeo ha decidido seguir los pasos de la Reserva Federal de Estados Unidos y ha lanzado una revisión en profundidad de su estrategia de política monetaria. Pero, al contemplar cambios fundamentales en su enfoque, los bancos centrales deberían ser conscientes de las posibles alteraciones en su entorno operativo.

No hay nada donde esto sea más válido que en las estrategias para abordar el cambio climático, una de las cuestiones más importantes de nuestro tiempo. Ya que los países europeos han prometido que sus economías serían neutras en carbono en 2050, el BCE ahora debe pensar de qué manera su marco de política monetaria podría ayudarlos con esa transición.

Si bien el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea estipula que mantener la estabilidad de precios es el principal objetivo del Sistema Europeo de Bancos Centrales, también sostiene que, “Sin perjuicio de ese objetivo… el SEBC apoyará las políticas económicas generales en la Unión con la idea de contribuir al logro de los objetivos de la Unión según establecidos en el Artículo 3 del Tratado de la Unión Europea”. De acuerdo con el Artículo 3, la Unión “trabajará para… una economía de mercado social altamente competitiva, apuntando al pleno empleo y al progreso social, y a un alto nivel de protección y mejora de la calidad del medio ambiente”.

Obviamente, una economía descarbonizada no se puede lograr sin cambios estructurales profundos. En este sentido, la crisis del COVID-19 ha ofrecido un golpe de realidad. **Mientras que el Fondo Monetario Internacional estima que la pandemia reducirá el PIB global este año en alrededor del 4,9%, la Agencia Internacional de la Energía anticipa una reducción global del 8% en las emisiones de dióxido de carbono**. Sin embargo, las reducciones de emisiones de esa magnitud deben producirse todos los años entre ahora y el 2030 si queremos tener alguna chance de mantener las temperaturas promedio globales a no más de 1,5°C de los niveles preindustriales.

Además de las pérdidas humanas, la recesión global ha impuesto una enorme carga sobre las finanzas públicas, amenazando la educación de los jóvenes, así como los progresos realizados por las mujeres y los países en desarrollo en las últimas décadas. La conclusión es que el cambio climático se puede encarar reduciendo simplemente la actividad económica; revisar los sistemas de producción existentes será absolutamente necesario. La única manera de alcanzar emisiones netas cero en 2050 es transformando la manera en que producimos, transportamos y consumimos.

Una de las maneras más eficientes de hacerlo -y quizá la única- es aumentar el precio del carbono acelerando al mismo tiempo el ritmo de la innovación tecnológica. Pero esta estrategia inevitablemente originaría shocks de demanda importantes. El costo de los insumos, particularmente la energía, se volvería más volátil en tanto suba el precio del carbono y los renovables reemplacen gradualmente a los combustibles fósiles. Y, más allá de la energía, el transporte y la agricultura también serían objeto de grandes cambios potencialmente disruptivos en los precios relativos.

Sea cual fuere el marco monetario que acuerden los bancos centrales, tendrá que poder contemplar los grandes cambios estructurales y los efectos de los precios relativos introducidos por la descarbonización. Como no es posible mantener una tasa constante de incremento en todos los precios, la pregunta para los responsables de las políticas monetarias será qué índice de precios estabilizar.

Según el marco actual, el BCE fija la meta de inflación de la eurozona mediante el Índice de Precios de Consumo Armonizado (IPCA). Pero este índice incluye los precios de la energía, lo que no lo hace apropiado para el desafío de la descarbonización. Dado que la inflación de los precios del carbono ha sido establecida por los responsables de las políticas de la UE, el BCE no debería intentar una reducción forzada de otros precios en el IPCA cuando el precio relativo de la energía aumenta, ya que eso crearía distorsiones aún mayores.

La conclusión inevitable, entonces, es que el BCE tendrá que abandonar el índice de IPCA y utilizar índices de inflación básica que excluyan los precios de la energía y de los alimentos. La razón no es sólo que la inflación básica es un indicador más confiable del componente de inflación de frecuencia más baja. El motivo, más bien, es que las autoridades monetarias necesitarán distinguir entre los cambios de precios que están ocurriendo por buenas razones (como resultado de cambios estructurales deseables) versus los cambios de precios que indican un desequilibrio temporario entre oferta y demanda. El BCE debería intentar minimizar sólo la segunda categoría.

Es verdad, a veces se dice que los bancos centrales deberían utilizar los índices de precios al consumidor como el IPCA porque estos reflejan mejor el poder de compra y facilitan la explicación de las decisiones en materia de políticas. Sin embargo, encuestas recientes demuestran que a la población ya le cuesta entender el marco actual.

Claramente, los bancos centrales necesitan mejorar sus políticas de comunicación. Pero no es obvio que utilizar un índice de precios básicos del que se hayan excluido los precios de la energía sea más problemático que la estrategia actual en lo que concierne a comunicar información a la población. Y debería ser aún menos problemático para los expertos que siguen de cerca las cuestiones de política monetaria.

Más allá de cambiar su precio objetivo, el BCE también podría considerar reformas para lograr que su marco sea más robusto frente a shocks de oferta. Una opción es apuntar a un camino para un PIB nominal, para que los shocks impulsores de costos acompañados por desaceleraciones económicas no generen aumentos no deseados de la tasa de interés. En un contexto post-pandemia donde los niveles nominales de deuda serán altos por mucho tiempo, sería problemático tener que ajustar la política monetaria sólo porque un shock de oferta adverso llevó la inflación por encima del 2%. Si el crecimiento real del PIB (ajustado por inflación) fuera atenuado, un ajuste monetario podría desestabilizar la dinámica de deuda y derivar en consecuencias dramáticas.

Por el contrario, en un marco con un objetivo de PIB nominal y reglas fiscales creíbles en la eurozona, el BCE estaría mejor posicionado para gestionar una disminución ordenada y gradual de los ratios deuda-PIB mientras que la estabilidad de precios estaría garantizada en el mediano plazo.

Como sea, previendo los cambios estructurales importantes que existen por delante, la primera tarea del BCE es obvia. Llegó el momento de que cambie su precio objetivo a un índice de precios básicos, para que su estrategia sea más apropiada para la agenda climática y de descarbonización más amplia de la UE.

(Hélène Rey is Professor of Economics at the London Business School and a member of the Haut Conseil de Stabilité Financière)

- Capitalismo post-COVID (Project Syndicate - **12/10/20**)

Ginebra.- Ningún acontecimiento desde el fin de la Segunda Guerra Mundial ha tenido un impacto global tan profundo como el COVID-19. La pandemia ha desatado una crisis de salud pública y económica en una escala nunca vista en generaciones y, al mismo tiempo, ha exacerbado problemas sistémicos como la desigualdad y la postura de las grandes potencias.

La única respuesta aceptable para una crisis semejante es intentar aplicar un “Gran Reinicio” de nuestras economías, políticas y sociedades. En verdad, éste es un momento para reevaluar las vacas sagradas del sistema pre-pandemia, pero también para defender ciertos valores de larga data. La tarea que enfrentamos es la de preservar los logros de los últimos 75 años de una manera más sostenible.

En las décadas posteriores a la Segunda Guerra Mundial, el mundo hizo avances sin precedentes en cuanto a erradicar la pobreza, reducir la mortalidad infantil, aumentar la expectativa de vida y expandir el alfabetismo. Hoy, la cooperación y el comercio internacional, que impulsaron la mejora de posguerra en éstas y muchas otras mediciones del progreso humano, deben mantenerse y defenderse frente a un renovado escepticismo de sus méritos.

Al mismo tiempo, el mundo también debe seguir prestando atención a la cuestión definitoria de la era pre-pandemia: la “Cuarta Revolución Industrial” y la digitalización de innumerables actividades económicas. Los recientes avances tecnológicos nos han dado las herramientas que necesitamos para enfrentar la crisis actual -inclusive a través del rápido desarrollo de vacunas, nuevos tratamientos y equipamiento de protección personal-. Necesitaremos seguir invirtiendo en investigación y desarrollo, educación e innovación, mientras creamos protecciones contra quienes hacen un mal uso de la tecnología.

Pero también será necesario reevaluar otras consignas de nuestro sistema económico global con una mente abierta. Una de las principales es la ideología neoliberal. El fundamentalismo de libre mercado ha erosionado los derechos de los trabajadores y la seguridad económica, ha desatado una carrera desregulatoria hacia el fondo y una ruinosa competencia impositiva, y ha permitido el surgimiento de nuevos monopolios globales gigantescos.

Las reglas de comercio, tributación y competencia que reflejan décadas de influencia neoliberal ahora tendrán que ser revisadas. De lo contrario, el péndulo ideológico –ya en movimiento- podría oscilar de vuelta hacia el proteccionismo a gran escala y hacia otras estrategias económicas perjudiciales para todos.

Específicamente, será necesario que reconsideremos nuestro compromiso colectivo con el “capitalismo” como lo hemos conocido. Obviamente, no deberíamos prescindir de los motores básicos del crecimiento. Le debemos gran parte del progreso social del pasado a la iniciativa empresarial y a la capacidad de crear riqueza asumiendo riesgos y buscando modelos de nuevos negocios innovadores. Necesitamos que los mercados asignen recursos y la producción de bienes y servicios de manera eficiente, en especial cuando se trata de enfrentar problemas como el cambio climático.

Pero debemos repensar a qué nos referimos cuando hablamos de “capital” en sus muchas iteraciones, ya sea financieras, ambientales, sociales, o humanas. Los consumidores de hoy no quieren más y mejores bienes y servicios por un precio razonable. Por el contrario, cada vez más esperan que las empresas contribuyan al bienestar social y al bien común. Existe una necesidad fundamental y una demanda cada vez más generalizada de un nuevo tipo de “capitalismo”.

Para reconsiderar el capitalismo, debemos reconsiderar el papel de las corporaciones. Un exponente temprano del neoliberalismo, el economista y premio Nobel Milton Friedman, creía (citando al ex presidente norteamericano Calvin Coolidge) que “el negocio de los negocios es el negocio”. Pero cuando Friedman bregaba por la doctrina de la primacía de los accionistas, no consideraba que una empresa listada en bolsa tal vez no fuera sólo una entidad comercial sino también un organismo social.

Asimismo, la crisis del COVID ha demostrado que las empresas que invirtieron en fortalecer su vitalidad de largo plazo han estado mejor equipadas para capear la tormenta. De hecho, la pandemia ha acelerado el giro hacia un modelo de capitalismo corporativo de partes interesadas, tras la adopción de este concepto por parte de la Mesa Redonda de los Negocios de Estados Unidos el año pasado.

Pero para que se mantengan las prácticas empresarias más conscientes desde un punto de vista social y ambiental, las empresas necesitan lineamientos más claros. Para satisfacer esa necesidad, el Consejo Internacional de Empresarios del Foro Económico Mundial ha desarrollado un conjunto de “**Métricas de Capitalismo de Partes Interesadas**” para que las empresas puedan estar de acuerdo en lo que concierne a evaluar valor y riesgos.

Si la crisis del COVID nos ha demostrado algo es que los gobiernos, las empresas o los grupos de la sociedad civil que actúan por sí solos no pueden hacer frente a los desafíos globales sistémicos. Necesitamos romper los compartimientos que mantienen aisladas a estas esferas y empezar a construir plataformas institucionales para la cooperación público-privada. Igual de importante es que las generaciones más jóvenes deben participar en este proceso, porque tiene que ver inherentemente con el futuro de largo plazo.

Finalmente, debemos ampliar nuestro esfuerzo por reconocer la diversidad de contextos, opiniones y valores entre los ciudadanos en todos los niveles. Cada uno de nosotros tiene su propia identidad individual, pero todos pertenecemos a comunidades locales, profesionales, nacionales y hasta globales con intereses compartidos y destinos entrelazados.

El Gran Reinicio debería buscar darle voz a quienes han quedado rezagados, para que todos los que estén dispuestos a “definir conjuntamente” el futuro puedan hacerlo. El reinicio que necesitamos no es una revolución o la adopción de alguna nueva ideología. Más bien, debería ser visto como un paso pragmático hacia un mundo más resiliente, cohesivo y sustentable. Algunos de los pilares del sistema global tendrán que ser reemplazados y otros, reparados o fortalecidos. Lograr un progreso, una prosperidad y una salud compartidos no exige nada más –ni nada menos.

(Klaus Schwab is Founder and Executive Chairman of the World Economic Forum)

- El desafío del gasto en infraestructura (Project Syndicate - **7/11/20**)

Cambridge.- Noticias alentadoras acerca de tratamientos antivirales más eficaces y vacunas prometedoras generan un cauto optimismo respecto de que al menos en los países ricos sea posible domar la pandemia de COVID‑19 a fines de 2021. Pero por ahora, mientras una terrible segunda ola se propaga por el mundo, sigue siendo esencial la implementación de medidas de alivio vigorosas y amplias. Es necesario que los gobiernos permitan un mayor aumento de la deuda pública para mitigar la catástrofe, incluso si eso implica costos a más largo plazo. Pero ¿cómo estimular un crecimiento que en las economías avanzadas ya era insuficiente antes de la pandemia?

Macroeconomistas de todas las vertientes coinciden en general en la conveniencia de gastar en infraestructuras productivas después de una recesión profunda. Yo siempre he sido de la misma idea, al menos mientras sean proyectos realmente productivos. Pero en las economías avanzadas, el gasto en infraestructura muestra hace décadas una tendencia declinante. (China está en un estadio de desarrollo muy diferente y es harina de otro costal.) Estados Unidos, por ejemplo, sólo gastó en 2017 el 2,3% del PIB (441.000 millones de dólares) en infraestructura de transporte e hídrica, un porcentaje menor al de cualquier período desde mediados de los cincuenta.

Sin embargo, es posible que esta renuencia a invertir en infraestructura esté a punto de terminarse. El presidente electo de los Estados Unidos Joe Biden se comprometió a priorizar la cuestión con un fuerte énfasis en la sostenibilidad y el combate al cambio climático. El paquete de estímulo de 1,8 billones de euros (2,2 billones de dólares) propuesto en la Unión Europea (formado por el nuevo presupuesto de 1,15 billones de euros por siete años y el fondo de recuperación de 750.000 millones de euros Next Generation EU) incluye un importante componente de inversión en infraestructura, que beneficiará en particular a los estados meridionales económicamente más débiles. Y el ministro de hacienda del Reino Unido, Rishi Sunak, ha planteado una ambiciosa iniciativa de inversión en infraestructura por 100 000 millones de libras (133.000 millones de dólares) que incluye la creación de un nuevo banco nacional de infraestructura.

Todo esto parece muy prometedor, dado el estado decadente de las infraestructuras en muchos países y el hecho de que hoy el costo de endeudamiento está en mínimos históricos. Pero después de la crisis financiera de 2008, los macroeconomistas también coincidieron en considerar que el gasto en infraestructura era una opción particularmente atractiva, de modo que la experiencia aconseja no apresurarse a dar por sentado que haya esta vez un estímulo significativo al crecimiento a largo plazo. Los microeconomistas, que analizan proyecto por proyecto los costos y beneficios de la inversión en infraestructura, siempre han sido más prudentes.

Una objeción importante, como observó hace un cuarto de siglo el difunto economista y exintegrante de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal de los Estados Unidos Edward Gramlich, es que casi todos los países desarrollados ya construyeron las infraestructuras más rentables (carreteras interestatales, puentes, sistemas de saneamiento, etc.). Aunque este argumento no me resulta del todo convincente (ya que parece haber mucho margen para introducir mejoras en la red de electricidad, proveer acceso universal a Internet, descarbonizar la economía y crear una educación del siglo XXI), los macroeconomistas no deberían apresurarse a desestimarlo.

El argumento de Gramlich tiene muchos parecidos con la tesis de Robert J. Gordon de que la explosión de nuevas ideas productivas que generó un crecimiento a gran escala en los siglos XIX y XX se ha ido agotando desde los años setenta. Algunos importantes macroeconomistas, incluida la experta en finanzas públicas Valerie Ramey, piensan que no es en modo alguno evidente que Estados Unidos tenga un nivel de capital público subóptimo.

Es verdad que en 2017 la Sociedad Estadounidense de Ingenieros Civiles le puso un insuficiente (D+) al estado general de la infraestructura estadounidense. Puede que esta evaluación desfavorable sea acertada, pero aun así es probable que la causa sea antes la subinversión en reparación y mantenimiento (en particular en el caso de los puentes) que el hecho de que no se construya, por ejemplo, un enlace ferroviario de alta velocidad entre Los Ángeles y San Francisco. De hecho, los especialistas en finanzas públicas en general coinciden en que en las economías avanzadas, la parte más rentable de la inversión en infraestructura es la que corresponde a reparación y mantenimiento. (No es así en las economías emergentes, donde una floreciente clase media dedica una importante proporción de sus ingresos a gastos de transporte.)

Dejando a un lado la factibilidad tecnológica y la conveniencia, puede que el principal obstáculo a la mejora de infraestructuras en las economías avanzadas sea que cada proyecto nuevo obliga a resolver complejas cuestiones de servidumbre de tránsito e impacto ambiental y objeciones de ciudadanos aprensivos representantes de una variedad de intereses.

En mi ciudad (Boston, Massachusetts), hubo un famoso proyecto vial llamado “Big Dig” que se convirtió en uno de los proyectos de infraestructura más caros de la historia de los Estados Unidos. El costo previsto inicial iba a ser 2.600 millones de dólares, pero según algunas estimaciones, la cifra final se infló a más de 15.000 millones a lo largo de 16 años de construcción. Y la causa no fue tanto la corrupción cuanto que se subestimó el poder de negociación de diversos grupos de intereses. Los policías exigieron pagos sustanciales por horas extra, los vecindarios afectados demandaron medidas de insonorización y compensaciones económicas, y la presión de crear empleo llevó a contratar más personal del necesario.

La construcción de la línea de metro de la Segunda Avenida en Nueva York fue una experiencia similar, aunque en una escala ligeramente menor. En Alemania, la reciente inauguración del nuevo aeropuerto de Berlín‑Brandemburgo se produjo con nueve años de atraso y un costo tres veces superior al previsto.

Aunque el valor de todos estos proyectos se mantenga, la pauta de sobrecostos que ponen de manifiesto debería echar paños fríos sobre la idea de que en tiempos de bajo costo financiero, cualquier proyecto de infraestructura es ganancia asegurada. Además, una inversión en infraestructura desacertada puede crear costos a más largo plazo, que van del daño ambiental a necesidades de mantenimiento excesivas.

En un entorno de tasas bajas como el actual, sigue habiendo razones convincentes para aumentar el gasto en infraestructura, pero se necesitará mucho saber tecnocrático para la comparación de proyectos y la evaluación realista de los costos. Una opción razonable sería crear un banco nacional de infraestructura a la manera del RU (el expresidente de los Estados Unidos Barack Obama había propuesto esta idea). De lo contrario es probable que el nuevo rapto de entusiasmo por la inversión en infraestructura termine siendo una oportunidad perdida.

(Kenneth Rogoff, Professor of Economics and Public Policy at Harvard University and recipient of the 2011 Deutsche Bank Prize in Financial Economics, was the chief economist of the International Monetary Fund from 2001 to 2003. He is co-author of This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly and author of The Curse of Cash)

- El engañoso encanto de la austeridad (Project Syndicate - **19/11/20**)

Berkeley.- Hace diez años y diez meses, el presidente de los Estados Unidos Barack Obama anunció, en su Discurso sobre el Estado de la Unión de 2010, que había llegado el momento de la austeridad. Según explicó: “Familias de todo el país se ajustan el cinturón y toman decisiones difíciles. El gobierno federal tiene que hacer lo mismo”. Tras anunciar la intención de congelar el gasto público por tres años, Obama sostuvo: “Como cualquier familia con escasez de efectivo, vamos a limitar el gasto de modo de invertir en lo necesario y sacrificar lo innecesario”. Tan grande era la aparente necesidad de austeridad que incluso se comprometió a “imponer esta disciplina (fiscal) mediante el veto”, por si los congresistas demócratas tenían otras ideas.

Inmediatamente después de estas apreciaciones (que parecían contrarias al sentido común económico) algunos en el gobierno de Obama trataron de convencerme de que las declaraciones del presidente eran puro teatro. Se daba por sentado que el gobierno, claro está, seguiría usando la política fiscal para reducir el desempleo por medio de rebajas impositivas y gasto en partidas que no quedarían congeladas: “seguridad nacional, Medicare, Medicaid y seguridad social”.

Pero el teatro político puede incidir profundamente en la discusión de políticas, al determinar qué argumentos tendrán capacidad de generar consenso en la esfera pública. Tras la crisis financiera de 2008, varios autores sostuvimos que en un contexto de desempleo que se mantenía elevado y tipos de interés extremadamente bajos, el costo de seguir financiando gasto público con deuda sería insignificante en comparación con los beneficios. Pero la retórica de Obama dio a la austeridad el atractivo bipartidista que necesitaba para imponerse.

Poco importó que la tasa de empleo de la población en edad de trabajar se hallara todavía en un triste 75,1%, tras caer desde el 80% de principios de 2007 (y casi 82% a mitad de 2000). Y con la austeridad, cuando Obama pronunció su segundo discurso inaugural en enero de 2013, la tasa de empleo todavía estaba en 75,6%. Casi tres años después, se mantenía en 77,4% (es decir, se había recuperado menos de la mitad de lo perdido desde 2007 y apenas un tercio de lo perdido desde 2000). Aun así, la entonces presidenta de la Reserva Federal Janet Yellen anunció en diciembre de 2015 que si no se subían los tipos de interés, la economía no tardaría en “sobrecalentarse”.

El resultado fue que la Fed empezó a subir su tasa de referencia, por primera vez en un decenio. La tasa de empleo estadounidense no volvió al nivel de 2007 hasta agosto de 2019, e incluso entonces, la renta nacional todavía estaba un 8,3% por debajo de la tendencia de crecimiento del período 2000‑07; es decir, no se había recuperado nada de la pérdida de ingreso real y producción registrada desde el discurso que dio Obama en enero de 2010.

En 2012, Lawrence H. Summers (director del Consejo Económico Nacional de la presidencia de Obama hasta enero de 2011) y yo advertimos que sin nuevos paquetes de estímulo fiscal a gran escala, la tasa de empleo, la productividad y el ingreso real jamás volverían a las tendencias de antes de 2007. En los últimos dos indicadores acertamos; la tasa de empleo terminó recuperándose, pero sólo después de doce años (el triple de tiempo que en otros ciclos económicos de la posguerra).

Summers y yo lo veíamos como una mera cuestión de aritmética. Según señalamos, los tipos de interés de la deuda pública estadounidense mostraban la voluntad de ahorristas de todo el mundo de pagarle al gobierno de Estados Unidos a cambio de proteger su patrimonio. Estados Unidos no sólo podía endeudarse gratis, sino que ni siquiera tenía necesidad de desviar recursos para cumplir los pagos de intereses y capital.

En esas condiciones, financiar más estímulo con deuda hubiera sido muy beneficioso. Tal vez llegara un día en que los ahorristas ya no quisieran poseer deuda pública estadounidense y tuviera sentido reducir el endeudamiento; pero 2012 todavía no era ese día.

No hace falta decir que nuestros argumentos casi no tuvieron ningún efecto. Pero ahora me acuerdo de esta historia de tiempos idos porque parece cada vez más evidente que vamos camino de repetirla.

La pandemia de COVID‑19 redujo otra vez la tasa de empleo en Estados Unidos a 76%, apenas un poquito más que en 2010. No olvidemos que en tiempos normales (antes de 2007‑08) uno de cada cinco estadounidenses en edad de trabajar ni estaba empleado ni buscaba trabajo; ahora a este grupo se le sumó un 5% más de la población. Son millones de personas que podrían estar haciendo infinidad de tareas remuneradas útiles que hoy no hay quien las haga.

En una política nacional sensata, el gobierno federal gastaría todo el dinero que haga falta para generar la demanda necesaria para que a los empleadores les convenga volver a contratar a esta veinteava parte de la población en edad de trabajar. La discusión de lo que podemos o no permitirnos dejémosla para cuando los ahorristas del mundo ya no consideren que la deuda pública de los Estados Unidos es un activo especial y particularmente valioso. Puede que ese día nunca llegue.

Como observó John Maynard Keynes durante la Segunda Guerra Mundial: “Lo que podemos hacer, podemos permitírnoslo”. Hoy las razones son todavía más evidentes. Ni siquiera tenemos que pensar cómo financiar la respuesta a esta crisis: esa parte de la ecuación ya se resolvió sola.

(J. Bradford DeLong is Professor of Economics at the University of California at Berkeley and a research associate at the National Bureau of Economic Research. He was Deputy Assistant US Treasury Secretary during the Clinton Administration, where he was heavily involved in budget and trade negotiations. His role in designing the bailout of Mexico during the 1994 peso crisis placed him at the forefront of Latin America’s transformation into a region of open economies, and cemented his stature as a leading voice in economic-policy debates)

- El pacto faustiano de Europa (Project Syndicate - **23/11/20**)

Nueva York.- La segunda ola de infecciones de COVID-19 ha golpeado a Europa mucho más de lo esperado. La esperanza de una recuperación en V ha sido reemplazada por el miedo a una segunda recesión, lo que se traduce en que no habrá ningún retorno rápido a las reglas presupuestarias normales de la Unión Europea. Lo que resulta más preocupante es que Europa ahora se encuentra obligada a escoger entre dos objetivos, ambos críticos para su viabilidad a largo plazo como bloque político y económico supranacional. Ahora más que nunca, el compromiso de la UE con el estado de derecho parece estar en el patíbulo.

No todas las noticias son malas. Debido a decisiones políticas previsoras de los líderes de la UE, las relaciones norte-sur al interior de la Unión están en una posición más firme de lo que han estado en muchos años. Una señal de esto es que los diferenciales entre las tasas de interés alemanas e italianas están en un mínimo histórico, lo que indica que la posición de Italia en el euro ahora es sólida como una roca. La “ansiedad expandida” sobre la sustentabilidad del euro se ha calmado en toda la región del sur de la eurozona.

Olvidémonos de los obstáculos políticos recientemente introducidos por los estados miembro de Europa Central con sus amenazas de vetar el presupuesto de la UE y el nuevo fondo de recuperación del COVID-19. Defender la tan esperada convergencia política y económica entre el norte y el sur será la máxima prioridad de la UE en las semanas y meses por venir.

Si bien la reducción de los diferenciales de tasas de interés en un principio reflejaba las políticas de alivio cuantitativo (QE) del Banco Central Europeo, el nuevo fondo de recuperación de la UE -llamado Nueva Generación UE- es lo que los llevó a mínimos históricos. Los inversores han dejado de vender los bonos de países del sur endeudados porque se dieron cuenta de que los políticos del norte, particularmente en Alemania, están dispuestos a ofrecer el respaldo necesario (ya sean subsidios o préstamos) para impedir una desintegración del euro.

Luego del anuncio de Nueva Generación UE llegaron otras buenas noticias. En octubre, la primera emisión de corona-bonos de la Comisión Europea con los cuales financiar el programa recibió una enorme sobresuscripción. Los inversores hicieron ofertas por más de 233.000 millones de euros (276.000 millones de dólares), superando en exceso los 17.000 millones de euros en oferta. Esta reacción del mercado envió una señal inequívoca de que un programa de recuperación plenamente financiado de 750.000 millones de euros pronto se haría realidad.

A pesar de la sobresuscripción, Hungría y Polonia han puesto en duda el futuro del fondo al amenazar con vetarlo a menos que la UE desestime su demanda de que el desembolso de fondos de la UE sea condicional a la adherencia de los estados miembro al estado de derecho. El hecho de que los diferenciales entre norte y sur se mantengan en mínimos históricos a pesar de este nuevo barullo político al interior de la UE refleja la confianza de que los políticos europeos resolverán las cosas antes de una cumbre crucial el 10-11 de diciembre, el plazo límite para cerrar un acuerdo presupuestario antes de 2021.

Con el premio de la unidad norte-sur sobre la mesa, habrá una intensa presión para neutralizar a los dos saboteadores. La extorsión es especialmente probable porque tanto Hungría como Polonia tienen el veto y la voluntad política de utilizarlo. Más precisamente, ambos gobiernos saben que ésta tal vez sea su última y mejor oportunidad de evitar la imposición de una condicionalidad al desembolso de los fondos de la UE en el futuro.

El actor principal, como de costumbre, es la canciller alemana, Angela Merkel. Ahora, en el ocaso de su prolongado mandato como canciller, Merkel no permitirá que Nueva Generación UE –que seguramente será una parte importante de su legado- se descarrile. Poner en peligro la solidaridad norte-sur y la recientemente lograda cohesión de la eurozona es, lisa y llanamente, un precio demasiado alto para alzarse contra Hungría y Polonia.

Por supuesto, existirá la habitual hoja de parra política. Hungría y Polonia simularán comprometerse con principios democráticos (que luego seguirán violando) y los líderes de la UE fingirán creerles. Así las cosas, el fondo de recuperación le costará a Europa más de lo que debería.

Aun así, pensando en el largo plazo, la subasta de bonos de la Comisión Europea trajo buenas noticias para el BCE, que se beneficiará con un efecto derrame importante a partir del retorno de una política fiscal robusta. Los subsidios de Nueva Generación UE a estados miembro endeudados le quitará parte de la presión al BCE después de años de que la política monetaria hiciera el mayor esfuerzo.

Según Reuters, el consejo de gobierno del BCE está discutiendo la manera de “ofrecer un respaldo menos generoso a los gobiernos endeudados cuando cree un nuevo paquete de estímulo el mes que viene, para obligarlos a solicitar subsidios de la Unión Europea ligados a inversiones productivas”. Al reducir la centralidad del QE en el respaldo de la solidaridad europea, este desenlace finalmente convertiría al consejo de gobierno del BCE en un organismo menos contencioso.

Este desenlace es especialmente alentador en el largo plazo. Las interminables escaramuzas de los halcones y las palomas del BCE por el QE no son sólo cansadoras; también han minado la solidaridad europea en un momento de revanchismo ruso, imprevisibilidad norteamericana, asertividad china y todas las disrupciones que trajo aparejadas el Brexit. En este marco geopolítico lúgubre, la promesa del fondo de recuperación de reducir la división en el concejo de gobierno no podría ser más conveniente. No sorprende que la presidenta del BCE, Christine Lagarde, quiera que los políticos de la UE entronen a Nueva Generación UE como un mecanismo de políticas permanente, y no temporario.

Jean Monnet, uno de los primeros exponentes de la integración europea después de la Segunda Guerra Mundial, observó que el proyecto europeo “siempre avanza a través de las crisis”. En este sentido, la pandemia representa una oportunidad única de impulsar la integración europea como nunca antes. Aun si los populistas iliberales de Europa en Hungría y Polonia parecen evadir responsabilidades una vez más, su postura puede ser más endeble en el futuro. Una UE que ya no necesita preocuparse por el colapso del euro tendrá mucho más tiempo, energía y resolución para ocuparse de sus enemigos adentro.

(Melvyn Krauss is a senior fellow at Stanford University’s Hoover Institution)

- Entender los altísimos precios de las acciones (Project Syndicate - **30/11/20**)

New Haven / Nueva York / Londres.- Ha habido mucha perplejidad porque los mercados bursátiles del mundo no se han derrumbado ante la pandemia de COVID-19, y especialmente en los Estados Unidos, que recientemente ha estado estableciendo máximos históricos para nuevos casos. Pero tal vez no sea un rompecabezas. Una medida que llamamos Exceso de CAPE Yield (ECY) pone las perspectivas a largo plazo de los mercados bursátiles del mundo en una mejor perspectiva.

Indiscutiblemente, los mercados de activos están impulsados ​​sustancialmente por la psicología y las narrativas. Como escribió el premio Nobel Daniel Kahneman, “la familiaridad genera agrado”, y este año han surgido varias narrativas familiares en los mercados bursátiles del mundo, luego del impacto inicial del COVID-19 en el primer trimestre. Por ejemplo, está la narrativa de recuperación en forma de V y la narrativa FOMO (miedo a perderse); ambos podrían estar ayudando a impulsar los mercados a nuevos máximos. También está la narrativa del trabajo desde casa, que ha beneficiado específicamente a las acciones de tecnología y comunicación.

Pero, ¿son estas narrativas la única razón por la que todos no hemos considerado simplemente sacar nuestro dinero de las acciones y ponerlo en alternativas más seguras como bonos, o incluso debajo del colchón en casa?

La relación precio-beneficio (CAPE) ajustada cíclicamente , que captura la relación entre el precio real de las acciones (ajustado por inflación) y el promedio de diez años de las ganancias reales por acción, parece pronosticar rendimientos reales a largo plazo del mercado de valores (en cinco regiones mundiales influyentes). Cuando el índice CAPE es alto, los retornos a largo plazo tienden a ser bajos durante los próximos diez años, y viceversa. Desde el impacto del COVID-19, los índices CAPE se han recuperado en su mayoría a sus niveles anteriores a la pandemia.

Por ejemplo, el índice CAPE de EE. UU. En noviembre de 2020 es 33, superando su nivel antes del inicio de la pandemia COVID-19; de hecho, ahora ha vuelto al mismo nivel que el máximo de 33 en enero de 2018. Solo hay otros dos períodos en los que la proporción de CAPE en los EEUU estaba por encima de 30: finales de la década de 1920 y principios de la de 2000.

El índice CAPE de China también es más alto que antes de la pandemia. Los mercados de valores en ambas regiones están sesgados hacia los sectores de tecnología, servicios de comunicación y consumo discrecional, todos los cuales se han beneficiado de las principales narrativas de la pandemia COVID-19, lo que puede explicar en parte sus mayores índices de CAPE en relación con otras regiones.

En cuanto a Europa y Japón, sus índices de CAPE han vuelto en gran medida a sus niveles anteriores a COVID-19, mientras que solo el Reino Unido todavía está muy por debajo de su nivel prepandémico y promedio a más largo plazo. En particular, estas regiones tienen una menor exposición a los sectores de tecnología, servicios de comunicación y consumo discrecional.

Los observadores del mercado han notado el papel potencial de las bajas tasas de interés en el aumento de las tasas de CAPE. En la teoría financiera tradicional, las tasas de interés son un componente clave de los modelos de valoración. Cuando las tasas de interés bajan, la tasa de descuento utilizada en estos modelos disminuye y el precio del activo de capital debería apreciarse, suponiendo que todos los demás datos del modelo permanezcan constantes. Por lo tanto, los recortes de las tasas de interés por parte de los bancos centrales se pueden utilizar para justificar precios de las acciones y coeficientes CAPE más altos.

Por tanto, el nivel de tipos de interés es un elemento cada vez más importante a tener en cuenta a la hora de valorar las acciones. Para capturar estos efectos y comparar las inversiones en acciones y bonos, desarrollamos el ECY, que considera tanto la valoración de las acciones como los niveles de las tasas de interés. Para calcular el ECY, simplemente invertimos la razón CAPE para obtener un rendimiento y luego restamos la tasa de interés real a diez años.

Esta medida es algo así como la prima del mercado de valores y es una forma útil de considerar la interacción de las valoraciones y los tipos de interés a largo plazo. Una medida más alta indica que las acciones son más atractivas. El ECY en los EEUU, por ejemplo, es del 4%, derivado de un rendimiento CAPE del 3% y luego restando una tasa de interés real a diez años de -1.0% (ajustada utilizando la tasa de inflación promedio de los diez años anteriores del 2%).

Miramos hacia atrás en el tiempo para nuestras cinco regiones del mundo, hasta 40 años, donde los datos lo permitirían, y encontramos algunos resultados sorprendentes. El ECY está cerca de sus máximos en todas las regiones y está en máximos históricos tanto para el Reino Unido como para Japón. El ECY para el Reino Unido es casi el 10% y alrededor del 6% para Europa y Japón. Nuestros datos para China no se remontan tan lejos, aunque el ECY de China es algo elevado, alrededor del 5%. Esto indica que, en todo el mundo, las acciones son muy atractivas en relación con los bonos en este momento.

La única otra vez que los ECY fueron tan altos usando nuestros datos globales fue a principios de la década de 1980. Ese período se caracterizó por valores deprimidos con valoraciones baratas, altas tasas de interés y alta inflación. Las proporciones de CAPE para las cinco regiones se encontraban en la adolescencia baja en ese entonces, en comparación con los niveles actuales de los años veinte y treinta. Estas condiciones son casi opuestas a las que vemos hoy: acciones caras y tipos de interés reales excepcionalmente bajos.

No podemos saber cómo terminará la pandemia de COVID-19, y bien podría terminar pronto con la llegada de vacunas eficaces. Pero una conclusión clave del indicador ECY es que confirma el atractivo relativo de las acciones, particularmente dado un período potencialmente prolongado de tipos de interés bajos. Puede justificar la narrativa del FOMO y de alguna manera explicar la fuerte preferencia de los inversores por las acciones desde marzo.

Eventualmente, en el futuro, los rendimientos de los bonos pueden simplemente aumentar y las valoraciones de las acciones también pueden tener que reajustarse junto con los rendimientos. Pero, en este punto, a pesar de los riesgos y las altas tasas de CAPE, las valoraciones del mercado de valores pueden no ser tan absurdas como algunas personas piensan.

(Robert J. Shiller, premio Nobel de Economía en 2013, es profesor de Economía en la Universidad de Yale y co-creador del índice Case-Shiller de precios de la vivienda en Estados Unidos. Él es el autor de Exuberancia irracional, suplantación de identidad para Phools: La economía de la manipulación y el engaño (con George Akerlof), y Narrativa Economía: cómo las historias en viral y Drive Mayor Económicos Eventos .Laurence Black es el fundador de The Index Standard. Farouk Jivraj, investigador visitante en Imperial College Business School, es miembro senior del grupo de Estrategias de Inversión Cuantitativa en Barclays en Londres)

- La economía de EEUU necesita una inyección de refuerzo (Project Syndicate - **30/11/20**)

Berkeley.- Noviembre trajo buenas noticias de Pfizer, Moderna y AstraZeneca, cada una de las cuales informa altos niveles de efectividad para su vacuna COVID-19. Las esperanzas de que la distribución de vacunas comience a principios de diciembre han llevado los índices bursátiles a niveles casi récord. Pero el mercado de valores no refleja necesariamente la economía de Main Street. Sin un estímulo fiscal adicional, la recuperación económica parcial, desigual y vacilante que se está produciendo ahora corre grave peligro. Con la tan temida ola invernal de COVID-19 ahora sobre nosotros, y con el aumento del desempleo, estamos presenciando lo que se ha descrito acertadamente como “la recesión más desigual en la historia moderna de Estados Unidos”.

Debido al estímulo fiscal y monetario récord a principios de año, la recuperación económica avanzó inicialmente más rápido de lo esperado. Pero la actividad económica y el empleo en general se mantienen muy por debajo de los niveles prepandémicos y, a medida que expiren los componentes clave del estímulo fiscal en medio de la última ola epidémica, la recuperación está perdiendo impulso. Sin una acción legislativa, las políticas de estímulo cruciales - Compensación por desempleo de emergencia pandémica y beneficios extendidos, Asistencia por desempleo pandémico, la moratoria nacional de desalojo y la indulgencia de préstamos federales para estudiantes - vencerán a fines de diciembre.

Además, muchas ciudades y estados que ya enfrentan déficits presupuestarios históricos ahora deben volver a imponer restricciones a la actividad económica en respuesta al último aumento de casos de COVID-19. Debido a que los gobiernos estatales están limitados por leyes de presupuesto equilibrado, el fin del apoyo fiscal federal no podría llegar en peor momento.

Para apuntalar la vacilante recuperación, el Congreso debe aprobar urgentemente un nuevo paquete de estímulo fiscal que incluya apoyo para los trabajadores desempleados y afectados negativamente, los gobiernos estatales y locales que enfrentan importantes déficits presupuestarios y las pequeñas empresas al borde de la bancarrota. Y a más largo plazo, EEUU necesitará fondos adicionales y nuevos programas para ayudar a los trabajadores desplazados permanentemente (que ya suman alrededor de cuatro millones) a navegar la transición hacia nuevos empleos y sectores.

Sin embargo, la primera prioridad es restaurar los beneficios por desempleo y ampliar la ventana de elegibilidad para aquellos que han quedado sin trabajo por la pandemia. El seguro de desempleo es una de las herramientas anticíclicas más poderosas disponibles. Al impulsar el consumo y la demanda agregada, puede proporcionar un fuerte viento de cola para una recuperación que necesita toda la ayuda que pueda obtener. Según el último informe de empleo de la Oficina de Estadísticas Laborales de EEUU, 11,1 millones de personas están actualmente desempleadas, casi el doble del total antes de la pandemia, y sin incluir los 13,9 millones de personas adicionales que han abandonado la fuerza laboral o han experimentado un recorte de horas o salario. En general, al menos el 15% de la población activa se ha visto afectada por la recesión y la desaceleración de la recuperación.

Más allá de extender las prestaciones por desempleo y la elegibilidad, un nuevo paquete de estímulo fiscal debería incluir pagos directos en efectivo a los hogares mejor focalizados. Como lo expresó una carta abierta reciente de economistas, esta es una de las “formas más rápidas, equitativas y efectivas de hacer que las familias y la economía vuelvan a encaminarse”.

El Congreso también necesita aumentar los fondos para el Programa de Asistencia de Nutrición Suplementaria, el programa de asistencia alimentaria más grande para los estadounidenses de bajos ingresos. Las largas colas en los bancos de alimentos de todo el país pintan un panorama de vacaciones sombrío para el 23% de los hogares, y el 27,5% de los hogares con niños, que actualmente experimentan inseguridad alimentaria y escasez.

De manera similar, existe una necesidad urgente de préstamos más asequibles y flexibles para las pequeñas empresas antes de que una nueva ola de quiebras se derrumbe sobre la economía. Ya entre enero y noviembre, el número de pequeñas empresas en funcionamiento disminuyó un 29% y los ingresos de las pequeñas empresas disminuyeron un 32%. Las pequeñas empresas están particularmente expuestas a los efectos de las renovadas restricciones sobre las reuniones y el comercio. Los pequeños minoristas locales y las empresas de hostelería, como los restaurantes, contaban con una sólida temporada navideña para ayudar a compensar un año terrible. Ahora, las perspectivas de cara a 2021 son cada vez más sombrías.

Finalmente, le corresponde al gobierno federal proporcionar fondos más generosos y flexibles para los gobiernos estatales y locales. Los gobernadores y alcaldes de todo el país están pidiendo ayuda antes de un invierno desafiante. La mayoría de los estados y ciudades han agotado los fondos para días de lluvia y enfrentan un déficit colectivo de $ 400 mil millones o más, según las estimaciones más recientes.

Debido a que la mayoría de los gobiernos estatales y locales no pueden gastar legalmente más de lo que reciben en ingresos, necesitan fondos federales para cubrir sus crecientes brechas fiscales. Sin ese apoyo, no tendrán más remedio que aumentar los impuestos o recortar los servicios esenciales y el empleo en salud, seguridad pública y educación, como muchos ya lo están haciendo. Cualquiera de las dos opciones socavará los efectos anticíclicos del estímulo federal, debilitando así la recuperación.

Hasta ahora, los programas de emergencia de la Reserva Federal de los EEUU han estabilizado los mercados de valores municipales y han proporcionado a los gobiernos estatales y locales préstamos a corto plazo para gestionar las presiones del flujo de caja. Pero estas medidas se basan en el apoyo del Departamento del Tesoro de los EEUU, Y sin ninguna razón aparente más que el despecho, la administración saliente de Trump dice que pondrá fin a la mayoría de las facilidades de préstamos de emergencia de la Fed. En respuesta, la Fed emitió su propia declaración en la que dejó en claro que “preferiría que el conjunto completo de instalaciones de emergencia establecidas durante la pandemia de coronavirus continúe cumpliendo su importante papel como respaldo para nuestra economía aún tensa y vulnerable”. El Tesoro debe seguir los consejos de la Fed.

A medida que los responsables de la formulación de políticas trazan medidas de estímulo adicionales, deben recordar que la crisis ha afectado más a los más vulnerables, y que las mujeres y los trabajadores de color sufren de manera desproporcionada. El California Policy Lab informa que más del 80% de los trabajadores negros han buscado beneficios de desempleo durante la pandemia, una tasa casi el doble del promedio estatal.

A pesar de las importantes brechas de financiamiento, California y muchos otros estados y ciudades están trabajando en planes para garantizar un futuro más equitativo, sostenible y próspero una vez que se implementen las vacunas y se contenga el virus. Estos gobiernos pueden esperar coordinarse con la administración Biden mientras persigue una plataforma política ambiciosa para “reconstruir mejor” en 2021. Pero Biden no asumirá el cargo durante casi dos meses, y el momento para un estímulo fiscal adicional es ahora. Cuanto más vacila el Congreso, mayor es el riesgo para la recuperación y mayor es el dolor para los millones de estadounidenses menos capaces de soportarlo.

(Laura Tyson, ex presidenta del Consejo de Asesores Económicos del Presidente de EEUU, Es profesora de la Escuela de Graduados en la Escuela de Negocios de Haas y presidenta de la Junta de Fideicomisarios del Centro Blum en la Universidad de California, Berkeley. Lenny Mendonca, socio senior emérito de McKinsey & Company, es un ex asesor económico y comercial del gobernador Gavin Newsom de California y presidente de la Autoridad de trenes de alta velocidad de California)

- Cómo debe controlarse el uso de las ayudas europeas (El Economista - **14/1/21**)

En el mes de julio, el anuncio del nuevo fondo de recuperación de la Unión Europea de 750.000 millones de euros (918.000 millones de dólares), llamado Next Generation UE, fue considerado revolucionario por muchos (y con justa razón). Nunca antes la UE se había endeudado, de forma mutualizada, para financiar transferencias y préstamos blandos para ayudar a los estados miembro a recuperarse de una importante sacudida económica. Al romper con tabúes de tan larga tradición, la iniciativa puede inclusive allanar el camino para una unión fiscal.

**Pero la UE no puede alcanzar sus objetivos a menos que el dinero blando venga de la mano de estándares duros. El dinero llovido del cielo puede ser una bendición y también una maldición. Si se gasta bien, puede poner fin a los atolladeros políticos y dar lugar a recuperaciones económicas. Pero si se distribuye indiscriminadamente, alienta el estatalismo y el clientelismo político. Los fondos de recuperación deberían defender los valores de la UE y cumplir objetivos bien definidos.**

Para que su ambición encomiable no se desvirtúe, la UE debe decir “no” a los Estados miembro, cuando los autócratas electos pisotean abiertamente los principios europeos utilizando al mismo tiempo dinero de la UE para endurecer su control del poder, y cuando los programas de gasto propuestos por los Gobiernos no cumplan unos determinados estándares. Desafortunadamente, parece improbable que esto vaya a suceder.

Empecemos por la controversia por la condicionalidad del Estado de Derecho de la UE. Según el Artículo 2 de su Tratado, la UE están fundada sobre “la dignidad humana, la libertad, la democracia, la igualdad, el Estado de Derecho y el respeto por los derechos humanos, incluidos los derechos de las personas que pertenecen a minorías”. Desafortunadamente, la Unión carece de los medios legales para castigar a los Estados miembro que menosprecien estos valores. Según el Artículo 7, se pueden suspender los derechos de votación de un país que los vulnere, pero esto exige unanimidad entre todos los demás. Una alianza entre Hungría y Polonia que, en ambos casos, han infringido los estándares de la UE, ha logrado bloquear el mecanismo.

El fondo de recuperación en un principio parecía brindar un vehículo para defender el respeto por el Estado de Derecho (que, según la UE, significa que “todos los poderes públicos actúan dentro de las restricciones establecidas por la ley, en cumplimiento de los valores de la democracia y los derechos fundamentales, y bajo el control de tribunales independientes e imparciales”). En julio, los líderes de la UE subrayaron la “importancia del respeto” a estos principios y acordaron un “régimen de condicionalidad” para los fondos de recuperación. Pero los detalles todavía están por definirse.

Lo que sobrevino después fue una batalla furibunda. El Parlamento Europeo luchó con firmeza para fortalecer el control de la UE; Polonia y Hungría pelearon a brazo partido para debilitarlo, y los Estados miembro “frugales” del norte se mostraron ansiosos por dar muestras de vigilancia contra un gasto irresponsable. El acuerdo final, sellado en diciembre, es que se aplicará la condicionalidad, pero sólo si existe un vínculo causal directo entre el incumplimiento del Estado de Derecho y cualquier consecuencia negativa para los intereses financieros de la UE. Aun así, hay muchos obstáculos en el camino antes de poder imponer un castigo.

El resultado es que un líder autocrático de un país de la UE podrá seguir desestimando a los jueces, silenciando a la prensa, encarcelando a los opositores y oprimiendo a las minorías siempre que esto no ponga en peligro directamente los intereses financieros del bloque. Este desenlace tal vez fuera previsible, dado que el fondo de recuperación exigía un respaldo unánime, pero es verdaderamente desalentador.

La segunda cuestión tiene que ver con la efectividad. Para que los fondos de la UE den lugar a algo más que un impulso económico de corto plazo, deben ir de la mano de medidas políticas domésticas para maximizar su impacto. Las iniciativas verdes, por ejemplo, no tienen sentido si los Gobiernos siguen ofreciendo subsidios a los combustibles fósiles, y las inversiones digitales son de poco valor sin una educación para mejorar las cualificaciones y las capacidades digitales.

Es mucho lo que está en juego. Si está apuntalado por reformas bien seleccionadas, el dinero de la UE puede servir para prevenir un ensanchamiento de la brecha de ingresos entre el norte y el sur de Europa, y acelerar la recuperación de Europa del este. Pero si se lo gasta simplemente para complacer a los electorados domésticos, su efecto más duradero será el de alimentar la ira del norte de Europa.

Consciente del desafío, la Comisión Europea pretende promover paquetes de inversión y reforma. El problema, de todos modos, es que un condicionamiento de los subsidios y los préstamos evoca los humillantes programas de la “Troika” implementados hace diez años en Grecia y otros países del sur de Europa. Ningún jefe de gobierno puede permitirse la sospecha de estar sometido de acatar los dictados de burócratas anónimos de Bruselas.

En Italia especialmente, la cuestión se ha convertido en dinamita política: cualquier sospecha de que el primer ministro Giuseppe Conte está actuando bajo instrucciones de la UE inmediatamente sería aprovechada por su opositor de extrema derecha Matteo Salvini. Es por eso que las discusiones iniciales sobre el paquete de recuperación fueron tan difíciles de concluir: entendiblemente, Conte rechazó cualquier cosa que lo hubiera hecho ver como un perrito faldero de la UE.

Hay una salida: la UE no debería imponer sus propias políticas, pero los subsidios deberían ser objeto de un requerimiento contractual de que el dinero esté destinado a cumplir con ciertos objetivos, y la UE debería verificar que estén dadas las condiciones necesarias para alcanzarlos. La UE debería ejercer el control y al mismo tiempo retener el poder de rechazar cualquier plan de inversión y reforma que, a su entender, tenga pocas posibilidades de cumplir con las metas acordadas.

Lo que se está implementando es un paso en la dirección correcta, pero corre el riesgo de terminar siendo un ejercicio bastante burocrático de tachar casilleros, con poca influencia en las políticas reales: si el procedimiento prevalece sobre el contenido real de las políticas que se financiarán, será difícil que la UE pueda objetar un plan. En realidad, los Estados miembro tendrán pocos incentivos para alterar su curso de acción preferido, porque el dinero al que tendrán derecho no depende de su comportamiento. Mientras tachan los casilleros, quienes mejor aprovechen los fondos no recibirán ni un céntimo más, y los rezagados no recibirán ni un céntimo menos.

**La UE es fuerte cuando puede decir que no**, como con la política de la competencia. Sin ese poder, le costará marcar una diferencia. La lección de la presidenta de la Comisión, Ursula von der Leyen, es simple: a falta de instrumentos efectivos para apuntalar su agenda, debe estar dispuesta a decirles la verdad a los Estados miembro, y generar confrontaciones políticas si fuera necesario –una actitud arriesgada, puede ser, pero preferible a la irrelevancia.

(Jean Pisani-Ferry - Profesor en la Hertie School of Governance en Berlín)

- La Fed debe dar un paso al frente una vez más (Project Syndicate - **26/1/21**)

Nueva York.- El estímulo fiscal sin precedentes generado en Estados Unidos desde el inicio de la pandemia del COVID-19 exige un estímulo monetario adicional que sea acorde. Las restricciones impuestas para controlar la propagación del coronavirus han causado la recesión global más profunda desde la Segunda Guerra Mundial.

Los confinamientos impuestos por los gobiernos han variado en duración e intensidad, y es probable que esto siga siendo así a medida que evolucionen las amenazas médicas planteadas por la pandemia. Pero también ha habido grandes variaciones respecto de en qué medida las restricciones conductuales impuestas e implementadas en el ámbito privado han complementado y reforzado las restricciones obligatorias desde lo público. En cualquier caso, el hecho de que la recesión actual sea en gran medida auto-infligida ofrece motivos de optimismo sobre la velocidad de la recuperación que podemos esperar una vez que el desastre de salud pública esté bajo control.

Recordemos que, si bien el virus fue identificado en enero de 2020, la magnitud y alcance del inminente daño económico recién se hizo evidente en marzo. En el primer trimestre de 2020, el PIB real (ajustado por inflación) de Estados Unidos cayó a una tasa anualizada del 5%, pero luego se desplomó un 31,4% en el segundo trimestre. En el tercer trimestre, después de que se hubieran relajado los confinamientos y de que el sector privado hubiera aprendido a lidiar mejor con las nuevas realidades, el PIB real de Estados Unidos rebotó a una tasa anualizada respetable del 33,4%, aunque se mantuvo muy lejos del nivel esperado a comienzos del año. El último trimestre probablemente haya producido mayores deficiencias (todavía no hay datos oficiales disponibles), al igual que el primer trimestre de 2021, debido a las recientes mutaciones del virus y al consiguiente retorno de las restricciones.

Este panorama de una recuperación incompleta está aún más respaldado por los datos del mercado laboral, que sugieren debilidades económicas adicionales por delante. Según la Oficina de Estadísticas Laborales de Estados Unidos, la tasa de desempleo a diciembre de 2020 era del 6,7%. Esta cifra es decididamente mejor que la tasa del 14,8% registrada en abril de 2020, pero está muy por debajo de la cifra del 3,5% registrada en febrero pasado. La pérdida de 22 millones de empleos entre marzo y abril de 2020 subraya tanto el daño pasmoso causado por los confinamientos como la potencial velocidad de la recuperación; por cierto, entre abril y diciembre de 2020, 16 millones de personas ya habían vuelto a trabajar.

En gran medida, esto se debe a que la respuesta fiscal de Estados Unidos frente a la pandemia ha sido poco menos que asombrosa. Antes de la Ley de Ayuda, Alivio y Seguridad Económica por Coronavirus (CARES) de 2,2 billones de dólares de marzo pasado, se aprobaron medidas de estímulo adicionales por 200.000 millones de dólares ese mismo mes. Luego, en diciembre, un proyecto de ley de ayuda pandémica de 900.000 millones de dólares fue convertido en ley. Y ahora, la administración de Joe Biden está presionando por un paquete de 1,9 billones de dólares.

**El plan Biden llevaría la respuesta fiscal pandémica de Estados Unidos a 5,2 billones de dólares, aproximadamente un cuarto del PIB anual de Estados Unidos. En comparación, la principal respuesta de política fiscal a la crisis financiera global, la Ley de Recuperación y Reinversión de Estados Unidos de 2009, alcanzó unos 800.000 millones de dólares.**

Si bien esa cifra de 5,2 billones de dólares probablemente sea administrada en el curso de dos o más años, un estímulo que ascienda al 12% del PIB por año debería seguir planteando temores tanto sobre la sustentabilidad fiscal como sobre la cancelación de gastos privados sensibles a las tasas de interés. Así, si bien proceder con un estímulo fiscal adicional sigue siendo lo correcto, debe estar acompañado por la política monetaria apropiada. **En pocas palabras, los déficits fiscales federales adicionales se deben monetizar.**

Sin duda, la Reserva Federal de Estados Unidos ha hecho un gran trabajo hasta la fecha. Desde marzo de 2020, su balance ha crecido un 70%, de 4,2 billones de dólares a más de 7,4 billones de dólares, mientras que sus títulos (públicos y privados) en firme han pasado de 3,9 billones de dólares a 6,8 billones de dólares. Por otra parte, del lado del pasivo, la mayor parte del incremento ha tomado la forma de mayores saldos de reservas (depósitos de instituciones depositarias) y un mayor balance del Tesoro.

**Pero la Fed ahora debe prepararse para comprar la deuda federal emitida por el Tesoro para financiar sus últimas ambiciones fiscales. Eso implica expandir su balance en 2,8 billones de dólares, para cumplir con la Ley de Asignaciones Consolidadas de 900.000 millones de dólares de diciembre y el inminente paquete de 1,9 billones de dólares de Biden.**

Una acción de estas características por parte de la Fed aliviaría los temores sobre la sustentabilidad fiscal y el repliegue de los inversores privados. **Y si bien monetizar el déficit podría sumarse a los temores inflacionarios, creo que es un riesgo que vale la pena correr**. Después de todo, todavía existe una inactividad considerable en la economía, lo que hace improbable que la monetización de los paquetes de estímulo más recientes tenga un impacto inflacionario significativo. Es más, el daño causado por un retorno sorpresivo de la inflación casi con certeza sería manejable.

Muy probablemente, la inflación no se convierta otra vez en una cuestión relevante hasta el último trimestre de 2021 como muy temprano. Para ese momento, un progreso significativo en las vacunas y tratamientos contra el COVID-19 eludirá la necesidad de un estímulo fiscal y monetario más extremo. Si se la programa correctamente y se la diseña de manera inteligente, la restricción monetaria y fiscal luego podrá contrarrestar y neutralizar cualquier impulso inflacionario sin que la economía vuelva a caer en una recesión.

(Willem H. Buiter is Visiting Professor of International and Public Affairs at Columbia University)

- El gran plan de Biden (Project Syndicate - **1/2/21**)

Nueva York.- El presidente de los Estados Unidos Joe Biden ha propuesto un plan de rescate por 1,9 billones de dólares para ayudar a la economía estadounidense a recuperarse de la pandemia. Muchos republicanos se oponen, entregados de pronto a la religión fiscal que abandonan de inmediato cuando su partido controla la Casa Blanca. Las enormes rebajas de impuestos que el Partido Republicano concedió a multimillonarios y corporaciones en 2017 provocaron el mayor déficit fiscal del que se tenga registro en Estados Unidos fuera de recesiones profundas o guerras. Pero la promesa de inversiones y crecimiento jamás se materializó.

En cambio, el plan de gasto propuesto por Biden se necesita con urgencia. Datos publicados hace poco muestran una desaceleración de la recuperación estadounidense, en términos de PIB y de empleo. Hay abundancia de pruebas de que el paquete de recuperación proveerá un estímulo enorme a la economía, y que el crecimiento económico generará una importante recaudación impositiva, no sólo para el gobierno federal sino también para los estados y municipios que ahora carecen de los fondos que necesitan para proveer servicios esenciales.

Los que se oponen al plan de Biden también fingen estar preocupados por el peligro de inflación (ese monstruo temible, que en estos días tiene más de fantasía que de amenaza real). De hecho, hay datos que sugieren que en algunos sectores de la economía es posible que se esté dando una caída de los salarios. Aun así, si hubiera un alza de la inflación, Estados Unidos tiene abundantes herramientas monetarias y fiscales listas para enfrentarla.

Por supuesto que la economía estaría mejor con tipos de interés distintos de cero. También la beneficiaría una mayor recaudación tributaria, mediante la creación de gravámenes a la contaminación y la recuperación de progresividad en el sistema tributario. Nada justifica que los estadounidenses más ricos paguen menos impuestos como porcentaje de sus ingresos que las personas menos pudientes: ahora que aquellos han sido los menos afectados (en términos sanitarios o económicos) por la pandemia de coronavirus, la regresividad del sistema tributario estadounidense está mostrando su peor cara.

Hemos visto a la pandemia hacer estragos en algunos sectores de la economía, en los que provocó una alta incidencia de cierres de empresas (sobre todo entre las pequeñas). Si no se aprueba un paquete de recuperación importante, hay riesgo real de que el daño sea enorme y tal vez duradero. Esto es así porque el mal desempeño económico genera temores que, sumados a los de la pandemia en sí, generarán un círculo vicioso en el que la conducta precautoria se trasladará a menos consumo e inversión y más debilitamiento de la economía.

De hecho, el deterioro de balances y las quiebras de empresas (cualesquiera sean sus causas) impulsan un proceso de contagio a toda la economía en el que entran en juego poderosos efectos de histéresis. Al fin y al cabo, las empresas que hayan quebrado en la pandemia no se recuperarán solas una vez controlada la COVID‑19.

El hecho de que estemos ante una pandemia (de alcance global) empeora la situación. Si bien los mejores datos disponibles sugieren que muchos países en desarrollo y emergentes no han sido tan afectados como se temía hace un año, la desaceleración inédita de la economía mundial implica un debilitamiento de la demanda de exportaciones estadounidenses.

Los países pobres no tienen los mismos recursos que los desarrollados para sostener sus economías. China tuvo un papel importante en la recuperación tras la crisis financiera global de 2008; pero aunque en 2020 fue la única economía de gran tamaño que creció, su recuperación fue claramente inferior a la que siguió a aquella crisis (cuando el crecimiento anual del PIB superó el 9% y el 10% en 2009 y 2010, respectivamente). Además, ahora China está dejando crecer el superávit comercial, de modo que su aporte al crecimiento global es menor.

El plan de Biden promete grandes resultados, ya que incorpora los elementos fundamentales de la respuesta necesaria. Una primera prioridad es asegurar que haya fondos disponibles para combatir la pandemia, reabrir las escuelas y permitir a estados y municipios seguir brindando los diversos servicios (sanitarios, educativos, etc.) que sus residentes necesitan. La extensión del seguro de desempleo no sólo ayudará a las personas vulnerables, sino que al generar tranquilidad, llevará a un aumento del gasto, con beneficios para toda la economía.

También alentarán el gasto la moratoria a los desalojos hasta el 31 de marzo y la asistencia a familias de bajos ingresos. Más en general, es bien sabido que los pobres tienen una alta propensión al consumo, de modo que un paquete que apunta a aumentar los ingresos en la base de la pirámide (mediante, entre otras cosas, una suba del salario mínimo y los créditos fiscales para personas con hijos y para complementación de ingresos laborales) ayudará a revitalizar la economía.

Durante la presidencia de Donald Trump, los programas centrados en las pequeñas empresas no fueron tan efectivos como podían o debían ser; en parte, porque se destinó demasiado dinero a empresas que en realidad no eran pequeñas, y en parte por una serie de problemas administrativos. Parece que el gobierno de Biden los está corrigiendo; de ser así, la ampliación de las ayudas a empresas no sólo servirá en lo inmediato, sino que también dejará la economía bien posicionada cuando la pandemia comience a retroceder.

No hay duda de que los economistas discutirán cada aspecto del diseño del programa: cuánto dinero destinar a esto o aquello; el tope de ingresos para las ayudas en efectivo; qué señales deberían activar una reducción de la escala del programa de seguro de desempleo. Es normal que personas razonables discrepen en torno de estos detalles: su definición es parte esencial de la negociación política.

Pero en lo que no puede haber desacuerdo es en el hecho de que se necesita con urgencia un plan de gran tamaño, y que la oposición a ese plan es a la vez insensible y peligrosamente miope.

(Joseph E. Stiglitz, a Nobel laureate in economics and University Professor at Columbia University, is Chief Economist at the Roosevelt Institute and a former senior vice president and chief economist of the World Bank. His most recent book is People, Power, and Profits: Progressive Capitalism for an Age of Discontent)

- Bancos centrales de nuevo modelo (Project Syndicate - **9/2/21**)

Berkeley.- Estamos acostumbrados a pensar que las competencias de los bancos centrales se centran estrictamente en la estabilidad de precios o, como mucho, como objetivos de inflación al tiempo que garantizan el buen funcionamiento del sistema de pagos. Pero con la crisis financiera mundial de 2008 y ahora COVID-19, hemos visto a los bancos centrales intervenir para respaldar una gama creciente de mercados y actividades, utilizando instrumentos que se extienden mucho más allá de las tasas de interés y las operaciones de mercado abierto.

Un ejemplo es el Servicio de Liquidez del Programa de Protección de Cheques de Pago de la Reserva Federal de EEUU, en virtud del cual la Reserva Federal proporciona liquidez a los prestamistas que otorgan préstamos a pequeñas empresas en problemas relacionados con una pandemia. Este, claramente, no es el banco central de su madre.

Ahora escuchamos llamados a ampliar aún más este ámbito. La presidenta del Banco Central Europeo, Christine Lagarde, y el miembro de la junta de la Fed, Lael Brainard, han instado a los bancos centrales a abordar el cambio climático. En el contexto del movimiento Black Lives Matter, la representante estadounidense Maxine Waters de California ha presionado al presidente de la Fed, Jerome Powell, para que haga más sobre la desigualdad, incluida específicamente la desigualdad racial.

Tales llamadas horrorizan a los puristas de la banca central, quienes advierten que cargar a los bancos centrales con estas responsabilidades adicionales corre el riesgo de desviarlos a ellos y a sus instrumentos de política de su objetivo principal de control de la inflación. Advierten que la política monetaria es un instrumento contundente para abordar el cambio climático y la desigualdad, que se pueden abordar de manera más efectiva al gravar las emisiones de carbono o fortalecer las leyes de vivienda equitativa.

Sobre todo, a los críticos les preocupa que la consecución de estos otros objetivos ponga en peligro la independencia de los bancos centrales. Los bancos centrales disfrutan de independencia operativa a fin de cumplir un mandato específico, porque existe un consenso de que es mejor quitar los objetivos establecidos de las manos de los funcionarios electos. Pero la independencia no significa que los banqueros centrales no rindan cuentas a los políticos ni a la opinión pública. Deben justificar sus acciones y explicar cómo sus decisiones políticas promueven los objetivos establecidos. Su éxito o fracaso se puede juzgar en función de si el banco central logra o no sus objetivos verificables de forma independiente.

Con un mandato muy ampliado, la relación entre los instrumentos de política y las metas se volvería más compleja. Las justificaciones de las decisiones políticas serían más difíciles de comunicar. El éxito o el fracaso serían más difíciles de juzgar. De hecho, en la medida en que la política monetaria solo tiene una influencia limitada sobre el cambio climático o la desigualdad, apuntar a tales variables estaría preparando al banco central para quebrar. Y la frustración por el fracaso podría llevar a los políticos a reconsiderar la independencia operativa del banco central.

Estos argumentos no carecen de mérito. Al mismo tiempo, los banqueros centrales no pueden dormir tranquilamente en sus literas ante una emergencia de manos a la obra. Los llamamientos a los bancos centrales para que aborden el cambio climático y la desigualdad reflejan la conciencia de que estos problemas se han elevado al nivel de crisis existenciales. Si los banqueros centrales los ignoraran o dijeran: “Es mejor que alguien más aborde estos problemas urgentes”, su respuesta sería vista como una muestra de indiferencia altiva y peligrosa. En ese momento, su independencia estaría realmente en riesgo.

¿Entonces qué es lo que hay que hacer? Los bancos centrales, como reguladores, tienen herramientas para abordar el cambio climático, y su responsabilidad de garantizar la integridad y estabilidad del sistema financiero les otorga a los responsables de la formulación de políticas el mandato de utilizarlas. Pueden requerir divulgaciones financieras más extensas relacionadas con el clima. Pueden imponer requisitos de capital y liquidez más estrictos a las instituciones financieras cuyas carteras de activos las exponen al riesgo climático. Tales herramientas desalentarán al sistema financiero de suscribir inversiones marrones.

El desafío de comprender los riesgos del cambio climático para la estabilidad financiera es que los eventos climáticos son irregulares y no lineales. Al modelarlos, será importante que los bancos centrales eviten los errores que cometieron al modelar COVID-19. Esos problemas surgieron porque los economistas y epidemiólogos trabajaron en silos separados. Entonces, uno podría preguntar a defensores como Lagarde y Brainard: ¿Cuántos científicos climáticos han contratado a los bancos centrales? ¿Cuándo empezarán?

En lo que respecta a la desigualdad, algunos bancos centrales ya tienen el mandato correspondiente. En los Estados Unidos, la Ley de Reinversión Comunitaria de 1977 encomienda a los reguladores, incluida la Reserva Federal, garantizar que las familias de ingresos bajos y moderados tengan acceso adecuado al crédito. La Fed ha delegado esta responsabilidad a sus 12 bancos regionales de reserva, cada uno de los cuales la cumple de diferentes formas. Una guía más sólida de la Junta de la Reserva Federal sobre exactamente cómo garantizar el acceso equitativo al crédito, con atención explícita a las disparidades raciales, reforzaría los esfuerzos existentes.

Sería un cambio para otros bancos centrales, como el BCE, abordar el acceso al crédito de los grupos minoritarios y desfavorecidos. Pero el Parlamento Europeo puede instruirlo. Y el Consejo del BCE puede trabajar con las instituciones nacionales que integran el Sistema Europeo de Bancos Centrales para cumplir con ese llamado.

La política monetaria tiene implicaciones para cuestiones más allá de la inflación y los pagos, incluido el cambio climático y la desigualdad. Sería falso, incluso peligroso, que los banqueros centrales negaran esas conexiones o insistieran en que son un problema ajeno. La mejor manera de avanzar para los banqueros centrales es utilizar la política monetaria para apuntar a la inflación, mientras dirigen sus poderes regulatorios hacia otras preocupaciones urgentes.

(Barry Eichengreen es profesor de economía en la Universidad de California, Berkeley, y ex asesor principal de políticas del Fondo Monetario Internacional. Su último libro es The Populist Temptation: Economic Grievance and Political Reaction in the Modern Era)

- Carmen Reinhart (Banco Mundial): “Se están autoalimentando posibles burbujas en bolsa y en bonos de alto riesgo” (El Economista - **16/2/21**)

(Por José Luis de Haro)

Carmen Reinhart, economista jefa del Banco Mundial, bromea con su agitada agenda. “Me tienen como en un régimen militar”, confiesa a este periódico a la hora de poner fin a nuestra conversación para acudir a su próxima reunión. Y es que, desde su desembarco en este organismo multilateral el pasado 15 de junio de 2020, no ha parado.

“La cantidad de trabajo es enorme”, asegura al aludir los múltiples países que enfrentan problemas y grandes desafíos. De hecho, buena parte de su atención el año pasado estuvo puesta en las discusiones del G20 y el G7 para determinar cómo manejar los temas de deuda de los países más pobres.

En sus perspectivas más recientes, el Banco Mundial advertía de que aunque la economía mundial crecerá un 4% este año, tras sufrir una contracción del 4,3% en 2020, la pandemia ha causado un gran número de muertes, sumido a millones de personas en la pobreza y puede deprimir la actividad económica y los ingresos durante un período prolongado.

En este sentido, Reinhart también insistía en la necesidad de no perder de vista las fragilidades financieras, ya que la crisis del crecimiento afecta a los presupuestos de los hogares y los balances de las empresas vulnerables.

A finales de marzo de 2020 ya indicó a este periódico que la crisis creada por el coronavirus sería la mayor desde la Gran Depresión. Por aquel entonces dejó claro que la probabilidad de una recuperación en forma de V era muy baja y avisaba que restaurar el comercio global tal y como lo conocíamos antes del virus no iba a materializarse.

Ahora, quien fuera subdirectora del Departamento de Análisis del Fondo Monetario Internacional, vicepresidenta de Bear Stearns, profesora de Harvard y actualmente también asesora de la Reserva Federal de Nueva York, asegura que “todavía no estamos viendo” parte de las cicatrices que pueda dejar el Covid en la economía real. Entre ellas, los problemas que pueden manifestarse en los balances corporativos.

Durante su última conversación con elEconomista, usted ya anticipó la profundidad de esta crisis. ¿Le sorprende el estado actual en el que se encuentra la economía global?

Cuando tuvimos esta conversación hace aproximadamente un año muchos apostaban que esta crisis estaría ahora, como dicen los americanos, en el retrovisor. Sin embargo, por aquel entonces ya me preocupaba que el episodio que estamos viviendo actualmente iba a ser “realmente diferente” como titulé por entonces uno de mis editoriales en el Project Syndicate. Es cierto que la tecnología ha cambiado, el mundo es distinto, pero la pandemia de 1918 comenzó aproximadamente en febrero o marzo de ese año y duró hasta 1920, dando la vuelta al mundo y generando mucha incertidumbre sobre una segunda y tercera olas.

¿Qué particularidades distingue usted de la crisis generada por el Covid?

Esto no comenzó por un exceso financiero o por el ciclo que uno asocia típicamente con la crisis financiera. Pero todo el desajuste económico que ha habido, el aumento del desempleo, la pérdida de negocios y los confinamientos tienen un efecto acumulado tanto en los balances de los hogares como en los corporativos y los soberanos. Obviamente la expansión de la política fiscal ha tratado de tapar el hueco de la parálisis económica. En los países avanzados, los gobiernos han tenido más espacio para poder compensar. En muchos países en desarrollo, no estoy hablando solamente de los más pobres, sino los de ingresos medios, esta capacidad ha sido muy limitada. A medida que va pasando el tiempo, esto va transformándose de una crisis sanitaria provocada por la pandemia del Covid, que no tenía nada que ver con lo financiero, a un problema financiero.

Entonces, ¿observa usted vulnerabilidades en este sentido?

La vulnerabilidad financiera en Europa, en Estados Unidos, en Australia, en los países avanzados, en los de ingresos medios y en los de bajos ingresos es un problema. Estamos en un estado de suspensión en el que todavía no hemos llegado al momento de la verdad, dónde tocará poner fin a las moratorias y repagar deudas. Esto es preocupante. La economía funciona bien cuando el mecanismo de crédito también lo hace, pero si este se semiparaliza o se reduce hará que la recuperación sea difícil y lenta.

¿Qué consecuencias genera ese estado de suspensión al que usted alude?

Hoy por hoy, aparte del estímulo fiscal y la gran respuesta de los bancos centrales, hay muchos programas a nivel bancario que han ofrecido suspensiones temporales, dando así espacio a los hogares y las pequeñas empresas. Hay una moratoria que es transitoria, pero uno se tiene que hacer la pregunta de qué va a ocurrir con esa deuda. ¿Qué proporción se va a pagar? Por el lado corporativo, ¿qué empresas son líquidas y cuáles son insolventes? En este momento, esa es una pregunta que es muy difícil de contestar porque todo está en un estado de suspensión. Creo que va a haber importantes aumentos en la morosidad de préstamos bancarios, tanto por el lado de los hogares como por el lado de las empresas.

¿Está el sector bancario preparado para enfrentar todo este escenario?

Por un lado, los bancos han servido de vehículo para absorber la gran emisión de deuda de los gobiernos, comprando bonos soberanos. Eso de por sí limita la capacidad de dar crédito nuevo para el sector privado. Por otro, tienes el problema potencial, que creo que es grande, de préstamos y compañías zombis. Tienes ese préstamo que se hizo antes del Covid que no se sabe todavía si es insolvente. Eso también limita la capacidad de dar préstamos nuevos. Al mismo tiempo, los bancos también están preocupados por el nivel de incertidumbre de cómo se presentará el resto de este año. Eso les lleva a reducir riesgos, a tomar una mayor cautela en la emisión de nuevos préstamos. De esta forma, endurecen sus estándares para asegurarse de que su cartera no se deteriore. A mí me preocupa que todo esto lleve a contar con una menor capacidad de emitir nuevos préstamos así como de estimular la recuperación. No estoy preocupada por repetir un momento Lehman y el drama vivido en 2008, pero sí me preocupa el deterioro en los balances tanto corporativos como de los hogares, así como de muchos gobiernos.

¿Le preocupa entonces que los niveles de deuda pública en algunos países se hayan disparado al hilo de los estímulos fiscales?

Soy una persona cautelosa en temas de deuda, pero considero que esto ha sido una guerra. No es un ciclo normal, no es una crisis financiera, esto ha sido una guerra. Primero hay que preocupase por ganarla y luego por cómo pagarla. El tratar de hacer lo posible por el lado fiscal para tratar de responder a un shock de esta magnitud ha sido muy necesario. Honestamente, por un tiempo todavía va a seguir siendo necesario. No quiero sonar demasiado negativa, pero no veo que con las vacunas el perfil de la recuperación vaya a cambiar de la noche a la mañana. No debemos confundir rebote con recuperación porque el rebote lo estamos teniendo dadas las caídas ya experimentadas.

Sin embargo, es cierto que parece que los estímulos fiscales y monetarios han aumentado la liquidez y la toma de riesgos en los mercados, ¿no es así?

Hoy en día Egipto, Costa de Marfil y otros países tienen acceso a los mercados de capitales, están emitiendo bonos. Lo mismo ocurre con muchas de las compañías con bajas calificaciones o con un rating considerado especulativo. Es decir, que las bajas tasas de interés y la cantidad de liquidez llevan también a tomar más riesgos y a buscar retornos. Con esa búsqueda se están autoalimentando posibles burbujas en renta variable y bonos especulativos, bien sean soberanos o corporativos. Crear o alimentar nuevas burbujas es algo que también toca el tema de la fragilidad financiera que mencionaba anteriormente. La salud financiera estará impactada por el arrastre de los préstamos en mora y por esta toma de nuevos riesgos.

Hablaba también de posibles dificultades en la deuda soberana...

En la parte soberana, lo empezamos a ver por los puntos más débiles. Sobre todo, los países más pobres, que ya entraron en esta crisis con problemas de deuda, de bajo crecimiento y caídas en las exportaciones por el desplome en los precios en las materias primas. En estos momentos, la lista de países con problemas de deuda cada vez se hace más larga.

¿Y qué me dice del papel que puedan jugar los países emergentes en la recuperación? Al fin y al cabo su papel tras la crisis financiera de 2008 fue muy importante.

Un motor que hubo después de la crisis de 2008-2009 fue China creciendo a un 10% y otros países emergentes avanzando también rápidamente. Eso es un estímulo a la economía global, al comercio, a las exportaciones. Los países emergentes, en distintos grados, porque decir países emergentes y países en desarrollo tiene una variación enorme, pero, en su conjunto, están en una posición mucho más débil de lo que estaban después del episodio de 2008. Por aquel entonces, la crisis estuvo impulsada por los países avanzados. Esta es una crisis global. Ese impulso que por aquel entonces llegó del exterior, ahora no lo veo.

En el debate sobre el efecto que la liquidez y los estímulos tanto monetarios como fiscales tendrán en un potencial repunte de la inflación, Carmen Reinhart reconoce que es complicado encontrar una respuesta, dado que “todavía tenemos una deficiencia de demanda enorme a nivel global”.

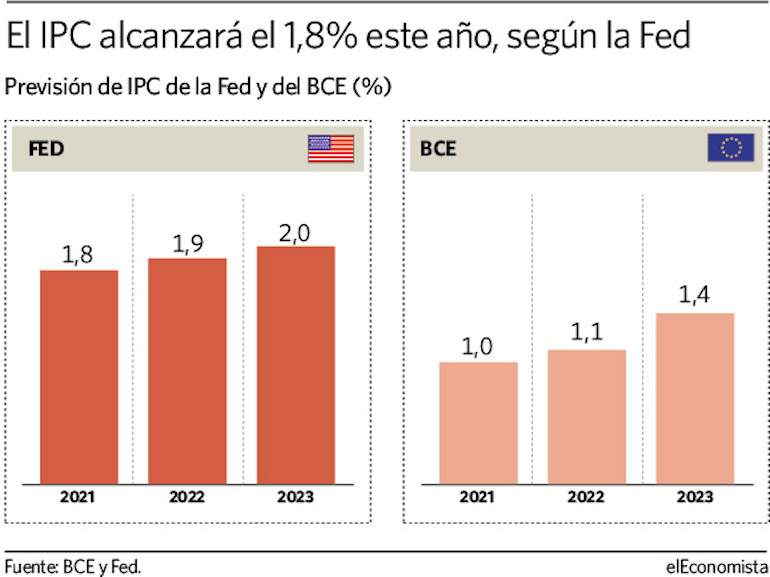
El índice de precios al consumidor en EEUU subió un 0,3% en enero respecto al mes de diciembre, su mayor alza en cinco meses, mientras que la inflación interanual se mantuvo en el 1,4%. Las previsiones de la Reserva Federal (Fed) apuntan a un 1,8% interanual en 2021 que crecerá hasta el 1,9% en 2022, mientras que para la zona euro el Banco Central Europeo (BCE) estima un 1% este año y 1,1% el siguiente.

Los miembros de la Fed tienen pocas dudas de que los costes de muchos bienes y servicios aumentarán este año, un trago para los consumidores si los precios de la gasolina, los viajes y otros comienzan a recuperarse de las caídas. Pero sostienen que esto es parte del regreso a la normalidad, no el comienzo de un problema de inflación más persistente.

Todavía no sabemos los efectos

“Si me preguntas, ¿esto va a pasar mañana?, no lo creo”, especifica Reinhart al hacer referencia a un posible recalentamiento sostenido de los precios. Al respecto, la economista jefa del Banco Mundial manifiesta que es importante no perder de vista que “todavía no sabemos muchos de los efectos de esta situación”.

“A medida que empieza la recuperación tendremos una mejor idea de lo que ha pasado tanto con la demanda como con la oferta agregada”, insiste, al tiempo que advierte sobre lo que realmente le preocupa en el más corto plazo, que no es precisamente la inflación. “Es cierto que hemos sufrido un shock adverso en la oferta que puede contribuir a una inflación más alta, pero esto no es lo que más me preocupa en el horizonte más cercano. Lo que más me preocupa es la lentitud de la recuperación”, avisa.



Desde el Banco Mundial estiman que la eurozona crecerá este año un 3,6% tras haber experimentado una contracción del 7,4% el año pasado. Por su parte, el Fondo Monetario Internacional apunta que nuestro país repuntará un 5,9% en 2021 tras haber sufrido una contracción del 11,1% en 2020. Paralelamente, el déficit se reducirá este año al 8,2% del PIB tras haber alcanzado el 11,7% el año pasado y la deuda pública española se situará en el 118,9% del PIB.

Al ser preguntada por los retos en el horizonte para la economía española, Reinhart considera que España podría “enfrentar algunos de los mismos y dolorosos problemas por los que atravesó después de la crisis de 2008”.

“Por aquel entonces afrontó un credit crunch que fue severo y largo. No estoy diciendo que esto vaya a repetirse con la misma severidad pero la capacidad del lado financiero, pese a las políticas del Banco Central Europeo (BCE), es limitada”, aclara.

En este sentido, la economista jefa del Banco Mundial no oculta su preocupación por el sector financiero patrio, que “no está en buenas condiciones”, a su juicio. “Me explico. El problema inicial no está en el sector financiero pero, dado el impacto de la crisis en la actividad económica, este no está en condiciones de ser el motor que vaya a impulsar la recuperación”, advierte.

Según justifica, el shock de la pandemia a la economía real ha impactado a muchos sectores clave en España, entre ellos el turismo, por lo que nuestro país no se enfrenta una recuperación rápida sino a una recuperación que “será lenta”.

Realmente Reinhart avisa que todavía va a tomar un tiempo el poder calcular cuándo se restaurarán en España los ingresos per cápita que se lograban antes del Covid.

- ¿El mercado sufrirá un accidente? El-Erian alerta a los inversores de los riesgos que podrían desencadenarlo (El Economista - **16/2/21**)

Mientras los inversores de Estados Unidos conviven con temperaturas bajo cero y posibles cortes de luz en buena parte del país como consecuencia de una fuerte tormenta invernal, Wall Street ha calentado motores y vive una nueva jornada de máximos después de un fin de semana largo por el Día de los Presidentes. Además, la mejora en los datos de contagios de coronavirus en el país, unido al avance de Joe Biden para lograr la aprobación del nuevo paquete de estímulo económico en el Congreso, añaden más optimismo si cabe al mercado.

“El único nerviosismo creciente ahora mismo parece estar en torno a las perspectivas de una inflación más significativa impulsada por la combinación de más casos de covid-19, generosos paquetes de estímulos económicos y el aumento de los costes de las materias primas”, ha destacado en una nota a los clientes el director de inversores de AJ Bell, Russ Mold.

Los inversores continúan alimentando el rally del mercado y el Jefe Asesor Económico de Allianz, Mohamed El-Erian, considera que tanto optimismo podría ser una trampa y enumera varios factores que podrían desencadenar lo que él mismo denomina un “accidente” en el mercado. Es por ello que alerta a los inversores de que deben mostrar cierta cautela y no apostar en riesgos de manera irresponsable.

“Los inversores están persiguiendo lo que alguien ha denominado la “burbuja racional”. Aunque son plenamente conscientes de que los precios de los activos son altos, esperan que todavía puedan subir aún más como consecuencia de la liquidez masiva de la Fed y las perspectivas de más ayudas fiscales. Básicamente, los inversores se sienten muy confiados gracias a esta ola histórica de liquidez” destaca el presidente del Queens' College de la Universidad de Cambridge durante una entrevista a CNN.

La inflación es un peligro real, aunque los datos digan lo contrario. “Cuando los mercados vean que los precios suben más de lo que la Fed espera, vendrá la preocupación, y lo cierto es que ya hemos visto subir los rendimientos de los bonos a largo plazo y la tensión se está empezando a palpar en el mercado”, destaca El-Erian.

El rendimiento del bono americano a 10 años ha subido este martes 4 puntos básicos, a casi 1,25%, un nivel no visto desde el mes de marzo. Asimismo, el mercado de bonos está sufriendo su peor inicio de año desde 2013, lo que está haciendo saltar las alarmas sobre otro posible “taper tantrum” o rabieta de mercado, como el provocado por el que fuera presidente de la Fed, Ben Bernanke, al anunciar la retirada de los estímulos económicos en mayo de ese mismo año. El fantasma de la inflación alimenta los rumores sobre una retirada de estímulos de la Fed antes de lo esperado para contener el ascenso de los precios, lo que podría desencadenar una nueva ola de volatilidad.

En este sentido, El-Erian ha señalado que la respuesta del banco central de Estados Unidos es clave y cree que seguirá haciendo lo propio a pesar de que la inflación siga al alza por el momento.

El economista apunta también como otro riesgo que podría provocar un “accidente” en el mercado lo que sucedió hace unas semanas con la euforia alcista de los foreros de Reddit sobre las acciones de GameStop, AMC o la plata, entre otros. “El primer gran peligro que desencadena un posible “accidente” en el mercado es la toma de riesgos de manera irresponsable. El segundo riesgo es el mercado de bonos. Si tú desestabilizas el mercado de bonos, eliminas de golpe las razones por las que la gente está interesada en comprar acciones” asegurado.

Al mismo tiempo, El-Erian también advierte sobre los riesgos que conlleva el rally que está viviendo el bitcoin, que este martes ha registrado un nuevo récord superando los 50.000 dólares. “¿Permitirán los reguladores que esto continúe?” se pregunta el inversor, al tiempo que agrega que muchas compañías seguirán los pasos de Tesla, que la semana pasada invirtió 1.500 millones de dólares en el bitcoin y anunció sus planes para aceptar la criptomoneda como modo de pago. “Estas empresas no saben de qué manera mitigar los riesgos. Y esta es parte de la distorsión de los mercados financieros que estamos viendo” sentencia.

- La revolución silenciosa en la política económica (Project Syndicate - **16/2/21**)

Londres.- Algo extraordinario ha sucedido con las políticas macroeconómicas. En parte debido al impacto del COVID-19, la antigua ortodoxia se ha transformado en una nueva ortodoxia -pero sin que nadie reconozca las implicancias del cambio o que haya habido problemas con la convención previa.

En una entrevista reciente, por ejemplo, el ex subdirector del Banco de Inglaterra (BOE) Paul Tucker dijo que “la política monetaria ahora debería ser relegada a segundo plano detrás de la política fiscal”. Otros banqueros centrales, mandarines del Ministerio de Finanzas y funcionarios de la OCDE y del Fondo Monetario Internacional están diciendo más o menos lo mismo.

Lo que nuestros paladines financieros nunca, o sólo rara vez, reconocen es lo equivocados que estuvieron en el pasado. El Financial Times fue el que llegó más lejos con su reciente confesión débil de que los recortes del gasto que defendió en 2010 “pueden haber tenido un impacto negativo mayor de lo esperado”. Esto es lo más cercano a un mea culpa que podamos esperar de esta ciudadela del establishment financiero, y no está ni cerca de captar la magnitud de la ruptura con la teoría de política macroeconómica que prevalecía hace apenas unos años.

Antes de la crisis de 2008-09, muchos creían que la estabilización macroeconómica era enteramente incumbencia de los responsables de la política monetaria, y que debería estar a cargo de bancos centrales independientes que apunten a una tasa de inflación establecida mediante la política de tasas de interés. Esto surgió de la creencia ortodoxa de que las economías eran cíclicamente estables, siempre que la inflación estuviera bajo control. La política fiscal debería ser pasiva, o inclusive contractiva si los recortes del gasto fomentan la confianza del mercado.

La fe en la superioridad de la política monetaria sobrevivió inclusive a la crisis salvaje de 2008-09. El alivio cuantitativo (QE), o la “política monetaria poco convencional”, como se lo dio en llamar, reemplazaría la política ortodoxa de tasas de interés cuando la tasa de referencia nominal alcanzara su “límite cero”. Los bancos centrales elaboraron todo tipo de “mecanismos de transmisión” extravagantes por medio de los cuales el efectivo adicional que depositaban en manos de los bonistas fluiría a la economía real, ignorando la posibilidad de que, por el contrario, la mayor parte se utilizaría para reponer las reservas agotadas de los bancos o intercambiar activos financieros. Mientras tanto, los gobiernos cumplían con su parte al recortar su propio gasto.

Si bien la combinación de expansión monetaria y contracción fiscal no logró generar la recuperación esperada, la fe en la terapia monetaria todavía era sólida cuando azotó la pandemia del COVID-19 en 2020. Esto impidió a los gobiernos pensar seriamente en canalizar los cientos de miles de millones de nuevo dinero de QE a aquellas partes de la economía real que se mantenían abiertas y operativas, en lugar de darle a millones de personas meses de licencia paga.

De hecho, la característica destacada de las respuestas de los gobiernos occidentales a la pandemia fue su carácter no focalizado. Los responsables de las políticas prefirieron los confinamientos masivos y las cesantías a cualquier intento por mantener a la gente trabajando mediante la aplicación de testeos masivos, seguimientos y rastreos, todos técnicamente posibles, como hicieron muchos países del este de Asia.

**Ahora, cayeron en la cuenta. A falta de estímulo, se espera que las economías post-COVID de Europa y Estados Unidos se hayan contraído en 2020 a la tasa más elevada desde la Segunda Guerra Mundial, con un aumento concomitante del desempleo. Ahora, los planes de cesantías terminarán y los bancos centrales dicen que se están quedando sin municiones -o sea, su capacidad para mantener a los bonistas confiados de que se les va a pagar.**

**En estas condiciones, la política fiscal es la única alternativa. Necesitamos con urgencia un nuevo marco macroeconómico, que cubra los objetivos de una política fiscal activa, las reglas para llevarla a cabo y su coordinación con la política monetaria.**

Dado que estamos padeciendo no sólo un shock de demanda sino también de oferta, la política de recuperación también tendrá que abordar las cuestiones de la oferta. En otras palabras, el remedio keynesiano del lado de la demanda de pagarle a la gente para hacer pozos y volverlos a llenar es inadecuado. Si bien cualquier impulso directo de la demanda indirectamente también impulsará la oferta al aumentar el ingreso nacional, un serio retraso en la respuesta de la oferta corre el riesgo de generar inflación. Por esta razón, si no por otra, la inversión en nueva capacidad debería ser una parte importante de cualquier estímulo fiscal.

**Este imperativo, a su vez, dirigirá la atención de los responsables de las políticas a la naturaleza de la oferta que exigirán las economías del futuro. En vista de los desafíos de largo plazo de la automatización y del cambio climático, cualquier política de recuperación post-pandemia debería apuntar a garantizar la sustentabilidad de la economía, no sólo su estabilidad cíclica.**

El argumento a favor de la política fiscal no es sólo que se trata de un estabilizador macroeconómico más poderoso (por ser más focalizado) que la política monetaria, sino también que el gobierno es la única entidad aparte del sistema financiero capaz de asignar capital. Si no queremos permitir que la inversión en tecnología e infraestructura esté modelada según una lógica puramente financiera, entonces la necesidad de lo que Mariana Mazzucato llama una estrategia de inversión pública “orientada por misiones” que incluya a la política tributaria se vuelve ineludible.

La segunda gran discusión que necesitamos tener concierne a la relación entre la política fiscal y monetaria. En el Reino Unido, la expansión del QE desde marzo de 2020 ha seguido exactamente el incremento del déficit presupuestario. ¿La percepción de la independencia del BOE y la credibilidad de su meta de inflación pueden sobrevivir cuando el banco central ha venido actuando como un agente del Tesoro todo el año pasado?

Si el gobierno ha de ser el actor macroeconómico activo, necesitamos determinar si el banco central debería reanudar su papel tradicional de control de los excesos fiscales, y cómo tendría que hacerlo. Pero se deberían reformular las propias reglas fiscales para permitir una política contracíclica más activa y un papel del gobierno mucho más amplio a la hora de asignar capital de lo que venía siendo recientemente.

La pandemia presenta la oportunidad de llevar adelante una discusión pública abierta de estas cuestiones. Es de esperar que este debate reemplace el sistema de guiños de personas con información privilegiada y los acuerdos subterráneos que han dado forma a nuestras fortunas –o infortunios- económicos durante demasiado tiempo.

(Robert Skidelsky, a member of the British House of Lords, is Professor Emeritus of Political Economy at Warwick University. The author of a three-volume biography of John Maynard Keynes, he began his political career in the Labour party, became the Conservative Party’s spokesman for Treasury affairs in the House of Lords, and was eventually forced out of the Conservative Party for his opposition to NATO’s intervention in Kosovo in 1999)

- Rogoff (Harvard): “Solo el 20% de la población sufre por la pandemia y eso no afecta a Wall Street” (El Economista - **20/2/21**)

(Por José Luis de Haro)

Kenneth Rogoff, profesor de Economía de la Universidad de Harvard, se declara “optimista” sobre el futuro. Mucho tiempo ha pasado ya desde nuestra última conversación, hace una década, cuando la crisis de deuda soberana vapuleaba a Europa. Ahora, el autor junto a Carmen Reinhart del libro Esta vez es distinto, ocho siglos de necedad financiera confía en que la pandemia “realmente sacudirá las cosas y dará lugar a usos mucho más productivos a la tecnología y, eventualmente, generará un crecimiento mucho más rápido y más justo”. Eso sí, en el futuro más inmediato, reconoce que pese a la euforia en los mercados, “todavía nos enfrentaremos a tiempos difíciles durante algún tiempo”.

**Una de las explicaciones de la descorrelación entre la renta variable y la economía real está en que el virus realmente solo golpea a personas de bajos ingresos, explica el economista Kenneth Rogoff, quien reconoce que es “cruel” pero que es la “lógica de los mercados”.**

¿Ve usted ya algunas cicatrices no solo por la crisis de la pandemia en sí, sino por una recuperación desigual?

Absolutamente. Esto va a tener un impacto enorme en la economía global durante las próximas décadas. Algunos de los efectos serán buenos. Todo el mundo habla de lo que hemos avanzado en el uso de la tecnología. Pero si tuviera que identificar alguno de los grandes problemas que hemos tenido hasta ahora sería la creciente urbanización que hemos visto desde la década de los 80, su impacto, especialmente en el aumento de precios. Las ciudades tienen muchas ventajas, pero también muchos problemas. Esto tendrá un efecto dramático. Por otro lado, la gente va a estar asustada por lo ocurrido en esta pandemia durante mucho tiempo. Es necesario evocar la Gran Depresión para poder hacer una comparación. La generación que la vivió se vio afectada para siempre. Tuvo tasas de ahorro muy altas en comparación con las generaciones posteriores. Y tal vez veamos eso nuevamente. Tampoco podemos olvidarnos de los cientos de millones de niños que han perdido un año de su educación. No puedo imaginarme el coste de esto. Podríamos seguir y seguir. Es difícil cuantificar hasta que no salgamos de la crisis, pero parece que el mundo retrocederá dos décadas en términos de pobreza global.

¿Cree que los estímulos deberían ser más específicos para no correr el riesgo de crear riesgos colaterales como los que parece que vemos en la actualidad?

Políticamente es muy difícil lograr un estímulo más específico del que está diseñando la Administración Biden. Son muchas las personas en la última década las que piensan que un estímulo fiscal puede aplicarse como una cirugía, con un bisturí y hacer pequeños cambios aquí y allá. Nunca ha sido así. Y estamos en una situación de emergencia. Dicho esto, el desastre puede venir después. Aquellos que consideran que esto será una comida gratis porque la tasa de crecimiento es mayor a la tasa de interés, quedarán como unos tontos dentro de 10 años. Pero ahora mismo, es lo único que podemos hacer. No es un regalo, pero esto es una guerra. No me preocupan los problemas colaterales en comparación con la crisis inmediata. Cuanto más rápido salgamos, mejor podremos enfrentar lo que venga después. Cierto es que, en estos momentos, el coste de financiación de los bonos de alto rendimiento son ridículos. Nos creemos que la Reserva Federal simplemente comprará todo para siempre. No hay riesgo. Definitivamente es una burbuja en muchas dimensiones, pero el coste de intentar tomar medidas enérgicas de una manera más específica es alto. Pero también es muy peligroso el movimiento cada vez más grande, especialmente entre los progresistas, que abogan para que los estímulos no se detengan nunca.

Entonces, ¿habrá espacio suficiente tanto desde el punto de vista fiscal como monetario para enfrentar los cambios estructurales que garantizarán una recuperación sostenida a medio y largo plazo?

Cada país es diferente. Estados Unidos, por el momento, tiene espacio fiscal de sobra, aunque eso podría cambiar. Simpatizo con lo que está haciendo Biden. Algunas de las transferencias simplemente se convertirán en ahorros. También aboga por invertir en infraestructura, pero es difícil hacerlo rápidamente. Dicho esto, estoy muy preocupado ya que, sin duda, a este ritmo, habrá una crisis de deuda de los mercados emergentes. Ni siquiera hemos llegado a lo peor. Tampoco hay garantía de que todo mejore en un año. Es preciso tener eso muy presente.

Desgranando los diferentes aspectos de esta crisis, hemos visto una desconexión total entre lo que ocurre en la economía real y lo que ocurre en los mercados de valores. ¿Deberíamos preocuparnos?

La desconexión entre los precios de los activos y la economía real tiene algunas explicaciones. Una es que el sector de la economía real que está sufriendo son las personas de bajos ingresos. Esto no afecta tanto a las ganancias de las empresas. Es solo el 20% inferior de la población el que realmente sufre y eso no afecta a la bolsa. Es cruel, pero esa es la lógica de los mercados. Otro aspecto interesante es que los ingresos fiscales no han caído tanto. Existe toda una preocupación de que los estados podrían perder todos sus ingresos, pero a nivel federal solo han caído un pequeño porcentaje incluso durante un calamitoso declive económico. Por otro lado, están las tasas de interés y los bancos centrales, que no planean subirlas. Ya veremos, porque si lo hicieran, aunque fuera tan solo al 1%, pondrían patas arriba la valoración del mercado de valores. Provocarían una gran caída de las acciones. Otra cosa que mencionaría es que hemos visto un gran aumento en el poder monopolístico. Las pequeñas y medianas empresas, que en el futuro podrían plantar cara a estos gigantes, son las que están siendo aplastadas y aniquiladas.

¿Cuándo cree que la exuberancia que se puede ver en ciertas clases de activos se convierte en irracional y realmente hace que una burbuja estalle?

En un mundo donde los tipos de interés son cero ya no hay un precio racional de nada. El día del juicio final llegará cuando las tasas de interés comiencen a subir. Eso hará bajar las valoraciones, pero sobre todo en las empresas cuyo precio actual refleja beneficios todavía lejos en el futuro. Es el caso de muchas empresas tecnológicas y de Tesla, como un caso extremo. Una empresa tradicional no se beneficia tanto en el valor de sus acciones de las tasas de interés bajas.

Mencionaba previamente que la deuda, en realidad, no es un almuerzo gratis. ¿Cómo de caro va a ser el menú que nos estamos comiendo?

Un factor crítico depende de si se está pidiendo prestado a largo o corto plazo. Estados Unidos tiene préstamos a muy corto plazo. El vencimiento de la deuda estadounidense es de casi seis años. Pero si se tienen en cuenta las compras de la Fed, son como cuatro años y medio. Si las tasas de interés subieran un 2% en los próximos años se renovaría gran parte de esta deuda con tasas mucho más altas. Y eso no es ningún regalo. Pongámonos en la siguiente situación. Asumamos que Asia se recupera realmente bien y rápido durante los próximos 10 años mientras que Europa y Estados Unidos no lo hacen. A medida que Asia crece, las tasas de interés globales, de repente, podrían comenzar a subir. Los mercados de capitales asiáticos serían mucho más atractivos, el dinero saldría de Europa y Estados Unidos. Este sería un escenario muy adverso para los que tienen mucha deuda a corto plazo. Si tienes una deuda estructurada con vencimiento a largo plazo y tu banco central no la está comprando, eso es mucho más seguro y conlleva mucho menos riesgo. Pero muy pocos países lo están haciendo.

- ¿Vuelve la inflación? (Project Syndicate - **17/2/21**)

Zúrich.- Los pronósticos actuales de muchos bancos, bancos centrales y otras instituciones sugieren que la inflación no será un problema en el futuro inmediato. El Fondo Monetario Internacional, por ejemplo, prevé que, hasta alcanzar el horizonte temporal de sus pronósticos en 2025, la inflación en el mundo seguirá contenida; ¿es posible, de todas formas, que quienes hacen caso de estos pronósticos se encuentren con una desagradable sorpresa?

Los modelos económicos son, desde hace mucho, notablemente imprecisos para predecir la inflación y la COVID-19 complicó aún más el desafío. Quienes hacen los pronósticos económicos calibran sus modelos con datos de los últimos 50 años para explicar y predecir las tendencias económicas, pero las condiciones económicas actuales no tienen antecedentes en ese período. Los pronósticos de baja inflación actuales no garantizan entonces que la inflación en realidad vaya a seguir siendo baja.

Incluso sin presiones inflacionarias adicionales, las tasas de inflación publicadas subirán significativamente en los primeros cinco meses de 2021. Para mayo, los expertos del UBS prevén que la inflación crecerá por encima del 3 % en Estados Unidos y se acercará al 2 % en la zona del euro, principalmente porque la base fue baja durante el primer semestre de 2020, cuando comenzaron los confinamientos por la pandemia. La tasa más elevada, entonces, no señala una creciente presión inflacionaria, aunque un aumento por encima de esos niveles constituiría una señal de alerta.

Muchos sostienen que la crisis de la COVID-19 es deflacionaria, porque las medidas de mitigación de la pandemia tuvieron un impacto mayor sobre la demanda agregada que sobre la oferta agregada. Esto fue así en gran medida durante los primeros meses de la crisis: en abril de 2020, por ejemplo, los precios del petróleo se acercaron a cero o cayeron incluso a valores negativos.

Pero si miramos con detenimiento la oferta y la demanda surge una imagen con más matices. En especial, la pandemia desplazó la demanda desde los servicios hacia los productos, algunos de los cuales son ahora más caros por cuellos de botella en la producción y el transporte.

En los cálculos actuales de los precios para los consumidores, la suba de precios de los bienes se compensa parcialmente con la caída de precios de los servicios (por ejemplo, de los pasajes aéreos); pero, en realidad, las restricciones por la pandemia implican que el consumo de muchos servicios cayó bruscamente (por ejemplo, mucha menos gente viaja en avión). Las canastas de consumo reales de mucha gente se volvieron entonces más caras que la canasta que usan las autoridades estadísticas para calcular la inflación. Por lo tanto, las verdaderas tasas de inflación suelen ser mayores que los datos oficiales, como lo confirman ciertos informes.

Cuando los gobiernos levanten las restricciones a la movilidad, la inflación en los servicios también puede aumentar si la menor capacidad -por el cierre permanente de restaurantes y hoteles, por ejemplo, o los despidos en las aerolíneas- resulta insuficiente para cubrir la demanda.

La expansión fiscal y monetaria sin precedentes en respuesta a la COVID-19 puede plantear un riesgo inflacionario aún mayor. Según las estimaciones de UBS, los déficits gubernamentales agregados representaron el 11 % del PBI global en 2020, más del triple del promedio de los últimos diez años. Los balances de los bancos centrales aumentaron aún más el año pasado, el 13 % del PBI global.

Entonces, los gobiernos financiaron indirectamente sus déficits en 2020 con emisión, pero esto solo funcionará si hay suficientes ahorristas e inversores dispuestos a conservar dinero y bonos gubernamentales con tasas de interés nulas o negativas. Si las dudas sobre la solidez de esas inversiones llevaran a los ahorristas e inversores a pasarse a otros activos, las monedas de los países afectados se debilitarían y eso elevaría los precios para los consumidores.

Los episodios anteriores de excesiva deuda gubernamental casi siempre terminaron con alta inflación. La inflación causada por la pérdida de confianza puede surgir rápidamente y, en algunos casos en épocas de subempleo, sin una espiral de salarios-precios previa.

Aunque la política monetaria expansiva después de la crisis financiera de 2008 no produjo un aumento de la inflación, nada garantiza que los precios no vayan a crecer esta vez. Después de 2008, la nueva liquidez fluyó principalmente hacia los mercados financieros, Pero la expansión actual de los balances de los bancos centrales está disparando grandes flujos monetarios hacia la economía real, a través de déficits fiscales récord y el rápido crecimiento del crédito en muchos países. Por otra parte, la respuesta a través de políticas monetarias a la pandemia fue mucho más rápida e importante que en la crisis anterior.

Los cambios demográficos, el aumento del proteccionismo y la suba de facto de la meta inflacionaria de la Reserva Federal estadounidense un 2 % el año pasado son algunos de los factores que podrían llevar a una mayor inflación en el largo plazo. Aunque es improbable que esos factores estructurales disparen un aumento en el crecimiento de los precios en el corto plazo, podrían facilitarlo.

Una brusca suba de la inflación tendría consecuencias devastadoras. Para contenerla, los bancos centrales tendrían que elevar las tasas de interés, lo que crearía problemas financieros para los gobiernos, las empresas y los hogares altamente endeudados. Históricamente, los bancos centrales, en la mayoría de los casos, fueron incapaces de resistir la presión gubernamental para mantener un financiamiento sostenido del presupuesto. A menudo esto derivó en tasas de inflación muy elevadas, acompañadas por grandes pérdidas en el valor real de la mayoría de las clases de activos, y agitación política y social.

En los últimos meses, los precios de los productos básicos, los costos del transporte internacional, las existencias y el bitcoin aumentaron bruscamente, y el dólar estadounidense se depreció en forma significativa. Esto podría presagiar un aumento de los precios para los consumidores en la zona del dólar. Como las tasas de inflación de los distintos países están altamente correlacionadas, una mayor inflación en la zona del dólar aceleraría el crecimiento de los precios en todo el mundo.

Demasiada gente subestima el riesgo de una suba de la inflación y los pronósticos basados en modelos optimistas no alivian para nada mis temores. Los responsables de las políticas monetarias y fiscales, al igual que los ahorristas e inversores, no debieran correr el riesgo de quedar expuestos. En 2014, el expresidente de la Fed, Alan Greenspan, predijo que la inflación eventualmente tendrá que subir y afirmó que el balance de la Fed es «un montón de yesca». La pandemia bien podría ser la centella que la encienda.

(Axel A. Weber, a former president of the Deutsche Bundesbank and former member of the Governing Council of the European Central Bank, is Chairman of the Board of Directors of UBS Group AG)

- Se alza el ancla que sostiene la inflación (Project Syndicate - **25/2/21**)

Cambridge.- Hace cinco décadas, el mayor problema macroeconómico de Estados Unidos era la alta inflación, que promediaba más del 6% en los años 70 y se elevó hasta el 10% a finales de dicha década. Luego llegó Paul Volcker, el presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos designado por el presidente Jimmy Carter en el año 1979 y ratificado en 1983 por el presidente Ronald Reagan.

En 1981, es de amplio conocimiento que Volcker doblegó a la inflación a través de una política de altas tasas de interés. El hecho de que se ciñó a esta política a pesar de enfrentar una recesión, convenció a los mercados financieros, las empresas y los hogares de que la Reserva Federal haría lo que fuera necesario para garantizar una inflación baja y estable.

Muchos años después, este fuerte compromiso por parte de una persona de altísimo rango encargada de la formulación de políticas monetarias puede haber servido como modelo para Mario Draghi, cuando, en su calidad de presidente del Banco Central Europeo en 2012, se comprometió a “hacer lo que sea necesario” para preservar el euro. Sin duda, el éxito de Draghi en esa misión explica la razón por la que acaba de convertirse en primer ministro de Italia.

La clave del legado de Volcker es anclar las expectativas de inflación a largo plazo en un valor bajo, aproximadamente en el 2% anual desde la década de 1990. El ancla de Volcker se tradujo en una verdadera estabilidad de precios, junto con el mantenimiento de la inflación en una tasa media baja de alrededor del 2%.

Después de haber establecido confianza en la inflación esperada a largo plazo, la Reserva Federal pronto descubrió que tenía mucho margen de maniobra en materia de políticas a corto plazo: podía ajustar las tasas de interés nominales a corto plazo y las cantidades de agregados monetarios sin poner en peligro su credibilidad a largo plazo. Por ejemplo, mantuvo las tasas nominales a corto plazo cerca de cero durante periodos prolongados y amplió de manera drástica su hoja de balance, todo ello mientras mantenía el ancla clave de la expectativa de una baja inflación a largo plazo.

**Desafortunadamente, este capital reputacional que Volcker legó ahora se ve amenazado por políticas monetarias y fiscales imprudentes. Hoy en día, la hoja de balance de la Reserva Federal parece no respetar límites, y los déficits fiscales como porcentaje del PIB se encuentran en niveles sin precedentes en tiempos de paz.**

**Hoy en día la Reserva Federal exuda confianza -o mejor dicho, tiene un exceso de confianza- con respecto a que nada de lo que haga afectará las expectativas inflacionarias a largo plazo. De hecho, si hay algo que quiere, en verdad, es que la inflación aumente desde alrededor del 1,5% anual hasta llegar a su objetivo que se encuentra cerca del 2%. Sin embargo, en vez de mostrar ansiedad debido a que la inflación en la actualidad se encuentra por debajo del objetivo, la Reserva Federal debería preocuparse más por la posibilidad de un fuerte aumento de la inflación esperada a largo plazo.**

Consideremos las cifras actuales de inflación estadounidense. Antes de la recesión del COVID-19, desde principios de 2010 hasta principios de 2020, la tasa de inflación del índice de precios al consumidor (IPC) promediaba el 1,7% anual, y la tasa promedio calculada para la medida favorita de la Reserva Federal a nivel de precios -el deflactor del gasto de consumo personal- fue similar, situándose en un 1,5% anual.

Una medida razonable de la inflación esperada a largo plazo es la tasa de inflación implícita a diez años, que equivale a la diferencia en los rendimientos entre bonos del Tesoro de Estados Unidos, es decir entre los bonos convencionales y los bonos indexados a la inflación a diez años. En enero-febrero de 2020, esta tasa equivalía al 1,7% anual, por lo que la inflación esperada a largo plazo coincidía con la inflación real reciente. A continuación, la grave recesión que comenzó en marzo de 2020 generó una caída a corto plazo del nivel de precios, dejando la inflación temporalmente en territorio negativo (4% anual de marzo a mayo). Al mismo tiempo, la inflación esperada a largo plazo cayó a alrededor del 1% anual.

Sin embargo, la tasa de inflación no tardó en dispararse -promediando el 3% anual entre mayo de 2020 y enero de 2021- y la inflación esperada a largo plazo aumentó sustancialmente desde el 1% anual en marzo-mayo de 2020 a 2,2% en febrero de 2021. Este cambio reflejó en parte un aumento del rendimiento de los bonos del Tesoro convencionales, del 0,7% al 1,2%, y en parte una disminución del rendimiento de los bonos indexados, de -0,3% a -1%.

El resultado, según los mercados financieros, es que la mayor inflación experimentada desde el pasado mes de mayo no será temporal. Los rendimientos de los bonos están indicando una inflación a largo plazo superior al 2 por ciento al año. Si se mira el lado positivo de esta situación, este nivel se sitúa aún muy por debajo del 6% de los años 70.

Una vez más, la Reserva Federal, en particular su presidente, Jerome Powell, parece estar muy seguro de que puede contener la inflación al aumentar en última instancia las tasas de interés nominales a corto plazo, en caso necesario. El problema es que el aumento de las tasas de corto plazo tendrá poco impacto en la inflación una vez que la alta inflación esperada a largo plazo se haya arraigado.

**La única forma de mantener al genio dentro de la botella es con la filosofía de “hacer lo que sea necesario” que Volcker creó a principios de los 80. Los mercados financieros, las empresas y los hogares tendrían que estar convencidos de que la Reserva Federal, en cooperación con el Tesoro, están dispuestos a mantener tasas de interés altas, en la medida que esto sea necesario, incluso frente a una recesión.**

Powell debería estar enfatizando los peligros de la alta inflación, como corresponde a una autoridad máxima de un banco central. Y, la secretaria del Tesoro, Janet Yellen -quién fue también presidenta de la Reserva Federal- debería estar haciendo hincapié en la disciplina fiscal, en lugar de favorecer un enfoque de “ir a lo grande” que presta poca atención a una deuda pública que no cuenta con restricciones.

Para garantizar que la inflación no vuelva a resurgir, necesitamos que los encargados de la formulación de políticas se acomoden dentro del molde de un Volcker o un Draghi. Sin embargo, mi temor es que los débiles encargados de la formulación de políticas, que son incapaces de formular compromisos serios, desperdicien el capital reputacional que Volcker creó a un alto costo hace más de 30 años.

(Robert J. Barro, Professor of Economics at Harvard, is a visiting scholar at the American Enterprise Institute and a research associate of the National Bureau of Economic Research)

- ¿Quién tiene razón sobre la inflación? (Project Syndicate - **1/3/21**)

Princeton / París.- El espectro de la inflación ha regresado. Durante dos décadas, los bancos centrales de las economías industrializadas confiaron en que lo habían desterrado para siempre. Luego vino la crisis financiera de 2008, que provocó un breve regreso de la ansiedad inflacionaria en ambos lados del Atlántico. En los Estados Unidos, los republicanos del Congreso introdujeron la austeridad en 2010, y el Banco Central Europeo comenzó a endurecer su política de tasas de interés en 2011. Pero luego los responsables políticos comenzaron a preocuparse de que la inflación fuera demasiado baja y que podría ser imposible reactivarla.

Ahora, el parloteo de la inflación ha vuelto. Pero, ¿qué tan en serio debería uno tomarlo? Después de todo, hemos estado aquí antes, y no solo en 2010.

El debate actual retoma el confuso entorno político de la década de 1970, cuando las palomas inflacionistas argumentaron que los choques petroleros de la década (los precios se triplicaron en 1973-74 y nuevamente en 1979, después de la Revolución Islámica de Irán) no producirían expectativas inflacionarias más altas o una espiral inflacionaria. Algunos economistas prominentes, como el keynesiano británico Roy Harrod, incluso argumentaron que las políticas monetarias y fiscales que impulsan el crecimiento bajarían los precios, porque la producción y la abundancia aumentarían.

En respuesta, los halcones de la inflación advirtieron contra una expansión monetaria cada vez mayor, favorecida por los intereses bancarios y financieros. El aumento resultante en los precios crearía un efecto de trinquete en el que los grupos organizados, especialmente los sindicatos, bloquearían acuerdos de pago más alto.

Una interpretación histórica común de este período sostiene que el presidente Richard Nixon, y más tarde el presidente Jimmy Carter, intimidaron a la Reserva Federal de Estados Unidos para que impulsara la inflación. Pero el reciente y amplio estudio del economista de la Fed Edward Nelson sobre el premio Nobel Milton Friedman y el debate monetario de la década de 1970 refuta esa interpretación. Muestra que el presidente de la Fed, Arthur F. Burns, un hombre de impecable ortodoxia monetaria y una figura paterna para Friedman, estaba decidido a evitar una nueva espiral inflacionaria.

Pero Burns tenía una teoría errónea de cómo surge la inflación. Confiaba en que los controles de precios y salarios que propugnaba controlarían el efecto de empuje salarial que podría derivarse de una única conmoción. La Fed enfrentó así la Gran Inflación de la década de 1970 con una doctrina defectuosa. Friedman construyó una reputación formidable con su predicción de un crecimiento desbocado de los precios.

Algunos países europeos tomaron una ruta diferente. El Bundesbank alemán, que había estado preocupado por la inflación mucho antes de las crisis del petróleo, vio una oportunidad en mayo de 1973 para poner fin al tipo de cambio fijo del marco alemán frente al dólar. En ese momento, los bancos alemanes se enfurecieron con la medida, temiendo que condujera a quiebras bancarias. Pero más tarde, con la inflación y, por lo tanto, las tasas de interés más bajas que en los EEUU, las autoridades alemanas podrían argumentar que la subsiguiente crisis del petróleo de 1973 fue realmente un episodio único. Debido a su éxito inicial, estaban en condiciones de adaptarse, y Alemania sufrió solo levemente durante la recesión mundial en 1975.

En términos generales, un choque único se puede acomodar sin efectos duraderos, porque todos reconocen que es un evento excepcional. Pero cuando hay ciclos repetidos de choques y respuestas de política, surge un patrón. Las opiniones de la gente sobre el futuro comienzan a cambiar a medida que lo excepcional se vuelve normal. En el lenguaje de los bancos centrales, las expectativas se desanclan.

Se han presentado argumentos similares sobre importantes enfrentamientos militares, que requieren grandes desembolsos fiscales que elevan la demanda temporalmente (es decir, durante la duración del conflicto). Después de la Primera Guerra Mundial, Estados Unidos y el Reino Unido buscaron un rápido regreso a la “normalidad”, embarcándose en un doloroso proceso de desinflación. En Europa central, sin embargo, existía una profunda y duradera fragilidad política y social, lo que daba la impresión de que aún persistían las circunstancias de la guerra y de que aún se necesitaban respuestas fiscales en tiempo de guerra. Estos países terminaron en el camino de la inflación y luego la hiperinflación.

El mismo razonamiento se puede aplicar a la pandemia de COVID-19. No hay duda de que se necesitaban con urgencia grandes amortiguadores monetarios y fiscales para mitigar el impacto inmediato del virus y el consiguiente bloqueo económico. Si el colchón se retirara en algún momento claramente definido, no habría consecuencias a largo plazo para las expectativas de precios.

Pero al igual que el propio coronavirus, el malestar económico podría persistir a medida que las sociedades continúen padeciendo la enfermedad. El impacto no se distribuirá de manera uniforme. Las industrias del turismo y los viajes sufrirán recuperaciones muy retrasadas y, por lo tanto, exigirán un apoyo fiscal continuo. El desafío será distinguir los sectores más afectados pero aún viables de las actividades económicas que han sufrido un impacto permanente como resultado de los desarrollos tecnológicos o cambios de comportamiento.

Aunque todos los responsables de la formulación de políticas reconocen el carácter excepcional del impacto del COVID-19, han comenzado a divergir sobre la cuestión de cómo responder. La administración del presidente estadounidense Joe Biden está convencida de que su paquete de recuperación propuesto de $ 1,9 billones (que se suma a los $ 3,1 billones de gastos en 2020) no representa ningún peligro a largo plazo.

El presidente de la Fed, Jerome Powell, reconoce que la demanda reprimida podría desencadenar un salto a corto plazo en la inflación, pero cree que esto sería temporal, dada la experiencia de los últimos 20 años. Del mismo modo, el BCE sostiene que un rápido aumento de precios no debe interpretarse en exceso como el retorno de la inflación. Como dijo con confianza la presidenta del BCE, Christine Lagarde, “pasará un tiempo antes de que nos preocupemos por la inflación”.

Por el contrario, algunos estados miembros de la UE, especialmente en el “norte frugal”, están comenzando a preocuparse por un nuevo y peligroso consenso inflacionario mundial. Y algunos estadounidenses, incluido el exsecretario del Tesoro Lawrence H. Summers, que anteriormente defendió el estímulo fiscal, han comenzado a expresar preocupaciones similares.

Con la reaparición de las mismas divergencias que acompañaron a los shocks anteriores, necesitamos una prueba simple para navegar por la vieja y nueva disputa inflacionaria. La pregunta clave es si podemos estar seguros de que terminará el estado de excepción. Si podemos identificar claramente ese momento, no debemos preocuparnos por la inflación.

Pero si una excepción genera más excepciones, no habrá una salida clara. En cambio, las expectativas cambiarán y la inflación será un factor cada vez más importante en nuestra visión del futuro. Eso creará incertidumbre política y una polarización aguda entre países dirigidos por halcones temerosos y aquellos dirigidos por palomas seguras de sí mismas.

(Harold James es profesor de Historia y Asuntos Internacionales en la Universidad de Princeton y miembro senior del Center for International Governance Innovation. Especialista en historia económica alemana y en globalización, es coautor de El euro y La batalla de las ideas, y autor de La creación y destrucción del valor: el ciclo de la globalización, Krupp: A History of the Legendary German Firm, y Creación de la Unión Monetaria Europea. Markus Brunnermeier es profesor de economía y director del Centro Bendheim de Finanzas de la Universidad de Princeton. Jean-Pierre Landau es profesor asociado de economía en Sciences Po)

- ¿Se justifica el temor a la inflación? (Project Syndicate - **1/3/21**)

Cambridge.- Los masivos programas de estímulo fiscal y monetario en Estados Unidos y otras economías avanzadas alimentan un encendido debate sobre la posibilidad de que la inflación esté a punto de aumentar. El rendimiento de los bonos del Tesoro a 10 años y las tasas hipotecarias ya están subiendo, previendo que la Reserva Federal de EEUU -el Banco Central mundial de facto- se verá obligada a incrementar las tasas, con la posibilidad de que estallen burbujas de activos en todo el mundo; pero aunque los mercados probablemente exageran los riesgos inflacionarios de corto plazo para 2021, no terminan de percibir sus peligros en el largo plazo.

Dejemos esto en claro, será indudablemente necesario un enorme apoyo macroeconómico ahora y en el futuro previsible. La recesión que generó la pandemia es peor que la crisis financiera mundial de 2008 y aún hay sectores de la economía estadounidense en situación desesperada. Además, a pesar de los promisorios avances relacionados con las vacunas en la lucha contra el coronavirus, la situación podría empeorar.

Con este telón de fondo, el verdadero riesgo inflacionario podría materializarse si tanto la independencia de los bancos centrales como la globalización pierden apoyo. En el corto plazo está bien que los responsables de las políticas se preocupen de que si la economía continúa recuperándose, las medidas de estímulo y los ahorros en efectivo de los consumidores impulsarán una explosión de la demanda, pero es improbable que eso conduzca a un estallido inflacionario de la noche a la mañana, principalmente porque el crecimiento de los precios en las economías avanzadas modernas es una variable de muy lento ajuste. Incluso cuando la inflación alcanzó los dos dígitos en muchos países ricos en la década de 1970 (y superó el 20% en el Reino Unido Japón), hicieron falta muchos años para crear el impulso necesario.

Esto se debe principalmente a que la velocidad a la que suben los precios y los salarios es extremadamente sensible a la percepción de la dinámica inflacionaria subyacente por parte de los trabajadores y las empresas. Es decir que la inflación actual depende en gran medida de las expectativas inflacionarias de largo plazo.

Puede parecer un razonamiento circular, pero refleja el hecho de que en muchos sectores las empresas son reticentes a subir los precios muy agresivamente por temor a perder su participación en el mercado. Entonces, si los bancos centrales logran “anclar” las expectativas inflacionarias de largo plazo en una tasa baja, pueden atemperar cualquier estallido inflacionario prolongado. Además, en la actualidad, los años de inflación extremadamente baja se incorporaron sólidamente a la psiquis pública.

Todo esto implica que incluso con una rápida normalización económica, la demanda acumulada y un gran estímulo fiscal no dispararán una suba inmediata de la inflación, pero si los políticos socavan la independencia de los bancos centrales y evitan una normalización oportuna de las tasas de interés de intervención, incluso las expectativas de baja inflación profundamente incorporadas podrían desgastarse.

El otro riesgo de inflación a largo plazo es más sutil, pero podría ser todavía más difícil de evitar. Mucha gente es extremadamente más escéptica en cuanto a la globalización hoy día que hace tres décadas, en gran medida porque la evidencia sugiere que los ricos se beneficiaron desproporcionadamente con ella. Aunque los mercados bursátiles estuvieron en alza, el trabajo obtuvo una porción cada vez menor de la torta económica y muchas de las medidas propuestas que podrían permitir que los trabajadores amplíen su tajada -como dar bríos a los sindicatos y dificultar la desglobalización- necesariamente implicarían una reducción del comercio.

Si la globalización se revierte, eso podría tener un gran impacto sobre la inflación. Muchos occidentales temen que China “se coma nuestro almuerzo” como advirtió recientemente el presidente estadounidense Joe Biden en un llamado a aumentar la tan necesaria inversión en infraestructura en EEUU es posible, pero los occidentales deben reconocer que cuando se trata de la manufactura mundial, es China quien prepara el almuerzo... y la comida sería mucho más cara si no lo hiciera.

**En términos más amplios, los esfuerzos de los bancos centrales para reducir la inflación desde 1980 hasta la crisis financiera de 2008 tuvieron una enorme ayuda gracias a la hiperglobalización que tuvo lugar durante este período. El comercio con China y otros países en vías de desarrollo, junto con los avances tecnológicos, presionó implacablemente los precios de muchos productos de consumo a la baja.**

Con el aumento de la productividad y la visible disminución de muchos precios, por motivos ajenos a la política monetaria, a los responsables de bancos centrales les resultó relativamente fácil reducir las expectativas inflacionarias de largo plazo del público. Pero cuando señalé esto en una importante conferencia para los responsables de los bancos centrales allá por 2003, en un trabajo titulado “Globalization and Global Disinflation” (Globalización y deflación global), la mayoría no quiso realmente compartir el crédito con la globalización.

Las cosas podrían ir ahora en otra dirección, especialmente si tenemos en cuenta el consenso político de ambos partidos en Washington sobre la necesidad de desafiar a China. La esencia de las políticas de Biden tal vez no cambie tanto, ni tan rápidamente, respecto de las del expresidente Donald Trump como muchos internacionalistas podrían esperar. Incluso si EE UU y China logran resolver sus diferencias actuales, el impacto de la globalización se irá desvaneciendo, en parte debido a factores demográficos, como sostuvieron convincentemente Charles Goodhart y Manoj Pradhan. Por ejemplo, se prevé que la fuerza de trabajo china se reducirá en 200 millones de personas durante las próximas dos décadas.

¿Deben entonces entrar en pánico los mercados ante la posibilidad de que un aumento de la demanda impulse la inflación y las tasas de interés, y cause que los precios de los activos caigan en términos generales? En el corto plazo, no tanto. Incluso es posible que de aquí a un año los bancos centrales consideren seriamente fijar tasas de interés profundamente negativas para dar nuevo impulso a la inflación y la demanda. Y no sería necesariamente algo malo que la inflación aumentara por encima de las metas durante un par de años después de haber estado en niveles tan bajos durante tanto tiempo; pero los riesgos inflacionarios de largo plazo están mucho más sesgados a la suba de lo que parecen percibir los mercados y los responsables de las políticas.

(Kenneth Rogoff, Professor of Economics and Public Policy at Harvard University and recipient of the 2011 Deutsche Bank Prize in Financial Economics, was the chief economist of the International Monetary Fund from 2001 to 2003. He is co-author of This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly and author of The Curse of Cash)

- Evolución, no revolución, en la economía (Project Syndicate - **26/2/21**)

Londres.- Mientras contemplan sus modelos en silencio, los macroeconomistas oyen a la distancia el resonar de una revuelta. Hace un año, el premio Nobel en economía, Joseph Stiglitz, anunció que el capitalismo pasaba por “una nueva crisis existencial”, de la que culpó a la “ideología neoliberal”. Hoy día, Robert Skidelsky proclama la llegada de una “revolución silenciosa en la macroeconomía”. Martin Sandbu, del Financial Times, prefiere el plural, celebrando “las revoluciones hoy en curso en la macroeconomía”.

Se supone que el primer principio del nuevo régimen postrevolucionario radica en la creciente aceptación de políticas fiscales agresivas. Incluso el Fondo Monetario Internacional –que alguna vez fue satirizado por querer imponer la austeridad fiscal en todo el mundo– recomienda ahora mayores estímulos fiscales para combatir la crisis.

Entonces, si en realidad estamos frente a una revolución, ¿de qué tipo es? ¿Deberían temer una guillotina intelectual los macroeconomistas convencionales?

En la práctica, un cambio radical ya está en curso. Según el Monitor Fiscal de enero del FMI, los déficits fiscales de 2020 promediaron el 13,3% del PIB en las economías avanzadas y el 10,3% entre los mercados emergentes, y superarán el 8% en ambos grupos de países en 2021. El FMI prevé que para el fin del año, la deuda pública bruta alcanzará el 99,5% del PIB mundial.

Nada de esto, sin embargo, obedece a una revolución conceptual. La idea de que en una trampa de liquidez -cuando las tasas de interés no pueden bajar más- la única alternativa posible es la política fiscal, constituye un elemento clave de la Teoría General de John Maynard Keynes. La gran mayoría de los macroeconomistas tradicionales recomendó una respuesta fiscal contundente frente a la crisis financiera de 2007-2009, e hizo lo mismo luego de la llegada del Covid-19. Unos pocos profesores afirman que al estímulo fiscal no le corresponde papel alguno, pero hay que buscarlos con paciencia hasta encontrarlos.

Lo que ha cambiado es la política. A fines de 2008, los asesores del presidente de Estados Unidos, Barack Obama, deseaban un estímulo fiscal de US$ 1,8 billones. El Congreso aprobó un paquete de menos de US$ 800 mil millones con la oposición de todos los representantes republicanos y 38 de los 41 senadores republicanos. El resultado fue muy distinto en marzo de 2020. El Congreso aprobó un paquete de estímulo por US$ 2,2 billones. Todos los senadores republicanos votaron que sí. ¿Qué había cambiado? El presidente, Donald Trump, era republicano.

En Alemania, la canciller Angela Merkel también ha logrado un vuelco total en materia de política fiscal: convenció al establishment económico híper conservador de su país no solo de incurrir en un déficit en 2020, sino también de emitir bonos junto con otros países de la Unión Europea -algo previamente tabú- a fin de financiar un fondo de €750 mil millones para la recuperación postpandemia.

El mundo de hoy es también muy diferente del que existía antes de la crisis de 2007-2009. En las décadas de 1980 y 1990, las tasas de interés reales eran positivas, y altas en algunos países. Un gobierno muy endeudado se veía obligado a destinar un porcentaje cuantioso de su presupuesto anual al pago de intereses, en vez de poder invertir esos mismos fondos en salud, educación, bienestar, o infraestructura verde. En tal situación, la mayor parte de los economistas -incluso los progresistas- recomendaba prudencia.

Hoy día, cuando la tasa de interés real es cero o menos, un país endeudado debe realizar pagos de intereses reales equivalentes a, bueno, cero. No es sorprendente, entonces, que economistas destacados, como Olivier Blanchard de MIT, afirmen que las tasas de interés bajas sostenidas dan margen para una deuda pública mucho más alta.

Una revolución conceptual sí ocurrió, pero fue en el ámbito de la política monetaria y partió hace más de diez años. Como consecuencia de la crisis de 2007-2009, los bancos centrales empezaron a hacer lo contrario de lo que tradicionalmente se receta. Bajo nuevas etiquetas -“relajación cuantitativa” y “alivio crediticio”- imprimieron billones de dólares de dinero fresco que primero utilizaron para adquirir bonos gubernamentales y luego bonos de empresas.

Hace décadas que nosotros, los macroeconomistas, les enseñamos a los estudiantes que en el largo plazo, el nivel de precios es más o menos proporcional a la oferta de dinero, de modo que si esta se duplica, la inflación acumulada eventualmente llegará al 100%. Sin embargo, en los 12 años posteriores a enero de 2008, la Reserva Federal multiplicó por tres la medida de dinero más común, y la inflación casi no varió. En el año transcurrido desde el comienzo de la pandemia, esa misma medida de la oferta de dinero se ha cuadruplicado, y la inflación aún no aparece.

Estos nuevos hechos empujaron a los macroeconomistas a apresurarse a revisar sus antiguos modelos. El cambio también obedeció a la constatación de que estas políticas monetarias “no convencionales” parecían funcionar, en el sentido de ayudar a restablecer la estabilidad financiera y a sentar un piso en las recesiones. En 2014, Ben Bernanke observó que “el problema de la relajación cuantitativa es que funciona en la práctica, pero no así en teoría”. Desde entonces, los macroeconomistas han escrito docenas de artículos en que aclaran las condiciones bajo las cuales la relajación cuantitativa funciona tanto en teoría como en la práctica.

Sandbu pisa terreno firme cuando sostiene que se está gestando otro cambio fundamental: la creciente conciencia de que los equilibrios múltiples deben ser motivo crucial de preocupación a la hora de formular políticas. En un gráfico estándar, si las curvas de la oferta y la demanda se cruzan una sola vez, ese mercado tiene un solo equilibrio. Si se cruzan dos, tres o más veces, los equilibrios son múltiples.

Lo anterior tampoco es nuevo en términos conceptuales. La analogía del “concurso de belleza” (hoy políticamente incorrecta) que utilizó Keynes en su Teoría General apunta a los equilibrios múltiples. En 1965, el economista británico Frank Hahn publicó un famoso ensayo en el que demostraba que todas las economías monetarias tienen más de un equilibrio.

Las consecuencias prácticas son enormes. Si más de un equilibrio es factible, entramos en el dominio de las profecías autocumplidas: el pesimismo acarrea resultados acerca de los cuales no cabe sino ser pesimista; y el salto de un equilibrio bueno a uno malo puede producirse de manera súbita y sin advertencia. Las autoridades monetarias y fiscales están cada vez más conscientes de este peligro. Como lo señala Blanchard, el riesgo que presentan las crisis de confianza y las corridas contra la deuda, constituye el argumento de mayor fuerza para rebatir la idea de que el incremento de la deuda pública es seguro.

El afán de evitar un equilibrio malo puede llevar a un activismo cuasi revolucionario en la formulación de las políticas, como cuando el entonces Presidente del Banco Central Europeo, Mario Draghi, prometió en 2012 que el BCE haría “lo que fuera necesario” para salvar el euro. Pero, el riesgo de un pánico autocumplido también puede requerir prudencia, y no fervor revolucionario, al formular políticas. Si a los reguladores les preocupan las corridas bancarias, exigirán a los bancos mantener reservas monetarias más altas por cada dólar que reciben en depósitos. Si a uno le preocupan las corridas contra la deuda pública, entonces votará por políticos partidarios de endeudarse menos, y a plazos más amplios.

En su canción homónima, los Beatles revelan escepticismo ante las promesas de revolución:

“You say you want a revolution Well, you know We all want to change the world You tell me that it’s evolution Well, you know We all want to change the world”

(Dices que quieres una revolución Bueno, sabes Todos queremos cambiar el mundo Me dices que es evolución Bueno, sabes Todos queremos cambiar el mundo)

En la macroeconomía, los eventos recientes no sugieren revolución, sino evolución. Y es esta -la adaptación a hechos nuevos- la que produce cambios duraderos en el mundo.

(Andrés Velasco, a former presidential candidate and finance minister of Chile, is Dean of the School of Public Policy at the London School of Economics and Political Science. He is the author of numerous books and papers on international economics and development, and has served on the faculty at Harvard, Columbia, and New York Universities)

- ¿Puede Estados Unidos escapar de la trampa del estímulo? (Project Syndicate - **26/2/21**)

Nueva York.- Mientras el paquete de estímulo económico de 1,9 billones de dólares propuesto por el presidente estadounidense Joe Biden se abre paso en el Congreso, el exsecretario del Tesoro Lawrence Summers (un demócrata) y muchos republicanos argumentan que el plan es demasiado grande. Pero quizás una pregunta más importante es si Estados Unidos está cayendo en una “trampa de estímulo” y, de ser así, cómo salir de ella.

El plan de rescate de Biden es el tercer intento del gobierno federal en un año para ayudar a la economía estadounidense a recuperarse de la recesión inducida por la pandemia. Los dos paquetes de estímulo anteriores han provocado que los precios de los activos, especialmente los de las acciones y la vivienda, aumenten mucho más rápido que los salarios. Debido a que los ricos poseen más activos que los pobres, tanto en términos absolutos como en proporción de sus ingresos, es probable que la ya grande brecha de riqueza de Estados Unidos se amplíe aún más.

La creciente desigualdad estimulará las demandas para abordarla, incluso a través de tasas impositivas más altas, salarios mínimos más altos exigidos por ley y programas de transferencia social más generosos. Una propuesta de más del doble del salario mínimo federal de $ 7.25 por hora a $ 15 por hora dentro de cuatro años, incluso si no se convierte en parte de este paquete de estímulo, probablemente recibirá más apoyo público y del Congreso una vez que se conozcan los hechos sobre el aumento de la riqueza, la brecha se hunde con el público.

El objetivo de aumentar el salario mínimo es ayudar a los pobres. Pero aunque la ley puede obligar a los empleadores a pagar a los trabajadores al menos el salario mínimo, no puede obligarlos a contratar personas ni a establecer más empresas en sectores de bajos salarios. Un salario mínimo federal de $ 15 probablemente resultaría en una menor creación de empleo de lo que sería el caso, especialmente en los sectores de baja calificación. Entonces, muchos citarían la debilidad del mercado laboral y la economía como una razón para la próxima ronda de políticas monetarias y fiscales estimulantes.

Por supuesto, las medidas expansivas adicionales impulsarán otra ola de apreciación del precio de los activos que supere el crecimiento del salario promedio, ampliando aún más la brecha de riqueza y generando pedidos de impuestos y salarios mínimos aún más altos, y más transferencias sociales, que nuevamente debilitarían la inversión y el empleo, crecimiento, que justifica el continuo estímulo económico. En otras palabras, Estados Unidos podría quedar atrapado en una trampa de estímulo.

Tal escenario no es inevitable. Pero evitarlo requerirá tres reformas complementarias para acompañar cualquier estímulo económico.

Primero, Estados Unidos debe actualizar su sistema educativo y fortalecer la base de habilidades, para que más trabajadores puedan acceder a trabajos mejor pagados. El objetivo debería ser reducir la superposición de puestos de trabajo en los sectores transables con trabajadores chinos y mexicanos de bajos salarios e incluso indios o vietnamitas con salarios más bajos.

Al hacer esto, EEUU puede competir eficazmente con los países de bajos salarios a largo plazo. Pero los legisladores primero deben reconocer que la parte poco calificada de la fuerza laboral de EEUU es demasiado grande y que el sistema educativo actual de EEUU, desde el jardín de infantes hasta la escuela secundaria, está fallando a los niños de hogares de ingresos bajos y medianos bajos. También sería útil contar con mejores programas de reciclaje para la población activa existente.

En segundo lugar, los responsables de la formulación de políticas deberían apuntar a hacer que los mercados laborales sean más flexibles al mismo tiempo que se mantienen niveles de vida decentes para todos los estadounidenses. Aquí, podríamos aprender del modelo de “flexiguridad” de Dinamarca, que brinda a los empleadores la flexibilidad de contratar, despedir y ajustar los salarios a medida que cambian las condiciones del mercado, pero brinda a los trabajadores despedidos una generosa red de seguridad social para que puedan mantener un medio de vida satisfactorio. .

Los acuerdos laborales contractuales flexibles y fiables del sistema animan a los empresarios a crear empresas y puestos de trabajo. Los programas integrales de aprendizaje a lo largo de toda la vida brindan a los trabajadores una oportunidad y un incentivo para mejorar sus habilidades. Y el sistema de seguridad social proporciona un apoyo económico adecuado durante las transiciones laborales.

En un sistema de flexiguridad bien diseñado, los aumentos del salario mínimo deben estar en consonancia con las ganancias generales de productividad y la política de inmigración. Un aumento del salario mínimo que supere el aumento de la productividad creará un mercado laboral de dos niveles en el que algunos afortunados trabajadores poco calificados se aferran a sus puestos de trabajo, mientras que muchos otros no pueden encontrar trabajo con el salario legalmente obligatorio.

De manera similar, establecer un salario mínimo alto mientras se flexibiliza la política de inmigración podría generar una afluencia de trabajadores inmigrantes poco calificados. Si encuentran trabajo en el mercado gris ofreciendo trabajar por menos del salario mínimo legal, las cosas se volverían aún más difíciles para los trabajadores nativos poco cualificados.

Para ser claros, no estoy defendiendo la eliminación de la inmigración o el crecimiento de los salarios, sino más bien enfatizando que el crecimiento de los salarios, el crecimiento de la productividad y la política de inmigración deben considerarse simultáneamente como piezas diferentes de un rompecabezas común.

La tercera prioridad es alentar a los hogares estadounidenses de ingresos medios y bajos a ahorrar más garantizando una mayor educación financiera y proporcionando un acceso más fácil a herramientas de administración de dinero de bajo costo. Los hogares estadounidenses ahorran actualmente alrededor del 12-14% de sus ingresos en promedio, una proporción mucho menor que en Alemania, Japón o China.

El problema es que los estadounidenses que se encuentran en el 40% inferior de la distribución del ingreso apenas ahorran nada, lo que significa que su riqueza relativa se queda más atrás cada vez que los precios de los activos aumentan más rápido que los salarios. Para los escépticos que piensan que los hogares de bajos ingresos no están ganando suficiente dinero para ahorrar, las investigaciones sugieren que pueden y quieren hacerlo si tienen los conocimientos y las herramientas adecuados. Si Estados Unidos ahorrara más, también podría invertir más, lo que permitiría que la economía creciera un poco más rápido. Y eso podría reducir la dependencia de los paquetes de estímulo en el futuro.

(Shang-Jin Wei, ex economista jefe del Banco Asiático de Desarrollo, es profesor de Finanzas y Economía en la Escuela de Negocios de Columbia y en la Escuela de Asuntos Públicos e Internacionales de la Universidad de Columbia)

- La burbuja de la COVID (Project Syndicate - **2/3/21**)

Nueva York.- La recuperación en forma de K de la economía estadounidense está en marcha. A quienes cuentan con empleos estables de tiempo completo, beneficios y margen financiero les va bien mientras los mercados bursátiles alcanzan nuevos máximos. Los obreros y trabajadores de puestos de servicio con bajo valor agregado desempleados o subempleados -el nuevo “precariado”- están cargados de deudas, con escasa salud financiera y perspectivas económicas cada vez peores.

Estas tendencias indican una creciente desconexión entre la economía financiera y la real. Los nuevos máximos en los mercados de valores no significan nada para la mayoría de la gente: el 50 % que ocupa la parte inferior de la distribución de riqueza solo posee el 0,7 % del total de los activos en los mercados de acciones, mientras que el 10 % superior controla el 87,2 %; y el 1 % superior, el 51,8 %. La riqueza de las 50 personas más ricas equivale a la de las 165 millones de personas más pobres.

La desigualdad aumentó con el ascenso de los gigantes de la tecnología. Se pierden hasta tres puestos de trabajo minoristas por cada uno que crea Amazon y hay una dinámica similar en otros sectores dominados por los gigantes tecnológicos, pero el estrés social y económico actual no es nada nuevo. Durante décadas los trabajadores en apuros no pudieron seguir el ritmo de sus vecinos debido al estancamiento del ingreso medio real (ajustado por inflación) y el aumento del costo de vida y las expectativas de gasto.

Durante décadas la “solución” para este problema fue “democratizar” las finanzas, para que los hogares pobres y en dificultades pudieran tomar más préstamos, comprar casas que no podían permitirse y luego usarlas como cajeros automáticos. Esta expansión del crédito para los consumidores -hipotecas y otros tipos de deuda- terminó en una burbuja que desembocó en la crisis financiera de 2008, cuando millones de personas perdieron sus empleos, hogares y ahorros.

Los mismos milenials que fueron engañados hace más de una década vuelven a ser embaucados ahora. A los trabajadores por encargo, a tiempo parcial o con “empleos” por cuenta propia les están ofreciendo una nueva soga con la cual colgarse, llamada “democratización financiera”. Millones de personas abrieron cuentas en Robinhood y otras aplicaciones de inversión, donde pueden apalancar sus escasos ahorros e ingresos varias veces para especular con acciones que no valen nada.

La reciente narrativa de GameStop, que presenta a un frente unido de pequeños especuladores a muy corto plazo en pugna con los malignos fondos de cobertura y sus operaciones de venta en corto, oculta la inquietante realidad de que una cohorte de personas sin esperanzas, empleo ni habilidades -y tapadas de deudas- están siendo explotadas una vez más. A muchos los convencieron de que el éxito financiero no depende de un buen empleo, el trabajo duro, y el ahorro y la inversión pacientes, sino de esquemas para obtener riquezas rápidamente y de apuestas por activos que carecen de valor inherente, como las criptomonedas (o “mierdamonedas”, como prefiero llamarlas).

**No lo duden, el meme populista según el cual un ejército de Davides milenials derrotan al Goliat de Wall Street es simplemente un nuevo esquema que permite desplumar a inversores aficionados que no tienen ni idea**. Como en 2008, el resultado inevitable será otra burbuja de activos. La diferencia es que, esta vez, los inconscientes miembros populistas del Congreso se han dedicado a vituperar a los intermediarios financieros por no permitir que los vulnerables puedan apalancarse aún más.

Para empeorar aún más las cosas, los mercados han comenzado a preocuparse por el experimento masivo de monetización del déficit presupuestario que están llevando a cabo la Reserva Federal estadounidense y el Departamento del Tesoro a través de una flexibilización cuantitativa (una especie de teoría monetaria moderna, también descrita como “arrojar dinero desde helicópteros”). Un creciente coro de críticos advierte que este enfoque podría recalentar la economía y obligar a la Fed a elevar las tasas de interés antes de lo esperado. Los rendimientos nominales y reales de los bonos ya están subiendo y esto ha sacudido a los activos más riesgosos, como las acciones. Por la preocupación de lo que implicaría una reacción desmedida o “rabieta” ante la reducción gradual de la flexibilización cuantitativa por la Fed, la recuperación que supuestamente sería buena para los mercados ahora se está convirtiendo en una corrección del mercado.

Mientras tanto, los demócratas en el Congreso avanzan con un paquete de rescate de USD 1,9 billones que incluirá asistencia directa adicional para los hogares, pero como ya millones de personas están atrasadas en sus pagos de alquileres y servicios públicos, y entraron en moratorias por sus hipotecas, tarjetas de crédito y otros préstamos, una parte significativa de esos desembolsos se destinará al pago de las deudas y al ahorro (probablemente solo un tercio del estímulo probablemente se vuelque al gasto).

Esto implica que los efectos del paquete sobre el crecimiento, la inflación y el rendimiento de los bonos serán menores a lo esperado y -como los ahorros adicionales terminarán redirigiéndose hacia la compra de bonos- lo que debía ser el rescate de los hogares en dificultades en realidad se convertirá en un rescate para los bancos y otros prestamistas.

Ciertamente, es posible que se produzca inflación si los efectos de los déficits fiscales monetizados se combinan con shocks negativos sobre la oferta para generar estanflación. El riesgo de esos impactos aumentó debido a la guerra fría chino-americana, que amenaza con disparar un proceso de desglobalización y balcanización económica a medida que los países buscan un renovado proteccionismo y la repatriación de sus inversiones y operaciones manufactureras, pero esa es una historia para el mediano plazo, no para 2021.

En lo que se refiere a este año, todavía es posible que el crecimiento quede por debajo de las expectativas. Siguen apareciendo nuevas variantes del coronavirus, que generan preocupación porque tal vez las vacunas existentes no sean suficientes para poner fin a la pandemia. Los reiterados ciclos de alternación rápida de medidas de expansión y contracción socavan la confianza, y la presión política para reabrir la economía antes de que se logre contener al virus seguirá en aumento. Muchas empresas pequeñas y medianas siguen en riesgo de quiebra y demasiada gente enfrenta la perspectiva del desempleo de largo plazo. La lista de patologías que afectan a la economía es larga e incluye una creciente desigualdad, el desapalancamiento de las empresas y de los trabajadores agobiados por deudas, y riesgos políticos y geopolíticos.

Los mercados de activos siguen inflados -si es que no estamos hablando directamente de burbujas- porque están siendo alimentados por políticas monetarias superacomodaticias. Pero la relación precio/beneficios está en niveles tan elevados como los de las burbujas que precedieron a las crisis de 1929 y 2000. Entre un apalancamiento cada vez mayor y la posibilidad de burbujas en las empresas con propósitos especiales de adquisición, las acciones de las empresas tecnológicas y las criptomonedas, la mercadomanía actual ofrece más que suficientes motivos de preocupación.

Con estas circunstancias a la Fed probablemente le preocupe que los mercados se desplomen instantáneamente si deja de financiar la fiesta. Y como el aumento de la deuda pública y privada evita una eventual normalización monetaria, la perspectiva de la estanflación en el mediano plazo -y de una caída brusca de los mercados de activos y las economías- sigue en aumento.

(Nouriel Roubini, Professor of Economics at New York University's Stern School of Business and Chairman of Roubini Macro Associates, was Senior Economist for International Affairs in the White House’s Council of Economic Advisers during the Clinton Administration. He has worked for the International Monetary Fund, the US Federal Reserve, and the World Bank. His website is NourielRoubini.com, and he is the host of NourielToday.com)

- Las amenazas para la recuperación (Project Syndicate - **3/3/21**)

Nueva York.- En el pasado año, los gobiernos y los bancos centrales de los países ricos han ofrecido estímulos fiscales y monetarios sin precedentes para ayudar a mitigar el impacto económico de la pandemia del COVID-19. Volver a una normalidad económica -sea cual fuere la forma modificada que adopte en 2021 y 2022- exigirá que las economías avanzadas empiecen a desacostumbrarse del respaldo oficial sin demasiada demora, y así evitar nuevas y peligrosas complicaciones.

En el frente de la política monetaria, los bancos centrales en todo el mundo hicieron lo que era necesario para calmar a los mercados financieros cuando la pandemia azotó en la primavera de 2020. Desde entonces han mantenido una postura sumamente favorable, con tasas de política reales históricamente bajas y en algunos casos negativas. Los responsables de las políticas monetarias volvieron a utilizar y ampliaron las herramientas existentes, y diseñaron otras nuevas en la medida de lo necesario.

Estos esfuerzos cruciales han inflado marcadamente los balances de los principales bancos centrales. En diciembre de 2020, los activos combinados de la Reserva Federal de Estados Unidos, del Banco Central Europeo, del Banco de Japón y del Banco Popular de China estaban en una cifra sorprendente de 28,6 billones de dólares. El BCE representaba 8,5 billones de dólares de ese total y la Fed, 7,3 billones de dólares, mientras que el Banco de Japón y el Banco Popular de China tenían activos totales por 6,8 billones de dólares y 5,9 billones de dólares, respectivamente.

De la misma manera, los gobiernos de las economías avanzadas han implementado políticas fiscales históricamente agresivas, dejando de lado las restricciones del gasto para ofrecer un respaldo amplio y esencialmente indiscriminado a muchos que lo necesitaban y lo merecían. El Grupo de los Treinta estima que el respaldo fiscal directo para empresas, empleados y desempleados durante la crisis del COVID-19 hoy excede los 12 billones de dólares a nivel global. Esa asistencia, respaldada por un amplio consenso político, ha impedido una gran depresión y una penuria generalizada.

Muchas de estas medidas de emergencia eran necesarias e inevitables. Pero en tanto los responsables de las políticas avizoran una posible recuperación en 2021-22, deben ser cuidadosos respecto de los efectos colaterales de un estímulo monetario y fiscal prolongado. Estados Unidos y otros países ricos enfrentan varios riesgos al intentar rehabilitar y rediseñar sus economías.

Por empezar, la alta valoración actual de las acciones rápidamente podría convertirse en un desagradable dolor de cabeza cuando se diluya el estímulo. Las acciones se han disparado, alimentadas por enormes flujos de liquidez y dinero fácil, y por la avidez de altos rendimientos de los inversores que los hace volcarse por activos de riesgo.

Asimismo, los mercados entienden implícitamente que los bancos centrales hoy en día respaldan la mayoría de las clases de activos, elevando la tolerancia al riesgo. Esto ayuda a explicar la reciente escalada, el repliegue inestable y el subsiguiente rebote del Bitcoin, y el alza generada por las redes sociales que presionó a los fondos de cobertura que habían estado vendiendo en corto al minorista GameStop. Y el frenesí por compañías de adquisición con propósito especial (SPAC por su sigla en inglés), que recaudan capital a través de una oferta pública inicial y luego buscan empresas privadas para comprar, sigue constante.

**Pero es poco probable que el actual boom de las acciones y la búsqueda de rendimientos pueda sostenerse si los responsables de las políticas retiran el estímulo monetario y fiscal. La resultante corrección del mercado puede ser dura y dolorosa, y muchos inversores pagarán un precio alto.**

Un segundo riesgo tiene que ver con el dolor corporativo. El alcance del respaldo estatal hasta ahora ha mantenido las tasas de cierres y quiebras de empresas por debajo de lo normal en la mayoría de las economías avanzadas. Pero en tanto los gobiernos y los bancos centrales retiren el respaldo, como deben hacerlo, el proceso de destrucción creativa se reanudará entre las pequeñas y medianas empresas, e inclusive entre algunas firmas más grandes.

Muchas empresas en dificultades que actualmente se mantienen a flote gracias a la generosidad de los gobiernos no serán solventes y sostenibles en la economía post-pandemia. Los responsables de las políticas necesitan permitirles quebrar, ser compradas o cerrar. Reconocer esto y permitir que entren a jugar los procesos normales del mercado afectará a muchas empresas y empleados, e inundará a los bancos de préstamos morosos. Pero las economías tendrán que soportar el dolor, porque no hay otra alternativa.

Un tercer peligro es que otras fuentes de infección -para las cuales los banqueros centrales y los supervisores tal vez no estén bien preparados- generen un nuevo contagio económico. Por ejemplo, **pueden surgir riesgos a partir del gigantesco y creciente sector bancario paralelo que, según estima la Junta de Estabilidad Financiera, tenía activos financieros en 2018 por 50,9 billones de dólares, equivalente al 13,6% del total global.**

Existen infinidad de otras amenazas para la estabilidad económica, desde ciberataques y fallas de inteligencia artificial hasta tensiones en el mercado de bonos e incumplimientos de pago de deuda soberana. En tanto las economías se recuperan de la pandemia, los banqueros centrales y los reguladores no pueden permitirse descartar nuevos riesgos emergentes en los mercados financieros y las tecnologías no supervisados, o relajar su vigilancia en los sectores supervisados.

**Por último, existe el peligro de la recaída. Si no inoculamos plenamente a poblaciones fuera de las economías avanzadas centrales contra el coronavirus, corremos el riesgo de permitir que grupos sin vacunar incuben nuevas cepas, lo que se traducirá en nuevas apariciones de COVID-19. Vacunar al mundo para evitar este escenario costaría unos 38.000 millones de dólares -un precio desdeñable a pagar por impulsar una recuperación económica global robusta-. Los países ricos deben poner a disposición los fondos necesarios y dejar de acaparar vacunas.**

Frente a estos riesgos, los responsables de las políticas en las economías avanzadas deben ser conscientes de los efectos colaterales de sus medidas monetarias y fiscales agresivas. Su tarea será aún más difícil si los gobiernos del G20 -liderados por Estados Unidos- no comprometen los recursos modestos necesarios para inocular al mundo contra el COVID-19. Simplemente no podemos permitirnos repetidas recaídas, olas de pandemias y paralizaciones económicas.

(William R. Rhodes, a former Chairman, CEO, and President of Citibank, is President and CEO of William R. Rhodes Global Advisors, LLC and author of Banker to the World: Leadership Lessons from the Front Lines of Global Finance. Stuart P.M. Mackintosh is Executive Director of the Group of Thirty)

- ¿Qué piensan los nuevos halcones de la inflación? (Project Syndicate - **4/3/20**)

Berkeley.- Allá por 1992, junto con Lawrence H. Summers, en ese momento economista jefe del Banco Mundial, advertimos que reducir la meta inflacionaria anual de la Reserva Federal de EEUU del 4 % al 2 % podría causar grandes problemas. Además de que el 4 % no creaba ningún descontento, una meta del 2 % aumentaría el riesgo de que la política de tasas de interés de la Fed tocara el límite inferior de cero.

Nuestros consejos fueron desoídos. El presidente de la Fed, Alan Greenspan, redujo la meta inflacionaria al 2 %... y desde entonces estamos pagando por ello. Creo desde hace tiempo que muchos de nuestros problemas desaparecerían si pudiéramos readaptar los mercados de activos para que una tasa del 5 % para los fondos federales fuera coherente con el pleno empleo en la etapa final del ciclo de negocios.

Hay tres formas de lograrlo: una es elevar la meta inflacionaria nuevamente hasta el rango del 4 %, que prevaleció durante la presidencia en la Fed de Paul Volcker; otra es impulsar la demanda para que la tasa del 5 % para los fondos federales en las últimas etapas del ciclo sea coherente con una inversión sólida; y una tercera opción es inundar el mercado con activos seguros del Tesoro para que la prima de los bonos del Tesoro caiga, permitiendo así que aumente la tasa para los fondos federales en las últimas etapas del ciclo.

Cuando el presidente estadounidense Joe Biden ganó las elecciones de 2020 y propuso su paquete de alivio, rescate, apoyo y estímulo de USD 1,9 billones, me alegré. De ser aprobado, una porción sustancial del dinero irá a manos de gente que realmente lo necesita y la economía tendrá más posibilidades de regresar rápidamente al pleno empleo después de un año de plaga y confinamientos.

Ciertamente sería mejor si una proporción mucho mayor del Plan de Rescate Estadounidense se dirigiera a la inversión pública, pero, a menos que uno confíe en que diez senadores republicanos estarían dispuestos a impulsar la inversión pública, no se debiera permitir que lo perfecto se convierta en enemigo de lo bueno. Además, el paquete permitiría avanzar con la tercera opción -inundar el mercado con activos seguros- ¿por qué habría alguien de oponerse?

Aparentemente, hay suficientes motivos por los que muchos comentaristas, a quienes respeto y admiro, se oponen al plan de USD 1,9 billones. No me refiero a los economistas republicanos profesionales que siempre priorizan las cuestiones partidarias frente a la evidencia, sino a voces ampliamente respetadas como Summers y el ex economista jefe del FMI Olivier Blanchard. En un comentario reciente para The Washington Post que gozó de amplia difusión, Summers sostiene que:

“(...) aunque es muy difícil afirmarlo con certeza, es posible que el estímulo macroeconómico a una escala más cercana a los niveles de la Segunda Guerra Mundial que a los habituales para una recesión dispare presiones inflacionarias que no vemos desde hace una generación, con consecuencias para el valor del dólar y la estabilidad financiera. Esto sería manejable si se puede ajustar rápidamente la política monetaria y fiscal para atender al problema, pero dados los compromisos de la Fed, el rechazo de los funcionarios a considerar siquiera la posibilidad de la inflación y las dificultades para movilizar el apoyo del Congreso para aumentar los impuestos o recortar el gasto, existe el riesgo de que las expectativas inflacionarias aumenten de manera brusca. Las medidas de estímulo de la magnitud contemplada son pasos hacia lo desconocido”.

Summers y Blanchard temen que, al desanclar las expectativas inflacionarias de largo plazo, la escala del estímulo propuesto crearía presiones inflacionarias que la Fed no podría contener sin causar una recesión. No son los únicos. Harold James y Markus Brunnermeier, de la Universidad de Princeton, y Jean-Pierre Landau, de Sciences Po, afirman que se está creando “un nuevo y peligroso consenso inflacionario mundial”.

Por otra parte, Michael R. Strain, del American Enterprise Institute, sostiene que hay que evitar las subas de la tasa de interés de la Fed debido a que “la confianza en la capacidad de la Fed para ocuparse de la sintonía fina de la economía es excesiva. Cuando la tasa de desempleo sube un poco, tiende a aumentar muchísimo”.

¿Cómo podemos interpretar estas advertencias? Por lo que veo, todas reflejan el temor a que la Fed pueda verse obligada a elevar la tasa para los fondos federales y llevarla nuevamente al rango que solíamos considerar normal. Digo “pueda” porque, como los críticos antes mencionados reconocen, las presiones inflacionarias generadas por el paquete de USD 1,9 billones siguen siendo simplemente una posibilidad, no una certeza. Es igualmente probable que el nuevo gasto termine cubriendo huecos en la demanda agregada.

En todo caso, si algo nos enseñaron los debates de los últimos 15 años sobre el “estancamiento secular” y la “superabundancia del ahorro en el mundo” es que debiéramos tratar de crear las condiciones que permitan una tasa más elevada para los fondos federales. La única explicación que veo para la oposición de los nuevos “halcones” de la inflación al tamaño del Plan de Estadounidense de Rescate es que no confían en que la Fed vaya a elevar las tasas de interés cuando resulte necesario.

Teniendo eso en cuenta, parecen querer mantener indefinidamente la tasa para los fondos federales garantizados cercana a cero, su límite inferior, por temor a que en algún punto supere a la tasa de mercado. Pero eso no tiene sentido, especialmente como argumento para negar asistencia adicional a los hogares estadounidenses en dificultades.

(J. Bradford DeLong is Professor of Economics at the University of California at Berkeley and a research associate at the National Bureau of Economic Research. He was Deputy Assistant US Treasury Secretary during the Clinton Administration, where he was heavily involved in budget and trade negotiations. His role in designing the bailout of Mexico during the 1994 peso crisis placed him at the forefront of Latin America’s transformation into a region of open economies, and cemented his stature as a leading voice in economic-policy debates)

- Disparates fiscales en la recuperación del COVID (Proyect Syndicate - **5/3/21**)

Bruselas.- Cuando el virus COVID-19 se globalizó hace aproximadamente un año, estaba aún fresco el recuerdo de la crisis financiera mundial del año 2008, y los responsables de la formulación de políticas sacaron todas las palancas que estaban a su disposición para mantener la estabilidad financiera. La reacción a la crisis anterior, la verdad sea dicha, fue algo lenta y confusa, especialmente en Europa, debido a que nadie hasta ese momento había lidiado con algo así. Pero, el año 2020 la situación fue distinta.

En Europa, los formuladores de políticas intervinieron a gran escala y el Banco Central Europeo amplió su hoja de balance desde su ya elevado nivel previo a la crisis de 4,7 millones de millones de euros (5,7 millones de millones de dólares) a más de 7 millones de millones de euros, es decir a un nivel que aproximadamente equivale a dos tercios del PIB de la eurozona. Al mismo tiempo, los gobiernos intervinieron para apoyar los ingresos, principalmente a través de esquemas de trabajo de corto plazo ampliados, que preservaban el empleo incluso a la par de que la cantidad horas de trabajo de las personas se desplomaba.

En Estados Unidos, cerca de 40 millones de personas habían perdido sus empleos hasta mayo de 2020, pero más de la mitad de las personas incluidas en esta cifra pronto encontró nuevas oportunidades de empleo. Entre tanto, muchas personas aprovecharon las prestaciones por desempleo y muchos más hogares recibieron desembolsos directos en efectivo del gobierno federal. Como resultado, el ingreso personal total estadounidense en realidad aumentó durante la pandemia. Por último, al igual que el BCE, la Reserva Federal de Estados Unidos expandió su hoja de balance sustancialmente y mantuvo una política monetaria altamente acomodaticia.

Estos estallidos de políticas fiscales y monetarias combinados fueron absolutamente necesarios frente a una recesión económica sin precedentes. Incluso con una respuesta tan masiva, Europa y Estados Unidos experimentaron una fuerte caída de la demanda como resultado de los confinamientos que impidieron a muchos sectores producir o vender sus productos. A consecuencia del cierre masivo de empresas, el consumo se desplomó y los hogares ahorraron una parte significativa del apoyo a los ingresos que recibieron.

Las políticas formuladas como respuesta ante la crisis de la pandemia COVID-19, por lo tanto, han propiciado un aumento masivo de activos líquidos en poder del público (y de los bancos), lo que, a su vez, parece haber contribuido a impulsar a que los mercados de valores alcancen niveles máximos sin precedentes y las primas de riesgo se ubiquen en niveles mínimos, casi sin precedentes. Sin embargo, ahora que se vislumbra el fin de los confinamientos y de otras restricciones, los responsables de la formulación de políticas deben decidir si la situación amerita una retirada gradual del apoyo o una dosis más de estímulos fiscales y monetarios.

En cuanto a la interrogante de la política fiscal, es posible que ahora sea necesario olvidar lo aprendido de una de las grandes lecciones de la crisis de 2008. Se ha convertido en una opinión casi generalizada decir que la reducción de los déficits fiscales después del año 2009 fue un error. Según esta narrativa, el reequilibrio de las cuentas del sector público a través de la “austeridad” (aumentos de impuestos y recortes del gasto) dio como resultado una recuperación especialmente lenta y consiguientemente un aumento del populismo. Incluso el Fondo Monetario Internacional ahora ha cambiado su postura sobre el tema de la deuda pública.

Sin embargo, los responsables de la formulación de políticas deben preguntarse si la lección de política fiscal que nos dejó la última crisis es aplicable hoy en día. Las brechas de producción que persisten en algunos sectores no reflejan una falta de ingresos disponibles, sino más bien las restricciones a la movilidad y una indecisión generalizada por parte de los consumidores que temen salir mientras el coronavirus siga circulando.

En estas circunstancias, los gobiernos deben seguir proporcionando sustitución de ingresos para aquellos que están inactivos por la pandemia. Cuando se levanten los confinamientos, este soporte se puede eliminar gradualmente. Pero, incluso en ese momento, la “brecha del PIB” tardará en cerrarse, porque muchos sectores seguirán operando por debajo de la capacidad normal durante algún tiempo más. De hecho, el FMI predice que algunos países tendrán que esperar hasta el año 2022 antes de regresar al PIB anterior a la crisis, debido a que no todos los sectores pueden recuperarse de manera inmediata.

No obstante, la experiencia del año pasado y el sentido común sugieren que sencillamente se ahorrarán transferencias adicionales a gran escala, lo que implica que los estímulos adicionales tendrían un efecto multiplicador bajo en la demanda agregada. Habida cuenta que los estímulos a la demanda agregada se tornan en menos eficientes durante una crisis y recuperación sectorial, no se debe juzgar los déficits en tales casos por las métricas utilizadas durante las recesiones normales. En las circunstancias actuales, la brecha de producción y la tasa de desempleo son engañosas, porque reflejan los efectos de la pandemia en diferentes sectores, no una debilidad generalizada de la demanda.

Desde este punto de vista, no habría necesidad del paquete fiscal de 1,9 millones de millones de dólares que hoy van con dirección a su aprobación en Estados Unidos. Si bien gran parte del debate estadounidense se ha visto engullido por preocupaciones sobre la inflación, ese no es el tema clave. Si se ahorra la mayor parte de las nuevas transferencias a los hogares, es poco probable que el estímulo adicional produzca mucha demanda adicional, lo que significa que también es poco probable que estimule la presión inflacionaria.

Hay señales de que los hogares podrían comenzar a gastar más, posiblemente para compensar la reducción del consumo el año pasado. El último pronóstico del GDPNow del Banco de la Reserva Federal de Atlanta estima que en el primer trimestre de este año, el consumo y el PIB real (ajustado a la inflación) de Estados Unidos aumentarán a tasas anualizadas del 8% y el 10%, respectivamente.

Pero incluso si el gasto sigue repuntando en los hechos, es poco probable que sea especialmente inflacionario, debido a que gran parte del mismo se destinará a bienes que se pueden importar. En ese caso, la balanza comercial de Estados Unidos se deterioraría aún más, beneficiando a los productores europeos y chinos.

Independientemente de que la inflación aumente o no, el paquete de Biden aumentaría la deuda pública estadounidense como porcentaje del PIB en diez puntos porcentuales, con pocos beneficios para la economía de Estados Unidos. Intentar estimular una economía que ya ha comenzado una recuperación vigorosa es una propuesta en la que todos pierden.

(Daniel Gros is Director of the Centre for European Policy Studies)

- Spence (Nobel de Economía): “Si los bancos centrales obvian la inflación perderán toda su credibilidad” (El Economista - **9/3/21**)

(Por José Luis de Haro)

El premio Nobel de Economía Michael Spence se encuentra actualmente en Milán donde, a sus 77 años, reconoce que el proceso de vacunación es todavía bastante lento. Una preocupación importante dado que tiene previsto regresar a las aulas próximamente y esto le hace sopesar tanto los pros como los contras de la situación.

En una conversación con elEconomista no solo ofreció sus perspectivas sobre el impacto del Covid-19 y la recuperación en curso. También se mostró asombrado sobre cómo su análisis de los mercados con información asimétrica, área que le llevó a compartir el prestigioso galardón con Joseph Stiglitz y George Akerlof en 2001, ha evolucionado durante las dos últimas décadas.

“Me fascina que en la economía digital, especialmente con los modernos avances en el aprendizaje automático, la inteligencia artificial y las grandes cantidades de datos, se están empezando a ver que algunas de las brechas se cierran y con resultados bastante beneficiosos”, confiesa. “Me alegro de que esto ocurra antes de que sea demasiado viejo para darme cuenta”, añade.

¿Le preocupan los efectos colaterales que puedan surgir de los estímulos monetarios y fiscales, especialmente en Estados Unidos?

Sí, dado que generan una represión financiera para el ahorrador que tiene implicaciones distributivas. La parte más alta del espectro de ingresos y de la riqueza puede invertir en activos que están produciendo rendimientos anuales del 15% o incluso más, mientras otras personas luchan para que sus inversiones generen un resultado real positivo. Si nos enfrentamos a un largo periodo bajo este contexto, veremos serias implicaciones. Tanto el BCE como la Reserva Federal aseguran que los tipos de interés bajos están aquí para quedarse y puede entenderse por qué, dado que los niveles de endeudamiento público son altos. Pero si el régimen cambia, el panorama fiscal será completamente distinto. Los bancos centrales se encuentran entre la espada y la pared. Bien tendrán que subir los tipos y generar una inestabilidad económica o bien convivir con los riesgos generados por la distorsión de los tipos ultrabajos.

¿Dónde se posiciona usted en el actual debate sobre la inflación?

Estoy en el bando de los que piensan que no es muy probable que la inflación repunte de forma sostenida en el entorno actual. En parte porque estas grandes inyecciones de liquidez y estímulo fiscal van a ir destinadas, al contrario de lo que la mayoría de la gente piensa, a la reparación de los balances y no al gasto. Una fracción significativa de la población ha sufrido un destrozo en sus balances y dudo que vayan a gastar tanto como esperamos. Pero si se materializa un contexto de alto endeudamiento y una creciente inflación, los bancos centrales enfrentarán opciones muy desagradables. Si obvian la inflación perderán completamente su credibilidad. Si intervienen, se arriesgan a provocar una nueva recesión económica y una mayor inestabilidad. De momento, espero que no tengamos que llegar a este punto.

¿Y qué me dice de las valoraciones de algunos activos? ¿Atisba usted burbujas o áreas que le preocupen?

No creo que hayamos todavía llegado al mismo momento vivido durante la burbuja de las puntocom, pero la renta variable está impulsada por la falta de alternativas para generar un rendimiento decente. Y eso se traslada a todo un conjunto de múltiples activos que no cotizan en bolsa y que parecen burbujear. Hay muchos gestores de activos que probablemente cuando se van a casa por la noche son conscientes de la sobrevaloración del mercado, pero no venden o deshacen posiciones por las potenciales represalias de sus clientes. En estos momentos hay una especie de impulso conjunto que, cuando finalmente se rompa, podría hacerlo de forma disruptiva.

¿Supondría entonces fiscalizar las transacciones financieras o a las ganancias de capital una opción efectiva para moderar los riesgos y los movimientos especulativos en los mercados?

Tal vez, pero no creo que solucione el problema principal. Se frenarían algunas operaciones de alta frecuencia, pero el impacto no sería tan grande como se piensa.

En la recuperación se recomienda a los gobiernos centrarse en la economía digital y las políticas medioambientales. Sin embargo, ¿cómo evitamos que dicha transición sea lo menos disruptiva posible?

Todas las perturbaciones de este tipo experimentan dificultades durante una transición. En el caso del mercado laboral y la mano de obra se trata de lograr una transición hacia nueva capacitación. Esto no es imposible, pero también está relacionado con las tendencias adversas en la distribución de la renta y la riqueza. Si se dispone de servicios públicos esenciales de muy alta calidad en áreas como la salud y la educación, así como de programas de formación profesional, la distribución de ingresos y riqueza es razonablemente equilibrada. También hay que diferenciar entre las empresas que creen que la mano de obra es un mero insumo desechable y las que consideran que es un activo en el que hay que invertir.

El punto de partida, al menos del lado estadounidense, cuenta con algunos déficits graves que llegan por parte de la distribución de los ingresos y la calidad desigual de los servicios sociales que ayudaría a dicha transición. No obstante, a estas alturas, me preocupa más el cambio climático, que las transiciones excesivamente rápidas que causan trastornos que son difíciles de absorber por las economías y las personas.

¿Y qué papel jugarán las tensiones entre EEUU y China en la recuperación post-pandémica?

El enfoque de EEUU hacia el resto del mundo en términos económicos varía mucho de una época a otra, pero siempre ha sido algo pragmático y que está dictado por la política interna. En estos momentos, no creo que sea prudente que la Administración Biden modere su postura sobre China porque sería impopular y amenazaría su capacidad de avanzar su agenda. Pero las restricciones comerciales y los aranceles son básicamente destructivos para todos. Hay un buen argumento para deshacerse de ellos a medio plazo, una vez que las condiciones sean apropiadas. Al contrario que Trump, Biden buscará el apoyo multilateral e intentará reconstruir relaciones con aliados como Europa, Canadá o México y eso no será fácil dadas las políticas de los últimos cuatro años. El área digital seguirá siendo el punto de tensión con China. En parte debido a los efectos indirectos de las aplicaciones de la tecnología digital comercial y social, por un lado, y de las aplicaciones militares y de seguridad nacional, por otro. ¿Vamos a tener un Internet regulado a nivel mundial?, probablemente no. ¿Veremos presiones para almacenar los datos localmente y no dejar que crucen las fronteras porque pueden ser utilizados como un arma? probablemente, sí.

Dado que se encuentra en Italia, ¿cree que la pandemia incrementará una Europa a dos velocidades que amplíe la brecha norte-sur?

Sí, hasta cierto punto lo hará. En el sur de Europa las economías son más frágiles. En el caso de Italia, donde me encuentro actualmente, hemos tenido un crecimiento lento durante un par de décadas. Así que tampoco podemos atribuir todo a la pandemia dado que las condiciones iniciales ya eran débiles. En segundo lugar, hemos experimentado una respuesta lenta. No se puede tener una recuperación completa sin tener la pandemia bajo control. Europa va a estar a la zaga de la recuperación por su lentitud en el control de la pandemia, en gran parte debido a la distribución de las vacunas. Por último, el sur de Europa depende mucho de sectores que van a tardar mucho en recuperarse, especialmente el turismo. Italia tiene un sector turístico muy grande. España al igual que Grecia también e inevitablemente van a tardar en restablecerse. La estructura económica de España o Italia cuenta con una mayor vulnerabilidad de cara a la recuperación.

Para Spence, en gran parte del mundo estamos experimentando una recuperación en forma de K con las excepciones de algunas economías asiáticas, incluyendo China. A medio camino entre la V y la L, este escenario en el abecedario de las recuperaciones se caracteriza solo por beneficiar a unos pocos mientras el resto de sectores y personas se quedarán atrás.

La K también proviene del hecho de que la pandemia impacta de forma diferente a los distintos sectores de la economía. Los más afectados son los que no funcionan bien sin contacto social, como eventos deportivos, viajes, turismo, restaurantes o la hostelería.

Por su parte, los sectores de la economía digital, o lo que Spence denomina como la capa de información, comunicación y control de la economía, no solo han seguido funcionando, sino que además han experimentado una aceleración. “La divergencia es muy grande y se puede apreciar en el rendimiento del mercado de valores”, matiza.

La desigualdad crece

Aunque conforme se acelere la distribución de las vacunas y se reabran ampliamente las economías podría producirse una mayor convergencia, “esto no significa que no se hayan producido una buena cantidad de daños”, advierte el premio Nobel de Economía. “La pandemia supone un choque adverso, no solo en el sentido macroeconómico sino en términos de distribución de los ingresos”, añade.

La desigualdad a este lado del Atlántico sigue creciendo mientras la economía sufre un cambio de composición en el mercado laboral. Mientras que los empleados asalariados de mayores ingresos han recuperado en gran medida las pérdidas provocadas por los confinamientos al hilo de la pandemia del coronavirus, los que se encuentran en la parte inferior del espectro de ingresos siguen sin trabajo en niveles elevados.

El profesor y decano emérito de la Universidad de Stanford, Michael Spence, asegura a este periódico que el paquete de estímulo por valor de 1,9 billones de dólares aprobado el viernes pasado por el Senado y que debería ratificarse esta semana en la Cámara de Representantes se postulará como “la ronda final de ayudas”. “El gobierno ha tratado de amortiguar el golpe y mantener la economía funcionando pero no podemos seguir estimulando la demanda indefinidamente”, aclara.

La batalla contra el Covid-19 ha desplegado una artillería fiscal a este lado del Atlántico que alcanza ya el 32% del PIB, niveles solo superados por la II Guerra Mundial. Del lado monetario, el balance de la Reserva Federal más que triplica el tamaño registrado por aquel entonces y duplica el alcanzado tras la crisis financiera de 2008.

Spence no oculta que la situación actual es todavía complicada dado que la incertidumbre es elevada y el futuro al que nos enfrentamos es todavía desconocido dadas las políticas fiscales y monetarias aplicadas hasta la fecha.

Es por ello que también advierte a las personas que piensan que no existen límites en la deuda soberana, siempre y cuando los bancos centrales sigan comprándola. “Eso no es cierto”, destaca.

Aun así, espera que la economía estadounidense acelere su recuperación en la segunda mitad del año. Sin contar todavía con la remesa de ayudas que se aprobarán esta semana, el indicador de la Reserva Federal de Atlanta, GDPNow observa en el trimestre en curso un avance del 8,3% para la economía de EEUU, el doble del experimentado en el último trimestre de 2020. Un indicador similar de la Fed de Nueva York (el Nowcasting Report) estima que dicho crecimiento se sitúa en el 8,6%.

La economía digital ha demostrado todo su poderío desde que se declaró la pandemia. También el dominio de los grandes titanes de la tecnología como actualmente son Google o Facebook, entre otros muchos.

En un momento en que ambas compañías cotizadas se enfrentan a demandas antimonopolio en Estados Unidos, Spence reconoce que algunos de estos actores principales son hoy en día muy poderosos. “La regulación antimonopolio debe garantizar que estas compañías no bloquean o controlan el acceso al mercado”, afirma el premio Nobel.

Sin embargo, también apunta cómo en Estados Unidos existe la noción de que cuando una compañía domina una parte del mercado debe protegerse para diezmar cada vez más a la competencia y esto es algo que “deberíamos empezar a cuestionarnos”, aclara Spence. En este sentido, reconoce que la intervención de los reguladores cuando hay un abuso de poder continúa siendo legítima.

No obstante, aclara que en el caso de las grandes tecnológicas “son los emprendedores, startups y el lado de la oferta los que están en riesgo, no tanto el consumidor de estos servicios porque muchos de ellos son gratuitos”, explica el profesor.

Hay soluciones

Para Spence este no es un problema irresoluble. Opciones como reformar el sistema global de impuestos para tener en cuenta las realidades de la creciente economía digital pueden contribuir a mejorar esta situación.

Además, señala a China, donde es interesante observar cómo Alibaba “no es la única plataforma completamente dominante”. “Hay un montón de competidores en ascenso. Pinduoduo sería un buen ejemplo”, señala.

- Cómo gestionar la creciente deuda pública (El Economista - **15/3/21**)

(Por Jean Pisani-Ferry)

Al llegar a la Casa Blanca, Joe Biden se encontró con una deuda pública de 27 billones de dólares y un déficit público de 3,6 billones. Su primera decisión, sin embargo, fue la de emprender un plan de apoyo de 1,9 billones de dólares, que se sumarán a los 900.000 millones votados en diciembre a iniciativa de su predecesor. En los próximos meses se inyectarán en la economía el equivalente a un total de 13 puntos del PIB, financiados con deuda.

En Francia, al igual que en la zona euro, el apoyo presupuestario del orden del 4% del PIB ha permitido mantener la renta media de los hogares en 2020. En 2021, el esfuerzo dependerá de la situación sanitaria, pero el mecanismo seguirá siendo el mismo. El plan europeo aportará quizás medio punto más de PIB. Incluso con estabilizadores automáticos más potentes, seguiremos estando muy por debajo de los 13 puntos del PIB de Estados Unidos.

Al otro lado del Atlántico, la iniciativa de Biden es controvertida: los críticos dicen que el plan sobrecarga los márgenes de crecimiento más de lo que se cree, y podría provocar un aumento de la inflación. Pero el aumento de la deuda pública no es motivo de alarma.

En cambio, en Francia, donde la deuda es menor (115% del PIB en lugar de 129%), es paradójicamente esta variable el terreno de juego en que se centran los debates. El primer ministro ha nombrado una Comisión para preparar la optimización de las cuentas. Algunos se plantean aumentar la edad de jubilación. Los abogados fiscalistas se llevan las manos a la cabeza. El acantonamiento tiene sus partidarios. E incluso un pequeño grupo de economistas está haciendo campaña para que se cancelen los tres billones de euros en bonos del Estado que tiene el BCE.

Estas discusiones son prematuras. Ahora que persiste el fantasma de la pandemia, nadie sabe cuándo volverá la situación a la normalidad. En este contexto, el imperativo es otro: ampliar la respuesta sanitaria, seguir protegiendo los ingresos de la población, evitar que los más vulnerables abandonen la escuela y proteger las empresas. Debido al nivel de los tipos de interés, y gracias a la actuación del BCE, los gobiernos pueden centrarse en ello sin preocuparse por sus condiciones de endeudamiento. El primer riesgo para Francia y Europa no es que esta crisis las deje sobreendeudadas, sino que las deje industrial y socialmente anémicas.

**Además, no se trata sólo de abordar la situación actual en un contexto de crisis. Es que desde hace 40 años, debido a una incoherencia bien establecida entre el apetito por el gasto y las políticas acomodaticias, los ingresos fiscales sólo han equilibrado el gasto primario (excluyendo los desembolso para el servicio de la deuda) en uno de cada cuatro años. Nos negamos colectivamente a pagar los servicios públicos y las transferencias a sus precios reales.**

¿Qué pasará mañana? Supongamos que al principio de los próximos cinco años la deuda pública es del 120% del PIB. Con un crecimiento nominal del 3% (1% real, 2% de inflación) seguirá siendo perfectamente sostenible, aunque suban los tipos de interés. Por lo tanto, la mayoría que salga de las próximas elecciones en Francia podrá elegir su objetivo. Tendrán que definirlo a la luz de las normas europeas que habrá que reformar, de las crecientes necesidades de inversión, sobre todo en la transición ecológica, pero también de las consideraciones de equidad intergeneracional. Una deuda sigue siendo una deuda, incluso a tipo cero, porque nadie sabe lo que pesará dentro de diez o veinte años, si los tipos se normalizan.

¿Debemos entonces condonar la deuda derivada de la crisis del Covid? Eso es lo que sugieren los defensores de la cancelación. El problema es que todavía no han explicado cómo esa operación (suponiendo que sea legalmente posible, que no lo es) aliviaría la carga de los presupuestos públicos. La deuda francesa en manos del Eurosistema (que incluye al BCE y a los bancos centrales nacionales) se incluye ahora en los activos de la Banque de France, que ha sido nacionalizada. Anularlo haría más rico al Estado prestatario, pero empobrecería aún más al Estado accionista. La operación no aportaría ningún beneficio financiero a menos que, como explicó Paul De Grauwe, refleje un compromiso de tolerar la inflación futura. Sin embargo, tal promesa implicaría un aumento inmediato del coste del préstamo, anulando el beneficio de la cancelación antes incluso de que se manifieste.

Aclaremos una cosa: no podemos garantizar que la deuda pública, francesa y europea, se pagará en su totalidad. Aunque esto está aún muy lejos de ser probable, no se puede excluir un escenario en el que el empeoramiento de las condiciones sanitarias y las tensiones en los mercados financieros lleven al Estado a la insolvencia. A largo plazo, son muy pocos los prestatarios soberanos que nunca han repudiado su deuda mediante reestructuraciones, inflación o represión financiera. Como la carga del ajuste era demasiado grande, algunos gobiernos optaron por hacer pagar a los acreedores en lugar de a los contribuyentes. Esto no está exento de daños, pero es posible y no hay más remedio que afrontarlo.

(Jean Pisani-Ferry - Profesor en la Hertie School of Governance en Berlín)

- Riesgos especiales de inflación de Europa (Project Syndicate - **23/3/21**)

Múnich.- El creciente riesgo de un retorno de la inflación en Estados Unidos y Europa está comenzando a galvanizar los debates entre los economistas. Una fuente clave de los temores inflacionarios es la expectativa de que, una vez que las vacunas superen la pandemia de COVID-19, la demanda reprimida explotará en una orgía de consumo. Además, los programas gubernamentales de rescate sin precedentes de hoy en día tendrán poderosos efectos multiplicadores inflacionarios.

Pero el debate internacional ha estado extrañamente centrado en Estados Unidos. Pocas personas han considerado los peligros inflacionarios particulares que acechan en la eurozona, donde la base monetaria ha aumentado en los últimos años a un nivel mucho más alto que en los Estados Unidos, en relación con la producción económica anual.

**En enero de 2021, este ratio, conocido como coeficiente de tenencia de efectivo en la economía, era del 43% en la eurozona, casi el doble del 24% registrado en EEUU. Por el contrario, cuando comenzó la crisis financiera mundial en 2008, las cifras eran casi idénticas: 12% y 11%, respectivamente.**

Desde entonces, la base monetaria en la eurozona ha aumentado a aproximadamente 3,5 veces el nivel que alguna vez fue suficiente para fines transaccionales; en los Estados Unidos, se elevó al doble de su nivel anterior. En consecuencia, de la base monetaria total del banco central de 5 billones de euros (5,9 billones de dólares) registrada por el Banco Central Europeo en enero, cerca de las tres cuartas partes (72%), o 3,6 billones de euros, es un mero exceso de dinero que no realmente necesario para las transacciones.

Por el momento, este exceso de dinero no puede causar inflación, porque las tasas de interés a corto y largo plazo son cercanas a cero y la economía se encuentra actualmente en una trampa de liquidez. De hecho, este dinero extra lo acumulan principalmente los bancos, en lugar de circular en la economía en general.

Ésta es la situación arquetípica que los keynesianos han señalado durante años como prueba de la ineficacia del estímulo monetario. Está correctamente descrito por la metáfora común que compara la política monetaria con una cuerda: se puede tirar, pero no empujar, y solo si se sujeta con fuerza.

Desde este punto de vista, el exceso monetario parece inofensivo. Pero no lo es, porque si la demanda agregada aumenta después de la pandemia y es impulsada por enormes paquetes de gasto fiscal, entonces se debe tirar de la cuerda para aumentar las tasas de interés y frenar las compras de maquinaria y material de construcción por parte de los inversores. Pero no es probable que esta respuesta tenga éxito en la eurozona, porque el Eurosistema tendría que deshacer las numerosas compras de activos que están detrás de la expansión de la base monetaria.

**Desde el inicio de la crisis financiera de 2008 hasta enero de este año, las compras netas de activos del BCE y de los bancos centrales nacionales que forman el Eurosistema han ascendido a 3,8 billones de euros. De esta cantidad, la mayor parte, valorada en más de 3 billones de euros, comprende valores emitidos por organismos estatales y cuasi gubernamentales.**

La resistencia política a cualquier reversión de estas compras de activos es ahora tan grande que se puede suponer que no tendrá lugar en el futuro previsible. De hecho, cualquier venta de este tipo destruiría el valor de mercado de estos activos, lo que obligaría a los bancos, que todavía tienen muchos activos similares en sus libros, a registrar enormes pérdidas por depreciación. Si comenzara esta recuperación, las burbujas creadas por la política de tasa de interés cero del BCE (que representa una gran parte del capital social de los bancos en la actualidad) estallarían, desencadenando una ola de quiebras.

**Además, los países miembros mediterráneos de la Unión Europea, cuya deuda ha alcanzado niveles exorbitantes, tendrían enormes dificultades para asumir nuevas deudas y renovar sus pasivos existentes. Desde este punto de vista, el Eurosistema estaría expuesto a la falta de un freno real a la inflación cuando importa.**

Algunas economías contrarrestan el miedo a la inflación señalando que el dinero del banco central es menos importante que el dinero que crean los bancos comerciales. De hecho, los monetaristas han señalado con razón que la correlación empírica entre inflación y oferta monetaria se aplica solo a los agregados monetarios más altos M1 a M3, que incluyen, además del efectivo físico, el dinero en libros y otras clases de activos líquidos. Debido a que las trayectorias temporales de estos agregados monetarios se han incrementado a un ritmo moderado desde el inicio de la crisis financiera en 2008 (quizás con la excepción de los meses más recientes), uno podría inclinarse a creer que no existe riesgo de inflación.

Pero eso sería prematuro. Para poder producir y prestar el dinero contable que crean, los bancos necesitan dinero base. El potencial nuevo dinero en libros es un cierto múltiplo del exceso de dinero base que depende de los requisitos de reserva mínima y la proporción de salidas de efectivo. Las enormes cantidades de dinero base que los bancos tienen ahora en sus cuentas del banco central ni siquiera están cubiertas por los agregados monetarios M1 a M3. En este sentido, estos agregados oscurecen el riesgo real de inflación, que ya es más que evidente desde la propia base monetaria.

Si la economía se recupera y el estímulo fiscal acelera la demanda reprimida, una gran cantidad de crédito bancario podría surgir repentinamente del dinero del banco central. El crecimiento de los precios comenzará a acelerarse y el BCE tendrá muchas dificultades para frenarlo sin tener un freno de inflación en funcionamiento.

(Hans-Werner Sinn, profesor emérito de economía en la Universidad de Múnich, es ex presidente del Instituto Ifo de Investigación Económica y es miembro del Consejo Asesor del Ministerio de Economía alemán. Es el autor, más recientemente, de The Euro Trap: On Bursting Bubbles, Budgets, and Beliefs)

- China está ausente del gran debate sobre la inflación (Project Syndicate - **31/3/21**)

Austin.- La escala del Plan de Rescate Americano (ARP) del presidente estadounidense Joe Biden -$ 1 billón en gastos para este año, otros $ 900 mil millones después de eso, más un programa de infraestructura y energía de $ 3 billones que se ha prometido- ha asustado a muchos macroeconomistas. ¿Están justificados sus temores?

Las predicciones audaces, específicas y generalmente alarmantes sobre la automatización y las próximas pérdidas de empleos ocultan un hecho básico: el futuro sigue siendo incierto. Que la tecnología se utilice para liberarnos o esclavizarnos es siempre, en última instancia, responsabilidad de los humanos a cargo.

Los economistas de los bancos y del mercado de bonos, después de haber gritado lobo antes, pueden ser ignorados. Hace un año, muchos de ellos advirtieron que la Ley de Ayuda, Alivio y Seguridad Económica (CARES) de $ 2,2 billones de Coronavirus incitaría a la hiperinflación al aumentar masivamente la oferta monetaria. No sucedió.

Más notables entre los críticos son los neokeynesianos como Lawrence H. Summers de la Universidad de Harvard y sus numerosos acólitos. Summers tiene un análisis diferente. Fue su tío, Paul Samuelson, quien junto con el futuro premio Nobel Robert Solow lanzaron la curva de Phillips en 1960. Este modelo simple ofreció algunas de las predicciones empíricas más exitosas en la historia económica durante su primera década, y ha sido una regla económica de pulgar desde entonces.

Basándose en datos de Gran Bretaña de finales del siglo XIX y los Estados Unidos de la posguerra, la curva de Phillips postuló una relación inversa entre inflación y desempleo: a medida que uno bajaba, el otro aumentaba. Esto es lo que parece estar molestando a Summers hoy. Los diversos paquetes de rescate y apoyo federal son realmente enormes, y el ARP por sí solo representa alrededor del 6% del PIB. La escala total del gasto federal es aún mayor, alcanzando el 13% del PIB según una estimación. En comparación, la “brecha de producción” estimada convencionalmente (la cantidad de holgura en la economía) llega a solo una cuarta parte de eso, quizás menos.

Además, la tasa oficial de desempleo, del 6,2%, no está muy lejos del nivel del 4% que convencionalmente se cree que representa el “pleno empleo”. Aquellos que reciben pagos de ayuda del gobierno se concentran en la parte inferior de la distribución del ingreso y, por lo tanto, en teoría, deberían gastar más y ahorrar menos del desembolso de efectivo, especialmente dado que muchos hogares ya tienen algunos ahorros retenidos de la Ley CARES. Según la lógica anticuada de la curva de Phillips, el nuevo “estímulo” podría reducir la tasa de desempleo hasta el pleno empleo y aumentar la tasa de inflación desde el 0,6% en 2020 hasta al menos el 2-3%.

Pero la curva de Phillips ha tenido un viaje difícil desde 1969. Durante unos 25 años después de eso, el pensamiento económico dominante sostuvo que no era una curva con pendiente descendente sino una línea vertical, al menos “a largo plazo”. La implicación era que cualquier intento de reducir el desempleo por debajo de una “tasa natural” o “tasa de desempleo de inflación no acelerada” (NAIRU) produciría hiperinflación. Summers, estoy bastante seguro, tiene más confianza en el capitalismo estadounidense de lo que implica este punto de vista; y, sin embargo, siempre se acercó a esta asustadiza escuela de pensamiento.

La realidad, por otro lado, borró la curva de Phillips. Desde principios de la década de 1980, e inequívocamente desde mediados de la década de 1990 en adelante, no se pudo encontrar inflación y un menor desempleo no tendió a provocarla. La relación no es vertical ni descendente, sino plana, es decir, no existe, si es que alguna vez existió. Señalé esto en un artículo de 1997 titulado “Es hora de deshacerse de la NAIRU”. Veintiún años después, el distinguido neokeynesiano Olivier Blanchard llegó a plantearse esencialmente la misma pregunta en la misma revista: “¿Deberíamos rechazar la hipótesis de la tasa natural?”

¿Qué sucedió? La respuesta casi, si no del todo, se puede resumir en una sola palabra: China. Desde principios de la década de 1980, el dólar estadounidense comenzó a subir, aplastando la base industrial y los sindicatos del Medio Oeste de Estados Unidos. El consiguiente colapso de los precios mundiales de las materias primas, y la Unión Soviética con ellos, preparó el escenario para que China emergiera como el principal proveedor mundial de bienes de consumo manufacturados.

Mientras tanto, las fuerzas que hicieron subir los precios al consumidor en Estados Unidos después de 1970, incluidas las devaluaciones del dólar, los picos de los precios del petróleo y los ajustes del costo de vida para los trabajadores industriales (que se transmitieron en forma de precios más altos), desaparecieron. Dado que el pleno empleo nunca había sido el culpable, el pleno empleo de fines de la década de 1990 y en el período previo a la pandemia de COVID-19 no devolvió la inflación. Además, ya no existe una tendencia a que las fluctuaciones del precio del petróleo se trasladen a los salarios y otros precios, porque los trabajos estadounidenses ahora se encuentran principalmente en los servicios, donde el precio de la mano de obra es el precio que se paga.

**Pero, ¿no aprovechará China ahora la alta demanda estadounidense para hacer subir los precios? No, porque las empresas chinas temen perder participación de mercado frente a otros países, y porque el espíritu económico de China no premia la maximización de las ganancias sino la estabilidad social, el crecimiento constante de la producción y la reducción de costos a través del aprendizaje y las nuevas tecnologías. Estas empresas no alienarán a sus clientes aumentando los precios para explotar un poco la demanda adicional. Puede haber algunos pedidos atrasados ​​y entregas retrasadas, y algunos aumentos de precios debido a costos de envío más altos y salarios más altos en China. Pero el único peligro inflacionario real proviene de quienes avivan las llamas de la guerra con China. La guerra es siempre inflacionaria; una guerra con nuestro mayor proveedor de bienes sería una pesadilla inflacionaria.**

Aparte de eso, los hogares estadounidenses no están sufriendo una escasez de teléfonos inteligentes, lavavajillas y zapatillas para correr. Lo que les falta es confianza y seguridad. Por lo tanto, gran parte del dinero de Biden no irá a China en absoluto. Se destinará al ahorro para cubrir futuros alquileres, hipotecas, servicios públicos y pago de deudas.

Sí, algunos se gastarán en servicios que se perdieron durante el año pasado, reviviendo trabajos en esos sectores hasta cierto punto. Algunos se utilizarán para el mantenimiento, reparación o mejora de la vivienda, gastos que se desatendieron cuando las personas temían incurrir en el costo adicional de un plomero, electricista o pintor. Y algunos se destinarán a la construcción de nuevas viviendas, como ya está sucediendo.

En cuanto al resto, una buena parte se destinará a la compra de acciones, bonos y bienes raíces, especialmente terrenos, casas suburbanas y refugios rurales que se volvieron preciosos durante la pandemia. Es aquí principalmente donde los precios subirán, enriqueciendo aún más a quienes ya poseen dichos activos. La brecha de riqueza, ya enorme, se hará más grande. Debido a que las acciones y los bonos, las casas existentes y la tierra no son bienes de consumo recién producidos, estos aumentos de precios no figurarán en los índices que miden la inflación. Tendremos que vigilarlos en el S&P 500 y en la plataforma inmobiliaria Zillow, donde la subida de precios se celebra debidamente como algo bueno.

La lección más importante es doble. En primer lugar, la macroeconomía neokeynesiana dominante de la década de 1960 no es una guía útil para comprender una economía estadounidense que se ha enredado completamente con el resto del mundo y fundamentalmente remodelada por el ascenso de China. En segundo lugar, los problemas de desigualdad y precariedad de Estados Unidos no son realmente problemas de escasez material. Reflejan una mala distribución insostenible de la riqueza y el poder.

(James K. Galbraith es profesor de gobierno y presidente de relaciones gubernamentales / comerciales en la Escuela de Asuntos Públicos Lyndon B. Johnson de la Universidad de Texas en Austin. De 1993 a 1997, se desempeñó como asesor técnico principal para la reforma macroeconómica de la Comisión de Planificación Estatal de China. Es el autor de Desigualdad: lo que todo el mundo necesita saber y bienvenido al cáliz envenenado: la destrucción de Grecia y el futuro de Europa)

- Roubini advierte: “Veo burbujas, riesgo y efervescencia en las bolsas” (El Economista - **6/4/21**)

El académico Nouriel Roubini, conocido como “Doctor Doom” por sus famosas predicciones pesimistas, ha lanzado una de sus famosas advertencias este martes. En una entrevista con Bloomberg, el experto advirtió de un exceso de riesgo y efervescencia en los mercados. “Muchos inversores han asumido demasiado apalancamiento y han hecho apuestas muy arriesgadas, y algunos de ellos van a explotar”.

El profesor se une a otros inversores, como Scott Minerd de Guggenheim Investments, para advertir que podrían desencadenarse más crisis. Roubini dijo que el desencadenante podría ser una subida de los bonos del Tesoro de EEUU a 10 años por encima del 2% este año.

Los estrategas de BofA estiman que ese mismo nivel es uno de los mayores riesgos para el rally de las acciones impulsadas por la entrada de 372.000 millones de dólares en el primer trimestre. Lo que esperan los mercados es que antes de subir los tipos, la Reserva Federal comenzará a plantearse recortar sus compras de bonos, un movimiento que ha sido un catalizador para un alza de los rendimientos de los bonos…

Roubini ya ha advertido de los riesgos de la recuperación durante la pandemia. En el último año, advirtió que la recuperación se parecía más a una U que a una V, y que podría acabar convertida en una W si los gobiernos no inyectaban suficientes estímulos.

- ¿La estanflación es inminente? (Project Syndicate - **14/4/21**)

Nueva York.- Existe un creciente debate sobre si la inflación que surgirá en los próximos meses será temporaria, lo que reflejaría una marcada recuperación de la recesión causada por el COVID-19, o persistente, en respuesta a factores de tracción de la demanda y de empuje de los costos.

Varios argumentos apuntan a un aumento secular persistente de la inflación, que se ha mantenido por debajo de la meta anual del 2% de la mayoría de los bancos centrales durante más de una década. El primero sostiene que Estados Unidos ha implementado un estímulo fiscal excesivo para una economía que ya parece estar recuperándose más rápido de lo esperado. Los 1,9 billones de dólares adicionales de gasto aprobados en marzo se sumaron a un paquete de 3 billones de dólares la primavera pasada y a un estímulo de 900.000 millones de dólares en diciembre, mientras que pronto se ejecutará un proyecto de ley de infraestructura de 2 billones de dólares. La respuesta de Estados Unidos a la crisis, por ende, es una orden de magnitud mayor que su respuesta a la crisis financiera global de 2008.

El contraargumento es que este estímulo no desatará una inflación duradera, porque los hogares ahorrarán un porcentaje importante para pagar deudas. Asimismo, las inversiones en infraestructura no sólo harán subir la demanda sino también la oferta, al expandir el stock de capital público en beneficio de la productividad. Pero, por supuesto, aun teniendo en cuenta estas dinámicas, el aumento de los ahorros privados generado por el estímulo implica que habrá cierta liberación inflacionaria de la demanda acumulada.

Un segundo argumento relacionado es que la Reserva Federal de Estados Unidos y otros bancos centrales importantes están siendo excesivamente acomodaticios con políticas que combinan alivio monetario y de crédito. La liquidez ofrecida por los bancos centrales ya ha derivado en una inflación de activos en el corto plazo, e impulsará un crecimiento del crédito y un gasto real inflacionarios en tanto se acelere la reapertura y la recuperación económica. Algunos dirán que, llegado el momento, los bancos centrales simplemente pueden absorber el exceso de liquidez achicando sus balances y aumentando las tasas de política de cero o niveles negativos. Pero este argumento cada vez se ha vuelto más difícil de digerir.

Los bancos centrales han estado monetizando grandes déficits fiscales en lo que representa “dinero helicóptero” o una aplicación de la Teoría Monetaria Moderna. En un momento en que la deuda pública y privada crece de una base ya alta (425% del PIB en las economías avanzadas y 356% a nivel global), sólo una combinación de tasas de interés de corto y largo plazo bajas puede lograr que las cargas de deuda sigan siendo sostenibles. Una normalización de la política monetaria en este punto haría colapsar los mercados de bonos y de crédito, y luego los mercados bursátiles, provocando una recesión. Los bancos centrales, en efecto, han perdido su independencia.

Aquí, el contraargumento es que cuando las economías alcanzan plena capacidad y pleno empleo, los bancos centrales harán lo que sea necesario para mantener su credibilidad e independencia. La alternativa sería un desanclaje de las expectativas de inflación que destruiría sus reputaciones y daría lugar a un crecimiento de los precios descontrolado.

Un tercer argumento es que la monetización de los déficits fiscales no será inflacionaria; más bien, simplemente impedirá la deflación. Sin embargo, esto supone que la sacudida que afectó a la economía global se asemeje a la del 2008, cuando el colapso de una burbuja de activos creó una crisis de crédito y, por ende, un shock de demanda agregada.

**El problema hoy es que estamos recuperándonos de un shock de oferta agregada negativo. Así las cosas, políticas monetarias y fiscales excesivamente laxas podrían, en verdad, derivar en inflación o, peor aún, estanflación (inflación elevada sumada a una recesión)**. Después de todo, la estanflación de los años 1970 se produjo después de dos shocks de oferta de petróleo negativos luego de la Guerra de Yom Kippur de 1973 y de la Revolución Iraní de 1979.

En el contexto de hoy, necesitaremos preocuparnos por una serie de potenciales shocks de oferta negativos, como amenazas al crecimiento potencial y como posibles factores que hagan subir los costos de producción. Estos incluyen trabas comerciales como la desglobalización y el creciente proteccionismo; cuellos de botella en la oferta post-pandemia; el agravamiento de la guerra fría sino-norteamericana, y la consiguiente balcanización de las cadenas de suministro globales y el traslado de la inversión extranjera directa de una China de bajo costo a zonas de costos más elevados.

Igual de preocupante es la estructura demográfica tanto en las economías avanzadas como emergentes. Justo cuando las personas mayores están impulsando el consumo al gastar sus ahorros, nuevas restricciones a la migración ejercerán mayor presión alcista sobre los costos laborales.

Asimismo, las crecientes desigualdades de ingresos y riqueza implican que la amenaza de un contragolpe populista seguirá en juego. Por un lado, esto podría adoptar la forma de políticas fiscales y regulatorias para respaldar a los trabajadores y a los sindicatos –una fuente adicional de presión sobre los costos laborales-. Por otro lado, la concentración de poder oligopólico en el sector corporativo también podría resultar inflacionaria, porque fomenta el poder de impulsar precios de los productores. Y, por supuesto, el contragolpe contra las Grandes Tecnológicas y la tecnología muy intensiva en capital y en ahorro de mano de obra podría reducir la innovación en términos más amplios.

Existe un contrarrelato para esta hipótesis estanflacionaria. A pesar del rechazo público, la innovación tecnológica en inteligencia artificial, aprendizaje automático y robótica podría seguir debilitando la mano de obra, y los efectos demográficos podrían estar compensados por edades de retiro más altas (lo que implica una mayor oferta de mano de obra).

De la misma manera, la revocación actual de la globalización puede revertirse en tanto la integración regional se profundice en muchas partes del mundo, y en tanto la tercerización de servicios ofrezca soluciones para los obstáculos a la migración laboral (un programador en India no tiene que trasladarse a Silicon Valley para diseñar una app en Estados Unidos). Finalmente, cualquier reducción en la desigualdad de ingresos simplemente puede militar en contra de una demanda tibia y una estagnación secular deflacionaria, en lugar de ser seriamente inflacionaria.

**En el corto plazo, la inactividad en los mercados de productos, mano de obra y materias primas, y en algunos mercados inmobiliarios, impedirá un alza inflacionaria sostenida. Pero en los próximos años, políticas monetarias y fiscales laxas comenzarán a generar una presión inflacionaria -y llegado el caso estanflacionaria- persistente, debido al surgimiento de shocks de oferta negativos persistentes.**

**A no equivocarse: el retorno de la inflación tendría serias consecuencias económicas y financieras. Habremos pasado de la “Gran Moderación” a un nuevo período de inestabilidad macro. El mercado alcista secular de bonos finalmente terminaría y los crecientes rendimientos de bonos nominales y reales tornarían insostenibles las deudas de hoy, haciendo colapsar los mercados bursátiles globales. A su debido tiempo, hasta podríamos llegar a ser testigos del retorno del malestar al estilo de los años 1970.**

(Nouriel Roubini, Professor of Economics at New York University's Stern School of Business and Chairman of Roubini Macro Associates, was Senior Economist for International Affairs in the White House’s Council of Economic Advisers during the Clinton Administration. He has worked for the International Monetary Fund, the US Federal Reserve, and the World Bank. His website is NourielRoubini.com, and he is the host of NourielToday.com)

- Roubini advierte de que las políticas actuales “pueden conducirnos a la estanflación y el malestar de 1970” (El Economista - **15/4/21**)

El debate de la inflación sigue en pie. El auge del IPC en casi todo el mundo está haciendo saltar las alarmas en los mercados. Aunque la mayoría de expertos y analistas piden calma y hablan de un auge de los precios temporal, otros economistas de renombre como Nouriel Roubini (anticipó la crisis de 2007) alertan del elevado riesgo que corren países como EEUU de vivir un auge fuerte de la inflación en los próximos años.

Para este experto, el año 2021 podría ser solo el aperitivo. La inflación subirá este ejercicio impulsada por el auge de las materias primas y porque los precios partían de una base muy baja en 2020. Sin embargo, la inflación de verdad podría llegar en los próximos años, cuando todos los planes de estímulo fiscal y monetario empiecen a trasladarse a la economía real, la oferta no puede seguir el ritmo de la demanda y los mercados comiencen a sufrir una corrección.

Nouriel Roubini, profesor de Economía en la Universidad de Nueva York, asegura en un artículo publicado en Project Syndicate que “perdidos en el debate sobre si las políticas fiscales y monetarias ultra laxas de hoy desencadenarán una inflación dolorosa está el riesgo más amplio que plantean los posibles choques negativos de la oferta. Desde las guerras comerciales y la desglobalización, hasta el envejecimiento de la población y las políticas populistas, no hay escasez de amenazas inflacionarias en el horizonte”.

El economista americano reconoce que hay fuerzas que pueden “apagar” la inflación, por ahora, pero quizá no sean suficiente. Por ejemplo, los ciudadanos ahorrarán una parte de los planes de estímulo que se están implementando o los usarán para pagar deudas, por lo que ese dinero no impulsará directamente la inflación.

Sin embargo, Roubini cree que se están obviando los problemas que se pueden vivir desde el lado de la oferta: “El problema hoy es que nos estamos recuperando de un shock de oferta agregada negativo. Como tal, las políticas monetarias y fiscales demasiado laxas podrían conducir a la inflación o, peor aún, a la estanflación (alta inflación junto con a bajo crecimiento). Después de todo, la estanflación de la década de 1970 se produjo después de dos shocks negativos en el suministro de petróleo que siguieron a la guerra del Yom Kippur de 1973 y la revolución iraní de 1979”.

Roubini cree que en el contexto actual tendríamos que preocuparnos por una serie de posibles perturbaciones negativas de la oferta, como pueden ser las amenazas que pueden reducir el crecimiento potencial, que a la postre tendrán un impacto inflacionista. Por ejemplos “los obstáculos comerciales como la desglobalización y el proteccionismo creciente; cuellos de botella en las cadenas de suministro posteriores a la pandemia; la profundización de la guerra fría chino-estadounidense; y la consiguiente balcanización de las cadenas de suministro mundiales y la reubicación de la inversión extranjera directa de China de bajo coste a lugares más caros”.

Igualmente preocupante es la estructura demográfica, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. “Justo cuando los cohortes de personas mayores estén impulsando el consumo y gastando sus ahorros, las nuevas restricciones a la migración ejercerán una presión al alza sobre los costes laborales”.

Roubini culmina su exposición con un mensaje claro de advertencia: “No se equivoquen: el retorno de la inflación tendría graves consecuencias económicas y financieras. Habríamos pasado de la “Gran Moderación” a un nuevo período de inestabilidad macro. El mercado alcista de bonos finalmente terminaría, y el aumento de los rendimientos de los bonos nominales y reales haría insostenibles las deudas de hoy, lo que haría colapsar las bolsas mundiales. A su debido tiempo, incluso podríamos presenciar el regreso del malestar al estilo de los años setenta”.

- El clima cambiante de los bancos centrales (Project Syndicate - **16/4/21**)

Londres.- En casi todas partes donde uno mire hoy -redacciones, manifiestos corporativos y agendas de gobierno-, el cambio climático se ha desplazado de los bordes a la escena central. Y los bancos centrales, después de mantenerse durante mucho tiempo en los márgenes, recientemente han comenzado a desempeñar un papel estelar.

El Banco de Inglaterra, por ejemplo, hace poco se convirtió en el primer banco central en incluir en su compendio de políticas una referencia a un respaldo de la transición a una economía de cero emisiones netas. El Banco Central Europeo no está discutiendo si incorporar o no consideraciones climáticas en su propia política monetaria, sino cómo hacerlo. Y la cantidad de miembros de la Red para Enverdecer el Sistema Financiero (NGFS por su sigla en inglés), un grupo global de bancos centrales y supervisores financieros, cuando menos se ha duplicado. Entre sus 62 bancos centrales figuran los de todos los estados miembro del G20 excepto cuatro.

Un cambio tan vertiginoso seguramente invitará a un debate acalorado -como debería ser-. Pero la premisa general para el cambio es sólida. En todo caso, el riesgo principal es que los bancos centrales sigan haciendo demasiado poco, no demasiado, respecto del cambio climático.

En los últimos años, ha surgido un consenso entre los líderes de los bancos centrales respecto de los riesgos climáticos para la estabilidad financiera. La base de datos del Banco de Pagos Internacionales muestra que mientras que sólo cuatro gobernadores de bancos centrales ofrecieron discursos sobre finanzas verdes en 2018, 13 lo hicieron apenas dos años después. Y ahora, casi la mitad de los miembros de la NGFS han evaluado los riesgos climáticos, y más de una décima parte ya han realizado pruebas de estrés climático, según una investigación de BlackRock.

Las actividades de inversión de los bancos centrales han seguido el mismo camino. Casi el 60% de los bancos centrales de las economías desarrolladas hoy invierten utilizando criterios ambientales, sociales y de gobernanza, y los bancos centrales del Eurosistema han acordado una postura común sobre inversiones relacionadas con el clima en carteras de políticas no monetarias.

Finalmente, hasta la propia política monetaria ha empezado a alinearse con las cuestiones climáticas. A fines del año pasado, el Riksbank de Suecia anunció una nueva política de exclusión relacionada con el clima. De la misma manera, se espera que el Banco de Inglaterra indique más avanzado este año cómo registrará el impacto climático de sus tenencias de bonos corporativos. Varios tomadores de decisiones en el BCE han reclamado que se incorporen los riesgos climáticos en las compras de bonos corporativos y activos de garantía. Y la NGFS acaba de publicar una guía técnica para “adaptar las operaciones de los bancos centrales a un mundo más cálido”.

Existen tres causas principales para este cambio -todas ellas legítimas-. Primero, cerca de 130 gobiernos de todo el mundo se han comprometido a grandes reducciones de las emisiones de dióxido de carbono en las próximas décadas. Si bien las políticas para alcanzar este objetivo todavía no han sido plenamente especificadas, la premisa de que se producirá un cambio significativo ya no es simplemente un acto de fe. Los bancos centrales que integren consideraciones climáticas en sus actividades, por ende, ya no pueden ser acusados de aventajar a los gobiernos. Y donde el mandato de un banco central incluya un respaldo a las políticas económicas de un estado, el agnosticismo (o, en la jerga de los bancos centrales, la neutralidad de mercado) será cada vez más insostenible si choca con los compromisos climáticos oficiales.

Segundo, el argumento para incorporar el cambio climático en la modelación macroeconómica y las decisiones de inversión nunca han sido más fuertes. Los eventos climáticos extremos se han vuelto más frecuentes y su impacto en el crecimiento y la inflación, más visible.

Asimismo, en tanto los planes de políticas van cobrando forma, la incertidumbre en torno de los escenarios del impacto climático en las próximas décadas se ha vuelto menos intimidante. Los datos relacionados con el clima han mejorado enormemente en calidad y cantidad, y la disponibilidad de instrumentos y estrategias de inversión conscientes del clima ha aumentado drásticamente. El registro de desempeño que surge ya indica que pueden impulsar la resiliencia de la cartera sin sacrificar retornos. En consecuencia, una mayoría de inversores institucionales a nivel global hoy consideran la sustentabilidad como algo fundamental para sus estrategias de inversión.

La tercera razón para la nueva postura de los bancos centrales es un creciente reconocimiento de que el apoyo por sí solo no es suficiente. Para tener un mayor impacto, deben liderar con el ejemplo. Esto exige una mayor transparencia sobre su propia exposición a riesgos relacionados con el clima y sobre cómo se modelan y se tasan esos riesgos. Una mayor transparencia dependerá, a su vez, de que se reciban datos adecuados de los emisores cuyos activos los bancos centrales deciden tener.

De esta manera, los bancos centrales probablemente ejercerán una gran influencia en la velocidad con la cual se tasen los riesgos relacionados con el clima en el sistema financiero. Existen riesgos si se avanza demasiado lento o demasiado rápido, de manera que establecer un camino claro hacia adelante es esencial.

Dicho esto, la conversión de los banqueros centrales a la causa climática todavía está en sus albores. Muchos bancos centrales todavía tienen que sumarse a la NGFS, para no hablar de integrar el cambio climático de manera relevante en sus actividades. La gran mayoría de los bancos centrales de los mercados emergentes todavía no se han sumado. Y, a nivel global, el Banco de Inglaterra es el único banco central hasta el momento en haber publicado un comunicado en línea con las recomendaciones más rigurosas del Grupo de Trabajo sobre las Revelaciones Financieras Relacionadas con el Clima, si bien los bancos centrales del Eurosistema se han comprometido a hacerlo en el lapso de dos años.

A los bancos centrales, comprensiblemente, les preocupa una ampliación de metas, y generar expectativas que sólo se pueden cumplir si empiezan a depender de los gobiernos. Aun así, el trabajo de la NGFS y las acciones de sus principales miembros deberían demostrarles a los otros bancos centrales que sus mandatos no sólo permiten, sino que en efecto requieren, que el cambio climático esté incorporado en sus actividades. Todavía existen muchos desafíos, y las circunstancias domésticas difieren, pero ésa no es excusa para la inacción. La respuesta de los banqueros centrales a los riesgos del cambio climático tiene muchísimo espacio para crecer.

(Isabelle Mateos y Lago is Managing Director, Global Head of the Official Institutions Group, and a member of the Geopolitical Risk Steering Committee at BlackRock)

- Una solución para la deuda soberana de la eurozona (Project Syndicate - **4/5/21**)

Roma / Edimburgo.- La eurozona necesita una nueva política común para la gestión de la deuda soberana que acumularon los estados miembros para hacer frente a la pandemia. Buena parte de esa deuda hoy está en poder del Banco Central Europeo, pero en algún momento este tendrá que desarmar esas posiciones por razones de política monetaria.

Cuando eso suceda, puede producirse turbulencia en los mercados financieros de la eurozona; turbulencia que al encarecer la renovación de la deuda pública, despertará el fantasma de la inestabilidad sistémica en un sector bancario que estará debilitado por una nueva ola de morosidad.

Por eso es necesario mantener fuera de los mercados financieros por tiempo indefinido la deuda pública en poder del BCE, para lo cual el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) debe comprarla con fondos generados mediante la emisión de obligaciones propias en euros. Esta medida no demanda modificaciones al Tratado en lo referido al MEDE y no hay en ella infracción a las restricciones sobre la mutualización de deudas.

El promedio del cociente deuda pública/PIB en la eurozona va camino del 102%, y ya hay siete países con niveles cercanos o superiores al 120% (Italia está en 160% y Grecia supera el 200%). Con un crecimiento anual nominal de alrededor del 3% (y suponiendo un pronto regreso a una inflación del 2%), reducir los cocientes a 60% en veinte años como demanda el ahora suspendido Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) obligaría a estos países a mantener un superávit primario del orden del 2 al 4% del PIB.

Pero dada la necesidad de seguir dando apoyo a la recuperación, la receta tradicional (pagar la deuda apelando al recorte presupuestario) es incompatible con la sostenibilidad de la deuda. Además, limitaría la capacidad de los estados miembros para evitar que las heridas económicas y sociales infligidas por la pandemia dejen cicatrices permanentes. Y tampoco puede apelarse a una reestructuración, porque haría estragos en las economías de los países muy endeudados, con riesgo para la estabilidad económica y financiera de toda la eurozona.

Así pues, esta acumulación de deuda soberana no es un problema que los estados miembros puedan manejar por sí solos. Las dificultades que plantea afectan a todos los países, de modo que demanda una solución colectiva.

A principios de 2021, la cartera de títulos soberanos del BCE ya superaba los tres billones de euros (3,6 billones de dólares), es decir, alrededor del 30% del total de deuda pública en circulación en la eurozona y un porcentaje similar del PIB de la eurozona. Y los programas en curso para hacer frente a la pandemia todavía pueden añadir un billón y medio de euros más.

Si estas deudas no se renuevan a su vencimiento, los estados miembros tendrán que colocar títulos equivalentes en los mercados financieros, y puede haber un endurecimiento de las condiciones de liquidez. Para garantizar la resiliencia financiera de la eurozona y evitar una situación crítica para los países muy endeudados, hay que mantener estos títulos de deuda soberana fuera de los mercados de capitales por más tiempo del que resulta recomendable según un análisis exclusivamente monetario. Pretender que la refinanciación de la deuda derivada de la COVID‑19 se someta a la disciplina del mercado es un sinsentido, porque sería castigar a los gobiernos por proteger a la ciudadanía durante la pandemia.

Es decir, la estabilidad financiera, y no la política monetaria, es la principal razón para intervenir en la gestión de la deuda pública en circulación en la eurozona. Encomendar esa tarea en forma permanente al BCE desdibujaría la frontera entre política monetaria y política fiscal (tal como dejó sentado el Tribunal de Justicia de la Unión Europea en Gauweiler y otros y en Weiss y otros). Por eso proponemos un nuevo mecanismo de crédito que permita al MEDE comprar títulos de deuda pública en poder del BCE y renovarlos en forma indefinida.

Según este esquema, el riesgo soberano no se transferirá al MEDE, sino que seguirá a cargo de los bancos centrales nacionales. El MEDE se convertirá en una agencia de gestión de deuda de la eurozona, pero como no asumirá el costo de su devolución, no habrá riesgo de infringir la “cláusula antirrescate” del Tratado de Funcionamiento de la UE.

Para financiar las compras de deuda soberana, el MEDE emitirá obligaciones propias, que contarán con el respaldo de su cartera de deuda pública, su abundante provisión de capital y los estados miembros del MEDE. De modo que el instrumento proveerá una base adecuada para el surgimiento de un mercado con volumen, profundidad y liquidez para un nuevo activo europeo seguro.

Las compras del MEDE continuarán todo el tiempo que sea necesario para reducir el promedio de deuda pública en manos de inversores privados en la eurozona a menos del 75% del PIB; esta cifra se podría fijar como nueva referencia para el cociente deuda/PIB dentro del bloque (mediante una enmienda al protocolo del Tratado sobre el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo).

El instrumento que proponemos se creará conforme al artículo 14 (sobre asistencia financiera precautoria) del Tratado revisado en relación con el MEDE. Por consiguiente, no será aplicable la condicionalidad macroeconómica que impone el artículo 12 del Tratado a la provisión de asistencia financiera por parte del MEDE. Se estipulará en cambio una condicionalidad aligerada consistente en demandar el cumplimiento de criterios de elegibilidad generales que basten para garantizar la estabilidad financiera de la eurozona. Naturalmente, una precondición para la aceptación de este esquema es reformar el PEC para establecer un régimen de disciplina presupuestaria más creíble.

La implementación de nuestra propuesta permitirá al BCE recuperar su independencia. Sus decisiones de política monetaria ya no estarán supeditadas a la necesidad de mantener condiciones estables en los mercados de deuda soberana de Europa. Mejor aún, la emisión de grandes cantidades de títulos seguros denominados en euros reducirá la presión sobre los tipos de interés de los bonos alemanes y de otros instrumentos de deuda usados como «refugio» en los mercados financieros de los estados miembros.

Hallar un modo de gestionar la montaña de deuda que se acumuló en la eurozona durante la pandemia puede estabilizar las expectativas de crecimiento y crear un entorno favorable para la inversión privada. Nuestra propuesta para que el MEDE compre toda la deuda de la eurozona derivada de la COVID‑19 en poder del BCE puede brindar una solución permanente y creíble a lo que de otro modo amenaza con convertirse en un difícil problema a largo plazo.

(Stefano Micossi, Director-General of Assonime, a business association and think tank in Rome, is Chair of the European School of Political Economy at LUISS. Emilios Avgouleas, International Banking Law and Finance Chair at the University of Edinburgh, currently serves as a member of the European Securities and Markets Group at the European Securities and Markets Authority)

- ¿La economía estadounidense se está recuperando o se está recalentando? (Project Syndicate - **4/5/21**)

Berkeley.- Las noticias financieras y económicas en Estados Unidos últimamente han estado dominadas por los temores sobre la inflación. “Una inflación galopante es el mayor riesgo que enfrentan los inversores, advierte Jim Paulsen de Leuthold”, según el canal de noticias por cable CNBC. Como una potencial protección contra la inflación, “se acerca aceleradamente el momento de esplendor del Bitcoin”, informa Robert Hackett de Fortune. Según US News and World Report, “Se habla mucho de inflación en 2021 en tanto avanzan con cautela los miedos de un gasto elevado del gobierno y el reciente rebote de los precios comparado con los niveles relacionados con la pandemia tiene preocupados a algunos inversores de que la tendencia continúe por algún tiempo”.

Sin embargo, también se lee que “los rendimientos del Tesoro de Estados Unidos se mantienen firmes aun cuando hay un repunte inflacionario”. Después de crecer a un ritmo anualizado del 33,4% en el tercer trimestre, del 4,3% en el cuarto trimestre y del 6,4% en el primer trimestre de este año, la economía estadounidense va camino a una plena recuperación. Se espera que la tasa de crecimiento del segundo trimestre sea de por lo menos el 8%, y quizá considerablemente más alta, lo que significa que la economía estadounidense, en total, habrá regresado por completo a su nivel de producción pre-pandemia para el tercer o cuarto trimestre de este año.

En este contexto, no sorprende que la inflación de base (que excluye los precios de los alimentos y la energía) subiera 0,4 puntos porcentuales el mes pasado. Esa tasa implica casi una tasa de inflación anual del 5%. Pero si se analizan los últimos 12 meses, la tasa de inflación de base (medida por el índice de precios al consumidor) fue del 2,3%, que está a tono con la meta del 2-2,5% de la Reserva Federal de Estados Unidos.

La pregunta no es si habrá o no algo de inflación este año, sino si representará un “recalentamiento” de la economía en general. Muy probablemente, no sea así. La cantidad por la cual la producción económica en 2021 exceda la producción potencial será inferior a cero. Y como deja en claro la Fed con cada comunicado que emite, no permitirá que una espiral transitoria de precios y salarios se incorpore a las expectativas de inflación. La perspectiva para 2021 y después es que la inflación esté en torno a la meta de la Fed, en lugar de no alcanzarla consistentemente, como sucedió en los últimos 13 años.

Asimismo, la economía estadounidense surge de la recesión por la pandemia con un balance intersectorial esencialmente alterado. El gasto en bienes durables actualmente representa 1,7 puntos porcentuales adicionales del PIB, en relación a su nivel de 2019, y el gasto en construcción de viviendas actualmente es de 0,5 puntos por encima de su porcentaje de 2019. Al mismo tiempo, el gasto comercial en estructuras y el gasto de los consumidores en energía están 0,5 puntos por debajo de sus porcentajes de 2019, y el gasto en servicios (hotelería, recreación y transporte) está 2,2 puntos por debajo de su porcentaje de 2019.

Estas dinámicas sectoriales serán los determinantes más importantes de la inflación este año. Para fines de 2021, alrededor del 4% de todos los trabajadores no sólo ya se habrán ido a nuevos empleos sino a sectores completamente diferentes. En una economía donde las empresas muy rara vez recortan los salarios nominales, el traspaso de trabajadores de sectores donde la demanda es relativamente escasa a sectores donde es más intensa requerirá que las empresas ofrezcan aumentos salariales que alienten a los trabajadores a dar el salto.

Pero no podemos saber cuánta inflación generará esta redistribución, porque realmente no hemos visto nada semejante antes. Los economistas tendrán mucho que aprender este año sobre la elasticidad intersectorial de corto plazo en materia de oferta de empleo.

Algo que debería ser claro, sin embargo, es que un repunte de la inflación este año no es nada de lo que tengamos que preocuparnos. Después de todo, los aumentos de precios y salarios son una parte esencial del reequilibrio de la economía. La producción real, los salarios reales y los valores reales de los activos serán más elevados como resultado de la inflación de este año, mientras que el nivel de precios se mantendrá muy por debajo de lo que habría estado si la Fed hubiera alcanzado sus metas de inflación en los años posteriores a la Gran Recesión luego de la crisis financiera global de 2008.

Si bien algunos analistas temen que podamos regresar a los años 1970, esto es sumamente improbable. Las condiciones estanflacionarias de esa década se produjeron a partir de una tormenta perfecta de crisis, y se vieron exacerbadas por la respuesta conflictiva y confusa de la Fed bajo el entonces presidente Arthur Burns. La conducción de la Fed hoy es muy diferente, y no hay ninguna tormenta perfecta de sacudidas repetidas que se puedan comparar con los efectos de la Guerra de Yom Kippur, la Revolución Islámica de Irán, la desaceleración del crecimiento de la productividad de los años 1970 y demás.

Quemar rueda para retomar el tráfico de la autopista no es lo mismo que recalentar el motor.

(J. Bradford DeLong is Professor of Economics at the University of California at Berkeley and a research associate at the National Bureau of Economic Research. He was Deputy Assistant US Treasury Secretary during the Clinton Administration, where he was heavily involved in budget and trade negotiations. His role in designing the bailout of Mexico during the 1994 peso crisis placed him at the forefront of Latin America’s transformation into a region of open economies, and cemented his stature as a leading voice in economic-policy debates)

- Achim Truger: “Sin el fondo de recuperación nos arriesgábamos a otra crisis del euro” (Cinco Días - **10/5/21**)

(Por Lidia Conde Batalla)

**Sorprende que haya expertos que reclamen al mismo tiempo una política monetaria más restrictiva y una política fiscal también más restrictiva. Eso llevaría a la eurozona a una crisis profunda, de la que no saldrían ni el euro ni probablemente la Unión Europea”, expone Achim Truger (Colonia, Alemania, 1969). Este profesor de Socioeconomía, Política y Finanzas Estatales en la Universidad de Duisburg-Essen es, desde marzo de 2019, miembro del Consejo Asesor de Economistas del Gobierno alemán, los llamados “cinco sabios”. En su opinión, las políticas desplegadas ante la crisis del Covid por el Banco Central Europeo y los distintos Gobiernos han sido adecuadas, pero ahora hace falta “completar el proyecto de la unión en la eurozona” con “una reforma de las reglas fiscales”, que las reoriente “hacia la inversión” y “excluya las inversiones públicas” de los límites del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.**

El Tribunal Constitucional alemán ha despejado el camino del fondo de recuperación europeo, ¿qué opinión tiene de este plan?

La decisión de desbloquear el programa es un gran alivio, pues el plan comunitario de recuperación es de fundamental importancia para la recuperación económica de Europa y para el futuro del euro. Los países más afectados por la crisis provocada por la pandemia necesitan este apoyo financiero para impulsar sus economías y para mejorar su posición de salida de cara al futuro. Además, sin un plan de recuperación común nos habríamos arriesgado a que se registrara una nueva crisis del euro y de la zona euro.

¿Cómo explica la capacidad de recuperación de la economía alemana? ¿Cuáles son sus retos?

Hasta ahora la economía alemana se ha recuperado relativamente bien. La caída del 4,8% de su PIB el pasado año no fue tan grave como la de muchos otros países. Una de las principales razones es que en Alemania los sectores más afectados por las medidas de confinamiento, como la gastronomía, la hostelería y parte del comercio al por menor, no tienen tanto peso en la creación de riqueza nacional como en otras regiones europeas. Por otro lado, las medidas estatales anticrisis han ayudado. Por todo ello esperamos que, con el avance en la vacunación [casi el 30% de la población tiene ya al menos una dosis puesta], Alemania pueda crecer fuertemente este mismo año y que el auge continúe en 2022.

El PIB español retrocedió un 11% en 2020. ¿Qué prioridades debe atender con la ayuda europea?

No formo parte del grupo de expertos económicos alemanes que se permiten dar consejos desde fuera y con una actitud sabelotodo. No puedo darle mi opinión porque no conozco suficientemente la economía española. Pero en líneas generales, lo que se puede decir es lo siguiente: las inversiones en sostenibilidad medioambiental, en infraestructuras y en educación y formación profesional son razonables y favorables para garantizar un crecimiento sostenible y estable.

¿Qué necesita la nueva economía tras la pandemia?

La pandemia apenas ha cambiado los objetivos económicos a largo plazo. Lo que sí ha pasado es que ha puesto en evidencia algunas debilidades de nuestras economías, como la dotación de nuestros sistemas sanitarios, la capacidad de reaccionar ante crisis, la insuficiente digitalización y la garantía o seguridad de suministro a la población. En cuanto a las inversiones futuras, será fundamental la apuesta por inversiones en neutralidad climática y en educación y formación profesional. Y, sobre todo, habrá que fortalecer la cohesión social.

¿Cómo valora el papel de los bancos centrales y los Gobiernos?

El BCE ha conseguido en el marco del programa de compra de emergencia que no se desencadenara una pérdida de confianza en los bonos soberanos de muchos países europeos, como España. Esa decisión de política monetaria ha apoyado a su vez los respectivos programas de estabilidad de los Gobiernos. Estos paquetes de ayudas y estímulos contra la pandemia de los Estados europeos eran necesarios para impedir que la economía cayera todavía más y que se produjeran quiebras masivas y desempleo brutal.

¿Ve riesgo de inflación ante el aumento de la deuda pública?

La realidad es esa: las cuotas de deuda pública han aumentado mucho por la crisis. Por otro lado, era absolutamente necesario. Y es muy probable que todavía hubieran aumentado más en el caso de que los Estados hubieran intentado ahorrar durante la crisis. A medio plazo, la cuota de deuda de muchos países bajará. Pero, por ahora, eso no me preocupa, teniendo en cuenta los bajos tipos interés actuales y en vista de los impulsos de crecimiento generados por el plan de recuperación para Europa. En este momento no veo un riesgo de aumento de la inflación duradero en Europa.

Usted hablaba antes de la importancia de la cohesión social. ¿Qué medidas habría que tomar para que los países más débiles de la UE cuenten con perspectivas de futuro?

Los líderes e instituciones de la zona euro deberán completar el proyecto de la unión en la eurozona. Eso implica una reforma de las reglas fiscales europeas, orientándolas hacia la inversión y excluyendo las inversiones públicas de las reglas fiscales del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Y, a medio plazo, necesitamos una capacidad fiscal duradera para la eurozona.

En Alemania, el gran debate económico actual es sobre los cambios estructurales que la crisis acelerará. ¿Cuáles serán claves para el futuro europeo? Y ¿cómo deberá gestionar la UE las consecuencias negativas como desequilibrios sociales acentuados por la pandemia?

La UE ha seguido durante demasiado tiempo una política económica de desregulación, privatización, reducción de los derechos de los trabajadores y del Estado de bienestar; apostando por otro lado por las políticas de presupuesto público equilibrado. Desde el punto de vista económico esas políticas no solo no han funcionado sino que han incrementado la desigualdad y han arriesgado la cohesión social. La política tiene mucho por hacer en el futuro si quiere superar la transformación socioecológica. Deberá volver a ser razonable en lo macroeconómico y apostar mucho más por inversiones públicas y solidaridad social. Si se consigue, no habrá que preocuparse por el futuro de la Unión Europea.

- Por qué va a fracasar la Biden-nomics (El Economista - **17/5/21**)

La inflación ya aumenta rápidamente. El mercado de trabajo se ha estancado. Las ventas al por menor están planas, la bolsa se resiente y al mercado de renta fija no le va mucho mejor. El presidente Biden hizo una gran apuesta por poner en marcha la economía estadounidense en un intento de iniciar una década de crecimiento y renovación, y conseguir por fin que los salarios reales vuelvan a subir. Sin embargo, en la última semana, la 'Biden-nomics' ya ha empezado a desbaratarse.

De hecho, el presidente y su equipo están a punto de volver a aprender algunas duras lecciones de los años 70 y 80. Salvo en circunstancias excepcionales, cuando hay un verdadero colapso de la demanda, el Gobierno no lo puede fiar todo al mayor gasto público. Lo único que ocurre es que todo el mundo se adapta al estímulo, y eso anula cualquier ganancia. Ya estamos empezando a ver cómo se desarrolla esto. Las ambiciones de Biden van a terminar en una espiral de inflación, o en un giro de 180 grados. Con suerte, será lo segundo y no lo primero. Pero hay un punto que ya está claro. Lo que no veremos es una recuperación sostenida.

No se puede cuestionar la magnitud de los planes de gasto de Biden. Ya ha liberado un desembolso como no se había visto desde Lyndon Johnson y la guerra de Vietnam, en la década de 1960, y posiblemente tampoco desde la economía de guerra de la década de 1940. El Plan de Empleo destinará dos billones de dólares para arreglar las carreteras, los ferrocarriles y los puentes del país. El plan American Families recibirá 1,8 billones de dólares para financiar el cuidado de los niños y la educación. Se enviarán cheques a todas las familias que ganen menos de 100.000 dólares al año -es decir, a casi todas-, mientras que la estrategia industrial recibirá otros cientos de miles de millones para reconstruir la base manufacturera del país. Y esto viene después de la Administración Trump que, independientemente de sus muchos defectos, no podría calificarse de frugal. Financiado por la Reserva Federal -su balance ya ha aumentado de 4 a casi 8 billones de dólares sólo en el último año-, el mundo estará inundado de dólares recién acuñados.

Muchos de los gastos empiezan a parecer un poco extravagantes. Los cheques del Gobierno se envían por correo a todo el mundo, independientemente de dónde vivan los ciudadanos estadounidenses o sus familiares. El Washington Post informó de uno que llegó a la cuenta de una mujer de clase alta en Londres. Eso puede ayudar a la capital británica pero poco puede contribuir al crecimiento de Arizona o Alabama. Sin duda, éste es un ejemplo extremo pero, en realidad, cuando el Gobierno empieza a repartir dinero gratis a esa escala, pierde rápidamente el control de su destino. Los cheques de estímulo simplemente se depositarán en los bancos, mientras que los puentes y las carreteras financiados generosamente se enfrentarán a años de retrasos y a un aumento masivo de los costes, y las subvenciones industriales serán aprovechadas por los especuladores en lugar de por auténticos empresarios.

Pero eso no es ni mucho menos lo peor. Ni siquiera veremos un gran estímulo. En los años 70, cuando se produjo la hiperinflación, los economistas inventaron el concepto de “expectativas racionales” para explicar por qué el bombeo keynesiano de la economía terminaba tan a menudo por fracasar. La izquierda lo ridiculizó, y es cierto que no muchos de nosotros llevamos un modelo econométrico perfectamente formado en la cabeza. Pero contenía un importante núcleo de verdad. La gente no es estúpida. Se dan cuenta de lo que ocurre y empiezan a ajustar su comportamiento en función de lo que presencian.

Ya podemos ver eso en acción. Cuando el Gobierno gasta en la escala que lo está haciendo ahora, la gente sospecha que va a haber un repunte de la inflación, y que todo va a costar un poco más en un par de años. Las plantillas empiezan a pedir sueldos más altos, y las empresas suben los precios de sus productos, ahora que pueden. ¿El resultado neto?: la inflación empieza repunta, y el aumento de los precios anula los efectos del gasto público extra. A continuación, se avecina una subida de impuestos y, muy pronto, también de los tipos de interés. ¿El resultado? Empiezan a frenar el gasto y la inversión de empresas y familias, temerosas de quedarse entrampadas en montañas de deuda que no podrán pagar una vez que los tipos de interés suban. Por último, el mercado de valores sufre descensos. Ya hemos visto los primeros signos de ello. ¿Cuál es el resultado?: recibes un cheque de estímulo de 1.400 dólares, pero tu cartera de acciones, y tu plan de pensiones se deprecian en 10.000 o 20.000 dólares, por lo que gastas menos en lugar de más. Una vez más, la respuesta racional al gasto extra simplemente lo anula. No hay ganancia neta. De hecho, la demanda disminuye.

Es cierto que hay circunstancias excepcionales en las que los Gobiernos tienen que gastar más para rescatar la economía. Lo vimos en 2008 y 2009 tras el colapso bancario, cuando el crédito se secó y las empresas se quedaron sin dinero. Pero esa no es la situación a la que nos enfrentamos ahora. El mundo está anegado en liquidez, y los consumidores han acumulado grandes ahorros en los confinamientos. Un derroche keynesiano de gasto no va a funcionar. En realidad, la “Biden-nomics” ya naufraga y mucho más rápido de lo que la mayoría de los expertos preveían. Ahora mismo, o bien va a terminar en una espiral de inflación o, aún peor, a medida que los precios se aceleren, la creación de puestos de trabajo y el gasto privado no se refuercen, y los rendimientos de los bonos empiecen a subir antes de una subida de los tipos de interés, habrá un giro brusco, repentino y dramático para el PIB, y el Gran Gastador Biden se reinventará apresuradamente en el adalid de la austeridad. Por el bien de la economía mundial, deberíamos esperar que sea esto último, pero, lamentablemente, puede que tengamos que asistir a una inflación al estilo de los años 70 mientras se vuelven a aprender esas lecciones.

(Matthew Lynn - Director ejecutivo de Strategy Economics)

- El alarmismo con la inflación es exagerado (Cinco Días - **21/5/21**)

(Por Richard Beales)

Larry Summers vuelve a hacer de las suyas. Después de sugerir a principios de año que los planes de gasto de Biden podrían sobrecalentar la economía, el economista de Harvard dijo el martes que la Fed está mostrando una “peligrosa complacencia”, incluso en cuanto a inflación. El año pasado, Summers pregonaba el llamado estancamiento secular, incluyendo la necesidad de que los bancos centrales impulsaran la inflación. El alarmismo es exagerado.

La pandemia trajo una rápida desa­celeración y luego una fuerte recuperación. No hay duda de que hay picos de precios a corto plazo; el presidente de la Fed, Jerome Powell, considera que gran parte de esta situación es transitoria. Quiere que el empleo alcance el nivel prepandemia antes de endurecer la política monetaria. Muchas de las grandes subidas de precios interanuales se deben a la lamentable situación de hace 12 meses. Una forma de dejar de lado las distorsiones es adoptar una visión de dos años. Por ejemplo, el IPC en los 24 meses hasta abril, anualizado, fue del 2,2%. Es una cifra que no asusta y que se vio por última vez, sobre la misma base, en 2019. Está en línea con el objetivo del 2% de la Fed, aunque para una métrica diferente, y es consistente con dejar que los aumentos de precios superen el objetivo por un tiempo después de años de quedarse cortos.

Los responsables de política monetaria prevén que la tasa de inflación podría subir hasta el 2,6% este año. El tope de sus previsiones es el 2,3% en los próximos dos años, y el 2% a largo plazo. Es optimista, pero no necesariamente complaciente. Las tasas de equilibrio a cinco años, calculadas a partir de los mercados de deuda pública, han alcanzado el 2,7%. Una métrica que refleja las expectativas para los próximos seis a diez años se sitúa en el 2,3%.

El fuerte aumento de estas cifras desde el mínimo de marzo de 2020 merece atención, aunque puede reflejar simplemente las inusuales circunstancias. Estos niveles no son alarmantes ni se salen de la tendencia, por ejemplo, de una visión histórica de 10 años. De hecho, según el criterio de estancamiento secular de Summers, estarían en la línea de lo que el banco central debería esperar.

- El Nobel de Economía Robert Shiller ve una mentalidad de “salvaje Oeste” en la vivienda, las acciones y las criptomonedas (El Economista - **25/5/21**)

No es la primera vez en los últimos meses que el premio Nobel de Economía en 2013 Robert Shiller muestra su preocupación por la exuberancia de unos mercados inundados de liquidez. Si repetidamente ha dicho que hay más de una burbuja en marcha, ahora recrudece sus advertencias.

**En el transcurso de una entrevista concedida el pasado viernes a CNBC, Shiller dijo que apreciaba una mentalidad de “salvaje Oeste” en mercados como el inmobiliario, el bursátil o el de las criptomonedas.**

Aunque la vertiginosa carrera de las acciones y las criptomonedas se ha tomado un respiro en las últimas dos semanas, el profesor de la Universidad Yale aseguró que sigue preocupado y admitió estar especialmente inquieto por el último “boom” inmobiliario.

**"En términos reales, los precios de la vivienda nunca han sido tan altos. Mis datos se remontan a más de 100 años, así que esto es algo", expuso el Nobel de Economía, quien, sin embargo, matizó que no todo es culpa de las políticas expansivas de los bancos centrales: “Hay algo propio de la sociología de los mercados que está sucediendo”.**

Según Shiller, en las últimas tres décadas los precios de la vivienda parecen impulsar la construcción de viviendas y ahora se está viendo que el patrón emerge de nuevo. “Ahora tenemos un gran impulso alcista. Por tanto, esperar un año probablemente no hará bajar los precios de la vivienda”, señaló.

En ese punto, el economista apuntó que el comportamiento actual de los precios de la vivienda también recuerda al de 2003, dos años antes de que comenzara la caída. Una caída que se produjo de forma gradual y que finalmente estalló en la crisis de 2008, precisó.

“Si nos alejamos tres o cinco años, podría imaginar que los precios serían sustancialmente más bajos de lo que son ahora, y tal vez eso sea algo bueno”, sostuvo. “No desde el punto de vista de un propietario de una vivienda, pero sí desde el punto de vista de un posible propietario. Es algo bueno. Si tenemos más casas, estaremos mejor”.

Poniendo el foco en la bolsa, Shiller, experto en cómo las emociones impulsan las decisiones financieras, consideró que la psicología de las masas también ha desempeñado un papel importante en el destacado rebote del mercado de valores.

**Si el S&P 500 y el Dow Jones han subido casi un 90% desde sus mínimo de marzo de 2020, en pleno estallido del coronavirus en Occidente, el Nasdaq, repleto de valores tecnológicos, ha subido más de un 100%. El Nobel, que ya consideraba las acciones muy cotizadas al arrancar 2021, advierte ahora de que los temores a la inflación podrían acabar empujando los activos a largo plazo a la baja.**

**El tercer “desvelo” de Shiller son las criptodivisas. “Es un mercado muy psicológico. Es una tecnología impresionante", concedió antes de aclarar que “la fuente última de valor de las criptomonedas es tan ambigua que tiene mucho que ver con nuestras narrativas más que con la realidad”.**

Con todo, Shiller reconoció que incluso se ha sentido tentado de posicionarse en las criptomonedas: "Estaba pensando en comprarlas para experimentar el efecto. Mucha gente lo hace, de hecho. Nunca he comprado bitcoin. Quizá debería participar activamente en ese mercado".

- ¿El plan de Biden es algo más que recuperar el tiempo perdido? (Project Syndicate - **31/5/21**)

París.- “Pensemos en grande”, exhortó la secretaria del Tesoro de Estados Unidos, Janet Yellen, en mayo. “Construyamos algo que dure por generaciones”.

Ésa es la retórica transformadora detrás de la agenda de política económica del presidente Joe Biden. ¿Pero qué se construirá, exactamente, y cómo se transformará Estados Unidos? La respuesta será política y económica sin duda, porque Biden se ha propuesto dar respuesta a la indignación que llevó a muchos trabajadores a votar por su predecesor, Donald Trump.

En las últimas semanas, gran parte del debate sobre políticas en Estados Unidos se ha centrado en el tamaño del Plan de Rescate Estadounidense de 1,9 billones de dólares de la administración Biden. En ese debate, los críticos sostienen que representa un estímulo excesivo en una economía que ya venía recuperándose de la recesión y cuyo estado pre-pandémico estaba muy cerca de alcanzar el pleno empleo. El plan de rescate, sin embargo, es sólo el primer pilar de una agenda doméstica de tres partes que incluye el Plan de Empleo Estadounidense de 2,3 billones de dólares y el Plan de Familias Estadounidenses de 1,8 billones de dólares que, en ambos casos, apuntan a generar un mayor cambio integral de largo plazo.

Pero a pesar de todas sus cifras de gasto que generan titulares, la administración Biden esencialmente está tratando de recuperar el tiempo perdido. Después de todo, el plan de empleos está pensado para compensar años de negligencia reparando unos 10.000 puentes pequeños y garantizando que todos los norteamericanos tengan agua potable limpia. Esas inversiones son indispensables, pero no son el tipo de cosas que suscitan envidia en otras economías avanzadas. De la misma manera, el 70,8% de los hogares estadounidenses tienen acceso a banda ancha fija, comparado con el 83% en Francia, de modo que las políticas destinadas a expandir el acceso a Internet, si bien son encomiables, no son precisamente innovadoras.

Lo mismo es válido para el plan para las familias. Aún si se lo implementara en su totalidad, apenas abordaría las brechas evidentes en el modelo social norteamericano, al introducir o expandir modestamente programas que los europeos ya tienen desde hace décadas. Estos incluyen licencia por paternidad paga, atención médica asequible, educación preescolar gratuita y educación post-secundaria universal y gratuita durante dos años (aunque no en las universidades de elite). Y si bien el aumento planificado del salario mínimo federal de Estados Unidos sin duda favorecerá a los trabajadores, debe tenerse en cuenta que su nivel actual está 40% por debajo del de Alemania.

Evidentemente, Estados Unidos también está recuperando el tiempo perdido en materia de políticas climáticas. El reciente compromiso de la administración Biden de alcanzar una neutralidad de carbono en 2050 coincide con el de la Unión Europea y su meta de descarbonización para 2030 es bastante menos ambiciosa de lo que hoy está en discusión en Europa.

Asimismo, es poco probable que estas reformas alcancen para resolver el problema político de los demócratas. Su reto es que como los votantes blancos sin un título universitario todavía representan el 41% del electorado, la frágil coalición de votantes afronorteamericanos y elites educadas del partido sigue a merced de un giro en el sentimiento de los votantes. Aun suponiendo que las nuevas leyes electorales en muchos estados liderados por los republicanos no supriman excesivamente la participación negra, esta alianza seguirá sin generar una mayoría lo suficientemente fuerte en los lugares apropiados como para garantizar una victoria demócrata en el Colegio Electoral en 2024.

El imperativo de los demócratas es el de volver a capturar a los votantes blancos de clase trabajadora que respaldaron a Trump en 2016 y nuevamente en 2020. Pero desde la presidencia de Bill Clinton en los años 1990, el partido les ha ofrecido a los trabajadores relegados sólo dos soluciones: educación y beneficios sociales. Como relata Ronald Brownstein en The Atlantic, el mantra de Clinton era “lo que aprendes es lo que ganas”. Él y el ex presidente Barack Obama creían fervientemente que más y mejor educación era la mejor manera de lidiar con las alteraciones del mercado laboral generadas por la digitalización y la globalización. (Los europeos esencialmente compartían esta filosofía, aunque ellos pusieron más énfasis en las transferencias sociales).

Pero los trabajadores no están de acuerdo. No quieren vivir de la seguridad social, pero tampoco quieren que los manden de nuevo a la escuela. Más bien, quieren mantener los buenos empleos que les han venido brindando ingresos y una sensación de orgullo desde hace mucho tiempo. Trump ganó en 2016 porque entendió este sentimiento y lo explotó para ganar el voto de la clase trabajadora en estados pendulares clave.

De todas maneras, no se trata sólo de Estados Unidos. Adonde uno mire, la izquierda ha perdido el voto de la clase trabajadora. En el Reino Unido, el primer ministro Boris Johnson ha conquistado el “Muro Rojo” del Partido Laborista; en Francia, la líder de extrema derecha Marine Le Pen se ha posicionado como la candidata de elección para un creciente porcentaje de trabajadores; y en Alemania, parece probable que los socialdemócratas sean derrotados en las elecciones de septiembre. Como demuestran Amory Gethin, Clara Martínez-Toledano y Thomas Piketty en un estudio comparativo fascinante, las divisiones tradicionales que estructuraban la política de posguerra han colapsado en las democracias occidentales.

Biden claramente entiende este giro político. El mes pasado, en su primer discurso en una sesión conjunta del Congreso, enfatizó que casi el 90% de los empleos creados por su plan de infraestructura no exigirán un título universitario. ¿Pero cómo es que hará su administración para ofrecer buenos empleos?

Un primer paso es mantener la economía en un estado de alta presión, como hizo Trump. Existe una amplia evidencia que demuestra que esto beneficia abrumadoramente a quienes están en los márgenes del mercado laboral. Los trabajadores desempleados desincentivados pueden encontrar un empleo y las subas salariales favorecen desproporcionadamente a quienes están en la base de la pirámide. Es por esto que la administración Biden busca urdir un exceso de demanda, a pesar del riesgo de revivir la inflación.

Las inversiones en infraestructura y la transición verde también podrían ayudar a recuperar a los trabajadores de la construcción, al menos en los próximos años. Y la administración Biden probablemente llame a las políticas comerciales e industriales al rescate. Mientras que publicitó sus muchas diferencias marcadas con la administración Trump en la mayoría de las decisiones políticas, se ha mostrado notablemente tranquila en esta cuestión. La mayoría de los aranceles de Trump siguen en vigencia. Biden visiblemente quiere evitar que lo acusen de estar sacrificando empleos industriales en Estados Unidos en nombre de la globalización o la apertura económica.

¿Estas iniciativas serán suficientes? Tal vez alcancen para ganar las elecciones parlamentarias de mitad de mandato del año próximo y la elección presidencial en 2024. Pero la administración Biden todavía no ha propuesto una respuesta estructural a las alteraciones tecnológicas y la erosión de la ventaja comparativa de las economías avanzadas. Para “construir algo que dure por generaciones”, al Equipo Biden tendrá que ocurrírsele algo más.

(Jean Pisani-Ferry, a senior fellow at Brussels-based think tank Bruegel and a senior non-resident fellow at the Peterson Institute for International Economics, holds the Tommaso Padoa-Schioppa chair at the European University Institute)

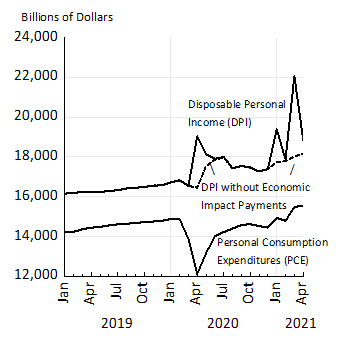
- El estímulo no funcionó, otra vez (Project Syndicate - **2/6/21**)

Stanford.- Entre marzo de 2020 y marzo de 2021, Estados Unidos promulgó tres paquetes fiscales para estimular la economía y apoyar a las empresas y los hogares luego del impacto económico causado por COVID-19. El presidente Donald Trump firmó la Ley de Ayuda, Alivio y Seguridad Económica para el Coronavirus (CARES) el 27 de marzo de 2020, y la Ley de Asignaciones Complementarias de Respuesta y Alivio del Coronavirus el 27 de diciembre, y estas fueron seguidas por el Plan de Rescate Estadounidense del presidente Joe Biden el 11 de marzo, 2021.

Con cada ronda de legislación, se pagaba un “pago de impacto económico” (EIP) a las personas a través de depósito directo, un cheque o con una tarjeta de débito prepaga especial, y en cada caso, la idea era que los fondos se gastaran en consumo para apoyar la demanda agregada y así estimular la economía en general. Los EIP venían en cantidades específicas en dólares que iban desde $ 600 a $ 1.400 para una persona y desde $ 1.200 a $ 2.800 para contribuyentes casados ​​hasta un cierto umbral de ingresos.

La justificación de estos pagos temporales se basó en la función de consumo keynesiana, según la cual un aumento en los ingresos aumenta el gasto y, por lo tanto, impulsa la economía. Pero puntos de vista alternativos, como la hipótesis del ingreso permanente que Milton Friedman articuló por primera vez en la década de 1950, sostienen que tales aumentos en el ingreso solo conducen a pequeños aumentos en el consumo, si es que lo hay, precisamente porque son temporales.

El gráfico a continuación muestra los efectos reales de los EIP en el ingreso personal disponible (DPI) y en los gastos de consumo personal (PCE) desde enero de 2019 hasta abril de 2021, según los últimos datos de la Oficina de Análisis Económico de EEUU los tres picos en DPI se deben y coinciden con los tres EIP, lo que indica que el DPI aumentó drásticamente cuando se realizó un EIP y luego retrocedió rápidamente a su nivel original cuando finalizaron los pagos. Estos fueron claramente incrementos temporales en los ingresos y se anunciaron como tales.



Ahora mire la línea PCE: no muestra ningún aumento en el momento de los tres EIP. La recuperación del consumo sigue la trayectoria del DPI más permanente sin los pagos (la línea discontinua). El “estímulo” adicional tuvo poco o ningún impacto en el consumo en los meses en los que hubo grandes aumentos en el DPI impulsado por el EIP: abril de 2020, enero de 2021 y marzo de 2021. La hipótesis de ingresos permanentes predice que una gran cantidad de los EIP temporales ahorrarse en lugar de gastarse en consumo y estimular la economía, y eso es precisamente lo que parece haber sucedido.

Si bien el gráfico ya es muy claro sobre el pequeño impacto de los EIP en el consumo, se puede confirmar aún más el hallazgo probando formalmente el impacto utilizando técnicas de regresión estadística. Aquí, se encuentra que el impacto de los EIP en el consumo fue estadísticamente insignificante, mientras que el de DPI excluyendo los pagos fue estadísticamente significativo.

Esta no es la primera vez que el gobierno de Estados Unidos intenta estimular la economía con inyecciones temporales de ingresos. Al igual que los EIP del año pasado, los pagos únicos de “bonificación” en la Ley de Estímulo Económico de 2008 aumentaron el DPI pero no tuvieron un efecto notable en el consumo y, por lo tanto, hicieron poco o nada para estimular la demanda agregada o la economía. Una vez más, un análisis de regresión muestra que el impacto de los descuentos en el consumo fue estadísticamente insignificante, mientras que el del DPI más permanente, excluyendo los descuentos, tuvo un efecto estadísticamente significativo.

En 2008, hubo un acuerdo general entre los economistas de que los pagos temporales no funcionarían como una fuente de estímulo. Después de ese experimento anterior, muchos economistas examinaron las políticas y demostraron que, de hecho, no hacían nada para estimular la economía. Estos hallazgos plantearon serias dudas sobre el uso de una política fiscal anticíclica discrecional temporal en la práctica. John F. Cogan, Volker Wieland y yo presentamos estos problemas en un comentario del Wall Street Journal de 2009 titulado “El estímulo no funcionó”.

No obstante, hubo un resurgimiento dramático del interés en precisamente la misma forma de estímulo tan pronto como llegó COVID-19. Los pagos de reembolsos han regresado con fuerza. Aunque ahora tienen un nuevo nombre, el patrón sigue siendo el mismo. Ya sea que se utilicen gráficos reveladores o técnicas formales de regresión, la evidencia empírica más actualizada que tenemos confirma el punto de vista presentado hace una década (o incluso hace décadas): los programas de estímulo temporal simplemente no aumentan el consumo ni estimulan la economía en general. .

(John B. Taylor, ex subsecretario del Tesoro de los Estados Unidos (2001-05), es profesor de economía en la Universidad de Stanford y miembro principal de la Hoover Institution. Es autor de Global Financial Warriors y coautor (con George P. Shultz) de Choose Economic Freedom)

- Buena inflación (Project Syndicate - **2/6/21**)

Princeton.- En respuesta a las preocupaciones recientes sobre el resurgimiento de la inflación, los legisladores estadounidenses niegan que exista alguna amenaza e insisten en que las expectativas están “bien ancladas”. Cualquier aumento reciente de los precios, argumentan, será temporal, debido a una escasez única que se resolverá cuando la vida vuelva a la normalidad después de la pandemia. No obstante, los participantes del mercado y los inversores están cada vez más obsesionados con el tema, y ​​los expertos están divididos con rencor, y algunos denuncian a aquellos con quienes no están de acuerdo como “cucarachas”.

Tal retórica sugiere la necesidad de dar un paso atrás y pensar en lo que se entiende por inflación y su opuesto, la deflación. No todas las inflaciones o deflaciones son iguales. Las caídas de precios (deflación) impulsadas por mejoras técnicas pueden ser buenas, como en el caso de los motores eléctricos o los tintes químicos a fines del siglo XIX, o de las computadoras (y muchos otros bienes de consumo electrónicos) durante los últimos 50 años. Estos no son el tipo de cambios de precios que conducen a incumplimientos y crisis de deuda al estilo de la Gran Depresión.

La misma distinción se aplica a la inflación. Puede haber “buenos” aumentos de precios, como en los casos en que los mercados necesitan una señal para producir una determinada respuesta. El aumento actual del precio de los chips de computadora refleja una escasez de suministro, lo que a su vez está restringiendo la producción de automóviles, refrigeradores y otros productos que dependen de estos componentes. Pero “Chipageddon” no es el fin del mundo. Más bien, les está dando a los productores de chips una señal clara para incrementar la producción y aumentar la oferta. Aquí, los aumentos de precios están cumpliendo un papel útil y podemos esperar que los precios de los chips bajen en el futuro.

O considere un escenario en el que se requiere una respuesta de mercado diferente. La rápida recuperación actual ha aumentado la demanda de transporte de mercancías, lo que ha hecho subir los precios del combustible y la energía. Además, la escasez de conductores de camiones y un ataque de ransomware en un importante oleoducto de la costa este han dejado las gasolineras vacías. Pero estas escaseces son el resultado de fallos temporales. No auguran una repetición de la crisis del petróleo de la década de 1970.

Lo que harán los precios más altos de la gasolina es una señal a los consumidores de que conviene reducir el consumo de combustible y la dependencia de los combustibles fósiles. Ese mensaje se alinea muy bien con un reconocimiento más amplio de que la economía necesita con urgencia alejarse de las fuentes de energía intensivas en carbono. Nuevamente, debemos permitir que los precios realicen su función adecuada de guiar el comportamiento de los consumidores y los planes de consumo futuros.

Estos fenómenos contemporáneos no representan el tipo de inflación que justificaría frenar la recuperación. Los precios más altos de las virutas y el combustible simplemente reflejan lo que los productores y consumidores deben hacer. Como instrumento de planificación impresionantemente eficaz, la señal del precio no es un indicador que deba suprimirse, del mismo modo que no se debe decir a los pacientes febriles que pongan sus termómetros en el frigorífico. La lectura de alta temperatura proporciona la información necesaria para recuperar la salud.

Históricamente, las grandes aceleraciones de la globalización a menudo han estado acompañadas de aumentos inflacionarios, cada uno de los cuales ha llevado a políticos y consumidores a buscar a los culpables. En las décadas de 1850 y 1960, el aumento de los precios se interpretó como una respuesta a los descubrimientos de oro o la innovación financiera tras el desarrollo de nuevos tipos de banca. En la década de 1970, la política monetaria estadounidense tuvo gran parte de la culpa, aunque algunos también señalaron la innovación financiera (un aumento de los préstamos bancarios internacionales) y el papel de los cárteles de los países productores.

Pero el hecho es que en ambos casos, los efectos de los precios ayudaron a desencadenar cambios de comportamiento que finalmente trajeron ganancias de eficiencia y precios más bajos (“buena deflación”). Por lo tanto, podría ser útil pensar en los aumentos de precios contemporáneos como ejemplos de “buena inflación”, en la medida en que representan el primer paso en un proceso útil y beneficioso.

Tal cambio de mentalidad requeriría apartarse del consenso de las décadas de 1990 y 2000, cuando las metas de inflación se convirtieron en el arma clave de los bancos centrales en la búsqueda de la estabilidad de precios. En todo el mundo, los gobiernos y los bancos centrales llegaron a la opinión común de que era deseable una tasa de inflación del 2%, o quizás del 2,5% (basada en un índice de precios al consumidor). En consecuencia, comenzaron a preocuparse cada vez que la tasa se movía incluso unos pocos puntos decimales por debajo (o por encima) de esa línea, generalmente sobre la base de historias de terror pasadas sobre una mala deflación (la Gran Depresión) o una mala inflación (como después de la guerras mundiales del siglo XX).

Este consenso de política monetaria era apropiado para un mundo estable en el que no había habido choques radicales durante muchos años. Uno de sus principales defensores, el entonces gobernador del Banco de Inglaterra, Mervyn King, describió bien la época cuando acuñó el acrónimo NICE: expansión continua no inflacionaria.

Pero ya no estamos en un mundo NICE. El mundo actual exige cambios drásticos en el comportamiento, y el mecanismo de precios es el instrumento más poderoso que tenemos para comunicar cómo deben responder las empresas y las personas. La pandemia ha acelerado drásticamente la adopción de tecnologías de la información y la comunicación, creando la necesidad de mayores inversiones para facilitar nuevos vínculos mundiales y garantizar la eficiencia y la equidad. También ha demostrado la importancia de la acción colectiva para superar problemas que son genuinamente globales, a saber, el cambio climático.

Cuando se esperan y se desean cambios radicales en los patrones de consumo de toda la sociedad, ya no es apropiado basar las respuestas de política en un índice de precios simple. Necesitamos desglosar los precios de una manera que se alinee con nuestros principios y prioridades compartidos. Por ejemplo, deberíamos considerar excluir del cálculo los precios de los bienes antisociales o indeseables, como los combustibles fósiles y los productos de tabaco. Y deberíamos pensar en otras métricas que nos ayuden a guiarnos en la medición de la eficiencia con la que las sociedades y los países están respondiendo a los desafíos definitorios de hoy.

(Harold James es profesor de Historia y Asuntos Internacionales en la Universidad de Princeton y miembro senior del Center for International Governance Innovation. Especialista en historia económica alemana y en globalización, es coautor de El euro y La batalla de las ideas, y autor de La creación y destrucción del valor: el ciclo de la globalización, Krupp: A History of the Legendary German Firm, hacer de la Unión Monetaria Europea, y la próxima la guerra de palabras)

- Las ansiedades más profundas de los halcones de la inflación (Project Syndicate - **3/6/21**)

Austin.- En un comentario reciente para The Washington Post, el exsecretario del Tesoro de EEUU, Lawrence H. Summers, afirmó que “el índice de precios al consumidor aumentó a una tasa anual del 7.5 por ciento” en el primer trimestre de 2021. No pude reproducir este número de el sitio web CPI-U de la Oficina de Estadísticas Laborales, que informa un aumento interanual (abril de 2020-abril de 2021) del 4,2%, impulsado en gran parte por un fuerte repunte del 49,6% en los precios de la gasolina desde su colapso pandémico. Cuando se excluyen los precios de los alimentos y la energía, la tasa de inflación durante el último año llega a solo el 3%.

“Las presiones inflacionarias están aumentando a partir del impulso en la demanda creado por los más de 2 billones de dólares en ahorros que los estadounidenses han acumulado durante la pandemia; de compras de deuda a gran escala de la Reserva Federal, junto con los pronósticos de la Fed de tasas de interés esencialmente cero en 2024; de aproximadamente $ 3 billones en estímulo fiscal aprobado por el Congreso; y de la subida de los precios de las acciones y de los inmuebles”.

Esta es una lógica extraña, comenzando con la conjetura de que los ahorros causan inflación. John Maynard Keynes argumentó lo contrario: el exceso de ahorro se retiene de la demanda, lo que genera desempleo. Y la propia escuela neoclásica de Summers normalmente sostiene que los ahorros altos son algo bueno, porque mantienen tasas de interés bajas y conducen a más inversiones comerciales. Hasta donde yo sé, ningún economista ha sugerido antes que los ahorros, como tales, causan inflación.

Del mismo modo, si bien es cierto que cuando la Fed compra deudas privadas no deseadas, principalmente de los bancos, los vendedores obtienen efectivo, protegiéndolos de las pérdidas que de otro modo podrían haber sufrido, esta protección no tiene conexión directa con sus hábitos crediticios. Como señaló el economista Hyman Minsky, los bancos otorgan préstamos cuando tienen clientes solventes. No prestan sus reservas, ni necesitan reservas para prestar.

Lo siguiente es la afirmación de que los pronósticos de la Fed de futuros tipos de interés bajos son inflacionarios. En realidad, el pronóstico de la tasa de interés de la Fed depende de su pronóstico de inflación, y su posición actual es que espera que las presiones sobre los precios sean transitorias y reaccionará subiendo las tasas si eso resulta ser incorrecto. Si la Fed estuviera de acuerdo con Summers sobre la inflación futura, lo habría dicho en su pronóstico de inflación; el pronóstico de la tasa de interés no tiene un papel independiente.

Summers luego señala los $ 3 billones de estímulo fiscal ya promulgados. Pero unos $ 2 billones de esto se almacenan en ahorros privados por ahora, por lo que este punto es redundante con el primero. Por último, menciona “el alza de los precios de las acciones y de las propiedades inmobiliarias”. Sin embargo, no escuchamos tales advertencias de él a fines de la década de 1990, cuando era secretario del Tesoro durante un auge masivo de las acciones. Y con razón: el boom no provocó un aumento de la inflación.

¿Qué está realmente en juego aquí? Es posible que Summers simplemente esté intentando revivir el antiguo concepto de curva de Phillips, que establece que, a medida que cae el desempleo, los salarios y, por lo tanto, los precios aumentan. Pero si este patrón existió alguna vez, desapareció hace 50 años, e incluso los economistas de pensamiento más lento abandonaron en gran medida la curva de Phillips a mediados de la década de 1990. Desde entonces, casi todos los nuevos empleos en Estados Unidos se han creado en los sectores de servicios, donde los mercados laborales “ajustados” tienen poco efecto sobre los salarios y ninguno sobre los precios al consumidor.

Además, los mercados laborales estadounidenses de hoy ni siquiera están cerca de ser ajustados. La relación entre el empleo y la población sigue estando al menos cuatro puntos porcentuales por debajo de la de hace un año, y parece estar aplanándose después de una fuerte recuperación. Eso significa que todavía hay alrededor de cinco millones de personas que estaban trabajando en 2019 pero no lo están hoy. Se desconocen las razones. Quizás los empleadores no los hayan querido de vuelta, o los trabajos que se ofrecen no son muy buenos. Tal vez regresen más adelante, este año o más adelante, cuando el colchón proporcionado por todos esos ahorros se agote.

Entonces, ¿qué está impulsando el miedo a la inflación de Summers? Cuando un economista de su estatura hace afirmaciones tan engañosas, uno solo puede preguntarse si no hay otra cosa en su mente.

Sin duda, existen algunos riesgos de precios reales. Uno de los más importantes es la especulación financiera: en petróleo, metales, madera para la construcción de viviendas, etc. No es raro que los agentes financieros suban los precios sacando estos productos del mercado al principio de un auge. (Los chinos lo saben y están tomando medidas enérgicas contra el acaparamiento de cobre y otros metales).

Otro riesgo surgiría si la Fed siguiera el consejo de los halcones de la inflación. Para la mayoría de las empresas, el interés es un costo como cualquier otro, y un aumento en ese costo se trasladaría, en parte, a los precios al consumidor. Es interesante que Summers no mencione ninguno de estos, lo que podría mitigarse con una estricta regulación del sector financiero y, por supuesto, no aumentando las tasas de interés.

Pero preocupaciones más profundas pueden acechar bajo la superficie del ensayo de Summers. Uno se refiere a los 2 billones de dólares en ahorros. A través de los pagos directos y el seguro de desempleo ampliado, una buena cantidad de esa suma se destinó a los hogares de la clase trabajadora, el primer gran cambio para muchas de esas familias en décadas. Tener algo de efectivo podría hacerlos menos propensos a pedir prestado y, por lo tanto, menos dependientes de los bancos. Los trabajadores podrían incluso esperar salarios más altos, creando la “escasez de mano de obra” de la que habla Summers (al menos temporalmente). De manera más general, cuando las personas tienen un pequeño colchón financiero, son más difíciles de mandar.

**Una segunda fuente de ansiedad se puede detectar en el llamado de Summers de “declaraciones claras de que Estados Unidos desea un dólar fuerte”. Ésta es la angustia secreta de los hombres del dinero fuerte, un grupo inseguro que se preocupa porque su posición en el tótem global podría no ser del todo segura. Quizás tengan razón. El mundo actual centrado en el dólar refleja las alineaciones de poder del período comprendido entre el final de la Segunda Guerra Mundial y el final de la Guerra Fría en 1989. Desde entonces, el poder de Estados Unidos se ha erosionado, lo que abre la posibilidad de que el sistema monetario mundial algún día cambie.**

**Es posible que eso no suceda pronto. Pero cuando llegue el momento, será el resultado de décadas de declive, de mejores estrategias aplicadas en otros lugares, de las heridas autoinfligidas de las épocas de Reagan, Clinton y Bush, del sacrificio de la base industrial de Estados Unidos en la década de 1980, de la fragilidad del orden global que surgió en la década de 1990 y la extralimitación militar de la década de 2000. Contra todo eso, unas pocas “declaraciones claras” no significarán mucho.**

(James K. Galbraith es profesor de gobierno y presidente de relaciones gubernamentales / comerciales en la Escuela de Asuntos Públicos Lyndon B. Johnson de la Universidad de Texas en Austin. De 1993 a 1997, se desempeñó como asesor técnico principal para la reforma macroeconómica de la Comisión de Planificación Estatal de China. Es el autor de Desigualdad: lo que todo el mundo necesita saber y bienvenido al cáliz envenenado: la destrucción de Grecia y el futuro de Europa)

- El arenque rojo de la inflación (Project Syndicate - **7/6/21**)

Nueva York.- Leves aumentos en la tasa de inflación en Estados Unidos y Europa han provocado ansiedad en los mercados financieros. ¿Se ha arriesgado la administración del presidente estadounidense Joe Biden a sobrecalentar la economía con su paquete de rescate de 1,9 billones de dólares y planes de gasto adicional para invertir en infraestructura, creación de empleo y apoyo a las familias estadounidenses?

Tales preocupaciones son prematuras, considerando la profunda incertidumbre que aún enfrentamos. Nunca antes habíamos experimentado una recesión inducida por una pandemia que presentara una recesión del sector de servicios desproporcionadamente pronunciada, aumentos sin precedentes en la desigualdad y tasas de ahorro vertiginosas. Nadie sabe siquiera si COVID-19 estará contenido en las economías avanzadas, y mucho menos a nivel mundial, ni cuándo. Al sopesar los riesgos, también debemos planificar todas las contingencias. En mi opinión, la administración Biden ha determinado correctamente que los riesgos de hacer muy poco superan con creces los riesgos de hacer demasiado.

Además, gran parte de la presión inflacionaria actual proviene de cuellos de botella del lado de la oferta a corto plazo, que son inevitables cuando se reinicia una economía que se ha cerrado temporalmente. No nos falta la capacidad global para construir automóviles o semiconductores; pero cuando todos los automóviles nuevos utilicen semiconductores y la demanda de automóviles esté sumida en la incertidumbre (como sucedió durante la pandemia), la producción de semiconductores se reducirá. En términos más generales, coordinar todos los insumos de producción en una economía global integrada compleja es una tarea enormemente difícil que generalmente damos por sentado porque las cosas funcionan muy bien y porque la mayoría de los ajustes están “en el margen”.

Ahora que se ha interrumpido el proceso normal, habrá contratiempos, que se traducirán en aumentos de precio para uno u otro producto. Pero no hay razón para creer que estos movimientos alimentarán las expectativas de inflación y, por lo tanto, generarán un impulso inflacionario, especialmente dado el exceso de capacidad general en todo el mundo. Vale la pena recordar cuán recientemente algunos de los que ahora advierten sobre la inflación por demanda excesiva hablaban de “estancamiento secular” nacido de una demanda agregada insuficiente (incluso a una tasa de interés cero).

En un país con desigualdades profundas y duraderas que han sido expuestas y exacerbadas por la pandemia, un mercado laboral ajustado es justo lo que recetó el médico. Cuando la demanda de mano de obra es fuerte, los salarios en el nivel más bajo aumentan y los grupos marginados ingresan al mercado laboral. Por supuesto, la rigidez exacta del mercado laboral estadounidense actual es un tema de debate, dados los informes de escasez de mano de obra a pesar de que el empleo se mantiene marcadamente por debajo de su nivel anterior a la crisis.

Los conservadores culpan de la situación a los excesivamente generosos beneficios del seguro de desempleo. Pero los estudios econométricos que comparan la oferta de mano de obra en los estados de EEUU sugieren que este tipo de efectos que desincentivan la mano de obra son limitados. Y en cualquier caso, los beneficios por desempleo ampliados terminarán en otoño, aunque los efectos económicos globales del virus persistirán.

En lugar de entrar en pánico por la inflación, deberíamos preocuparnos por lo que sucederá con la demanda agregada cuando se agoten los fondos proporcionados por los paquetes de ayuda fiscal. Muchos de los que se encuentran en la parte inferior de la distribución de ingresos y riqueza han acumulado grandes deudas, que incluyen, en algunos casos, más de un año de atrasos de alquiler, debido a las protecciones temporales contra el desalojo.

Es poco probable que la reducción del gasto de los hogares endeudados sea compensada por los que están en la parte superior, la mayoría de los cuales han acumulado ahorros durante la pandemia. Dado que el gasto en bienes de consumo duradero se mantuvo robusto durante los últimos 16 meses, parece probable que las personas acomodadas traten sus ahorros adicionales como lo harían con cualquier otra ganancia inesperada: como algo para invertir o gastar lentamente en el transcurso de muchos años. A menos que haya un nuevo gasto público, la economía podría volver a sufrir una demanda agregada insuficiente.

Además, incluso si las presiones inflacionarias se volvieran realmente preocupantes, tenemos herramientas para frenar la demanda (y su uso en realidad fortalecería las perspectivas de la economía a largo plazo). Para empezar, existe la política de tipos de interés de la Reserva Federal de EEUU. La última década de tipos de interés cercanos a cero no ha sido económicamente saludable. El valor de escasez del capital no es cero. Las bajas tasas de interés distorsionan los mercados de capitales al desencadenar una búsqueda de rendimiento que conduce a primas de riesgo excesivamente bajas. Volver a tipos de interés más normales sería algo bueno (aunque los ricos, que han sido los principales beneficiarios de esta era de tipos de interés superbajos, pueden estar de acuerdo).

Sin duda, algunos comentaristas miran la evaluación del balance de riesgos de la Fed y se preocupan de que no actúe cuando sea necesario. Pero creo que los pronunciamientos de la Fed han sido acertados, y confío en que su posición cambiará cuando lo haga la evidencia. El instinto de luchar contra la inflación está incrustado en el ADN de los banqueros centrales. Si no ven la inflación como el problema clave que enfrenta actualmente la economía, usted tampoco debería hacerlo.

La segunda herramienta son los aumentos de impuestos. Garantizar la salud a largo plazo de la economía requiere mucha más inversión pública, que habrá que pagar. La relación entre impuestos y PIB de EEUU es demasiado baja, especialmente dadas las enormes desigualdades de Estados Unidos. Existe una necesidad urgente de impuestos más progresivos, sin mencionar más impuestos ambientales para hacer frente a la crisis climática. Dicho esto, es perfectamente comprensible que haya dudas en promulgar nuevos impuestos mientras la economía permanece en un estado precario.

Deberíamos reconocer el actual “debate sobre la inflación” por lo que es: una pista falsa que están planteando aquellos que obstaculizarían los esfuerzos de la administración Biden para enfrentar algunos de los problemas más fundamentales de Estados Unidos. El éxito requerirá más gasto público. Estados Unidos tiene la suerte de contar finalmente con un liderazgo económico que no sucumbirá al miedo.

(Joseph E. Stiglitz, premio Nobel de economía y profesor universitario en la Universidad de Columbia, es ex economista jefe del Banco Mundial (1997-2000) y presidente del Consejo de Asesores Económicos del Presidente de EEUU, fue el autor principal de la publicación Clima del IPCC de 1995. Evaluación y copresidió la Comisión Internacional de Alto Nivel sobre Precios del Carbono)

- ¿El regreso de la amenaza financiera? (Project Syndicate - **9/6/21**)

Cambridge.- Después de la crisis financiera mundial de 2008, los gobiernos y los bancos centrales de las economías avanzadas prometieron que nunca más permitirían que el sistema bancario tomara como rehén a las políticas, y mucho menos amenazaría el bienestar económico y social. Trece años después, solo han cumplido parcialmente este compromiso. Otra parte de las finanzas ahora corre el riesgo de estropear lo que podría ser, de hecho, debe ser, una recuperación duradera, inclusiva y sostenible del horrible impacto del COVID-19.

La historia de la crisis de 2008 se ha contado muchas veces. Deslumbrado por la forma en que las innovaciones financieras, incluida la titulización, permitieron dividir y dividir el riesgo, el sector público dio un paso atrás para dar a las finanzas más espacio para hacer su magia. Algunos países fueron incluso más allá de adoptar un enfoque “ligero” para la regulación y supervisión bancaria, y compitieron duro para convertirse en centros bancarios globales más grandes, independientemente del tamaño de sus economías reales.

En todo esto, pasó desapercibido que las finanzas se encontraban en las garras de una peligrosa dinámica de rebasamiento previamente evidente con otras innovaciones importantes como la máquina de vapor y la fibra óptica. En cada caso, el acceso fácil y barato a actividades que anteriormente habían estado en gran parte fuera de los límites alimentó una exuberante primera ronda de sobreproducción y consumo excesivo.

Efectivamente, las fábricas de crédito y apalancamiento de Wall Street se aceleraron, inundando el mercado inmobiliario y otros sectores con nuevos productos financieros que tenían pocas garantías. Para garantizar una aceptación rápida, los prestamistas primero relajaron sus estándares, incluso ofreciendo hipotecas llamadas NINJA (sin ingresos, sin trabajo, sin activos) que no requerían documentación de solvencia por parte del prestatario, y luego se involucraron en operaciones descomunales entre ellos.

Cuando los gobiernos y los bancos centrales se dieron cuenta de lo que estaba pasando, ya era demasiado tarde. Para usar la frase del economista estadounidense Herbert Stein, lo que era insostenible resultó insostenible. La implosión financiera que siguió corría el riesgo de causar una depresión mundial y obligó a los responsables políticos a rescatar a aquellos cuyo comportamiento imprudente había creado el problema.

Sin duda, los responsables de la formulación de políticas también introdujeron medidas para “eliminar el riesgo” de los bancos. Aumentaron las reservas de capital, mejoraron la supervisión in situ y prohibieron determinadas actividades. Pero aunque los gobiernos y los bancos centrales lograron reducir los riesgos sistémicos que emanaban del sistema bancario, no lograron comprender ni monitorear lo suficientemente de cerca lo que sucedió con este riesgo.

En el evento, el vacío resultante pronto fue llenado por el sector no bancario todavía levemente supervisado y regulado. De esta forma, el sector financiero continuó creciendo de manera marcada, tanto en términos absolutos como en relación con las economías nacionales. Los bancos centrales tropezaron con una codependencia malsana con los mercados, perdiendo flexibilidad política y arriesgando la credibilidad a largo plazo que es fundamental para su eficacia. En el proceso, los activos bajo administración y la deuda de margen aumentaron a niveles récord, al igual que el endeudamiento y el balance de la Reserva Federal de EEUU.

Dadas las magnitudes involucradas, no es sorprendente que los bancos centrales, en particular, estén actuando con mucho cuidado en estos días, temerosos de perturbar los mercados financieros de una manera que socave la recuperación económica posterior a la pandemia. En una autopista del sector financiero donde demasiados participantes conducen demasiado rápido, algunos de forma imprudente, ya hemos tenido tres casi accidentes este año que involucran al mercado de deuda del gobierno, inversores minoristas que colocan fondos de cobertura en una esquina y una familia sobreapalancada que infligió pérdidas reportadas por $ 10 mil millones en un puñado de bancos. Gracias a alguna buena suerte, más que a las medidas oficiales de prevención de crisis, cada uno de estos eventos no provocó un gran choque en el sistema financiero en su conjunto.

La relación codependiente de larga evolución de los bancos centrales con el sector financiero parece haber llevado a los legisladores a creer que no tenían más remedio que aislar al sector de la dura realidad de la pandemia. Eso resultó en una desconexión aún más sorprendente entre Wall Street y Main Street, y dio un nuevo impulso preocupante a la desigualdad de la riqueza. En los 12 meses hasta abril de 2021, la riqueza combinada de los multimillonarios en la lista global anual de la revista Forbes aumentó en un récord de $ 5 billones, a $ 13 billones. Y la población mundial de multimillonarios creció en casi 700 con respecto al año anterior, alcanzando un máximo histórico de más de 2,700.

Los responsables de la formulación de políticas no serían prudentes si se limitaran a esperar lo mejor, es decir, un tipo de deus ex machina financiero en el que una recuperación económica fuerte y rápida redime el enorme aumento de la deuda, el apalancamiento y las valoraciones de los activos. En cambio, deberían actuar ahora para moderar la asunción excesiva de riesgos por parte del sector financiero. Esto debería incluir contener y reducir la deuda de margen; hacer cumplir criterios de idoneidad más estrictos en los agentes de bolsa; mejorar la evaluación, supervisión y regulación de las instituciones no bancarias; y reducir las ventajas fiscales de las ganancias de inversión actualmente favorecidas.

Estos pasos, tanto individuales como colectivos, no son en sí mismos una panacea para un problema persistente y creciente. Pero eso no es excusa para más demoras. Cuanto más tiempo permitan los responsables políticos que crezcan las dinámicas actuales, mayor será la amenaza para el bienestar económico y social, y mayor será el riesgo de que estalle otra crisis, injustamente y a pesar de una década de promesas, en el mismo sector que la última vez.

(Mohamed A. El-Erian, presidente del Queens 'College de la Universidad de Cambridge, es ex presidente del Consejo de Desarrollo Global del presidente estadounidense Barack Obama. Fue nombrado uno de los 100 mejores pensadores globales de Foreign Policy durante cuatro años consecutivos. Es autor de dos bestsellers del New York Times, incluido el más reciente The Only Game in Town: Central Banks, Instability y Avoiding the Next Collapse)

- Las brechas en la propuesta económica de Biden (Project Syndicate - **17/6/21**)

Londres.- Con su plan de gastar inmensas cantidades de dinero, el Presidente estadounidense Joe Biden se ha propuesto emular a Franklin D. Roosevelt, algo que este intentó evitar hasta el estallido de la Segunda Guerra Mundial. Eso amenaza con gatillar el tipo de inflación que arruinó las políticas económicas keynesianas en la década de 1970.

**Desde enero de 2021, la administración Biden ha gastado o ha prometido gastar $1,9 billones para alivio inmediato del COVID-19, $ 2,7 billones para apoyo a la inversión y las empresas, y $ 1,8 billones para bienestar y educación. Todo esto representa $6,4 billones, o cerca del 30% del PIB estadounidense. Los $ 1,9 billones ya destinados a gastos por el coronavirus se irán reduciendo, dejando $ 4,5 billones (o cerca del 20% del PIB) que gastar a lo largo de la próxima década.**

Este gasto se financiará en gran parte con compras de bonos de la Reserva Federal estadounidense, y después con alzas de impuestos. Pero, ¿será esto la mayor movilización de inversión pública de EEUU, o más bien un despilfarro inflacionario?

No lo sabemos todavía, porque no tenemos una manera precisa de medir la brecha de producción, es decir, la diferencia entre la producción real y potencial o, en pocas palabras, la holgura económica que se puede absorber antes de que los precios comiencen a subir. El Fondo Monetario Internacional predice que la economía estadounidense estará creciendo por sobre su potencial para fines de este año y que las economías europeas lo harán cerca de su potencial. Eso significa que habrá inflación más temprano que tarde y que se deben revertir las finanzas basadas en déficits.

Frente a esta visión estática está la creencia -o la esperanza- de que los programas de inversión estatales aumenten la producción potencial de la economía estadounidense, y así pueda haber un mayor crecimiento no inflacionario. Gran parte de la propuesta económica de Biden (o Bidenomics) gira en torno a la mejora de la productividad de la fuerza laboral mediante la educación y la formación. Pero ese es un programa de largo plazo. En el corto plazo, los llamados “cuellos de botella” del lado de la oferta podrían generar inflación. Así, hay un riesgo palpable de que una agenda excesivamente ambiciosa dé pie a abruptos retrocesos de políticas, una inflación renovada y mucha desilusión.

Hay disponible un curso de acción más estable, pero la administración Biden ha hecho caso omiso de dos sugerencias radicales que le facilitarían mucho las cosas. La primera es una garantía laboral federal. Expresado sucintamente, el gobierno debería garantizar un empleo a todo aquel que no pueda encontrarlo en el sector privado, a una tarifa fija por hora no inferior al salario mínimo nacional.

Un plan así tiene varias ventajas, de las cuales dos son clave. Primero, una garantía laboral federal eliminaría la necesidad de calcular las brechas de producción, ya que apuntaría no a la demanda futura de producción sino a la demanda actual de trabajo. Esto a su vez subraya una definición clara y sin ambigüedades de lo que es el pleno empleo: que todos quienes estén listos, dispuestos y capaces de trabajar tengan un empleo remunerado a una tarifa salarial dada. Según este criterio, en la actualidad existe en los Estados Unidos un nivel importante de subempleo, lo que incluye a las personas que se han retirado del mercado laboral o trabajan menos de lo que desean.

Segundo, la garantía laboral funciona como un amortiguador del mercado de trabajo que se amplía y contrae automáticamente con el ciclo de negocios. La Ley Humphrey-Hawkins de 1978 -que nunca fue implementada- “autorizaba” al gobierno a crear “reservorios de empleo público” para equilibrar las fluctuaciones en el gasto privado.

Estos reservorios se vaciarían y llenarían automáticamente a medida que creciera y disminuyera la economía privada, creando un estabilizador mucho más potente que el seguro de desempleo. Como señala Pavlina R. Tcherneva del Bard College, una garantía laboral “sigue estabilizando el crecimiento económico y los precios, mediante un conjunto de personas empleadas con un propósito más que un ejército de desempleados de reserva”. No entra en juego ningún “manejo” del ciclo de negocios, con sus riesgos políticos tan bien conocidos.

La segunda idea radical es el plan de libre comercio compensado del economista Vladimir Masch. Hasta ahora, Estados Unidos ha perdido millones de empleos en el sector manufacturero este milenio, en gran parte debido a la tercerización de la producción a mercados laborales más baratos en Asia. La contraparte de esto ha sido un déficit de cuenta corriente estructural del 5% del PIB en promedio.

Uno de los principales objetivos de la administración Biden es reconstruir la capacidad manufacturera estadounidense. Si bien el COVID-19 ha impulsado en todos los países en desindustrialización la noción de sentido común de que deben reservar las adquisiciones “esenciales” para el sector manufacturero nacional, las iniciativas de “Fabricado en EEUU” de Biden recuerdan al “Estados Unidos primero” de su antecesor Donald Trump. Pero el plan de Biden de reequilibrar el comercio estadounidense mediante subsidios tributarios, acuerdos de comercio y acuerdos internacionales, en lugar de aranceles e insultos, sigue siendo vago y poco convincente.

En un mundo de segundas mejores opciones, el plan de Masch ofrece la manera más rápida y elegante para que Biden logre el equilibrio comercial que se propone. El principio básico es sencillo: todo gobierno en posición de hacerlo debería fijar unilateralmente un techo a su déficit comercial general, y limitar el valor de las importaciones permitidas de cada socio comercial de manera correspondiente.

Por ejemplo, China, que representa cerca de $ 300 mil millones del actual déficit comercial de EEUU -la mitad del total- podría quedar limitada en sus exportaciones anuales hacia Estados Unidos a un valor equivalente a $ 200 mil millones. Si exportara más, podría pagar una multa equivalente al exceso sobre su cuota o enfrentar una prohibición a las mismas.

Masch argumenta que el comercio libre compensado “estimularía un regreso a los Estados Unidos de empresas y empleos tercerizados”. También evitaría automáticamente las guerras comerciales, ya que “todo intento por parte del país con superávit de reducir el valor de sus importaciones desde EEUU disminuiría automáticamente el valor de sus exportaciones permitidas”.

Las autoridades que busquen estimular la economía deben prestar más atención que los keynesianos del pasado a evitar la inflación y asegurarse de que la creación de empleos en el país no tenga como contraparte una fuga de la capacidad productiva hacia el exterior. La administración Biden no tendrá más opción que aprender estas lecciones. Si es sensata, favorecerá el pleno empleo y la capacidad manufacturera necesaria para alcanzarlo por sobre la austeridad y el comercio sin trabas.

(Robert Skidelsky, a member of the British House of Lords, is Professor Emeritus of Political Economy at Warwick University. The author of a three-volume biography of John Maynard Keynes, he began his political career in the Labour party, became the Conservative Party’s spokesman for Treasury affairs in the House of Lords, and was eventually forced out of the Conservative Party for his opposition to NATO’s intervention in Kosovo in 1999)

- Atención con la creciente deuda pública de Estados Unidos (Project Syndicate - **23/6/21**)

Stanford.- Estados Unidos necesita controlar su creciente deuda nacional. Pero el presidente norteamericano, Joe Biden, parece ansioso por hacer justamente lo contrario. Los riesgos son demasiado grandes como pare ser ignorados.

Luego de la crisis financiera de 2008, el presidente Barack Obama tuvo los déficits presupuestarios más grandes que cualquier otro presidente desde la Segunda Guerra Mundial (ajustando los efectos de ingresos y gastos automáticos del ciclo comercial). Su sucesor, Donald Trump, lo sobrepasó.

Biden planea superar a ambos. Mientras que la deuda federal bruta de Estados Unidos hoy representa el 107% del PIB -un récord post-Segunda Guerra Mundial-, el presupuesto de la administración Biden para 2022 hace que el país tenga por lejos los déficits más grandes en tiempos de paz.

Obviamente, respaldo las políticas para mitigar la penuria económica de corto plazo causada por una crisis como la pandemia del COVID-19 y para ayudar a impulsar la recuperación, siempre y cuando el costo a largo plazo sea razonable. Pero los planes de gasto de Biden no cumplen con esa condición. Por el contrario, crearán enormes déficits que persistirán mucho después de que la economía vuelva a estar en una situación de pleno empleo.

Para los cinco años fiscales de 2022 a 2026, la administración Biden tendría déficits del 5,9% del PIB, en promedio. Ese nivel se alcanzó sólo una vez entre 1947 y 2008 -en 1983, cuando la tasa de desempleo promedio estaba por encima del 10%-. Pero las proyecciones de la administración colocan el desempleo en 4,1% en 2022 y en 3,8% de 2023 en adelante.

Biden sostiene que sus propuestas sólo incrementarán modestamente la deuda pública (que va a crecer de todos modos, debido principalmente al gasto cada vez mayor en Seguridad Social y Medicare). Pero hay buenas razones para creer lo contrario.

Por empezar, la administración Biden espera compensar el mayor gasto aumentando los impuestos corporativos y de plusvalías. Pero es poco probable que estas alzas impositivas sean aprobadas, tal como fueron propuestas, por un Senado estadounidense dividido en partes iguales. Asimismo, estos impuestos afectan particularmente el crecimiento, de modo que, si se implementa alguna versión de ellos, la administración Biden probablemente descubrirá que sus proyecciones de ingresos eran excesivamente optimistas.

Las propuestas de gasto de Biden también incluyen varios beneficios costosos, como una mejor atención domiciliaria para las personas mayores y con discapacidades, pre-escolaridad gratuita universal y dos años gratuitos de colegio comunitario para adultos jóvenes. La historia sugiere que estos programas probablemente se vuelvan permanentes, con costos que crecerán mucho más que las proyecciones.

Mientras tanto, aun cuando China y Rusia fortalecen sus ejércitos, Biden le ha asignado una prioridad más baja al gasto de defensa, con un incremento que no mantiene el ritmo de la inflación. En el presupuesto de su administración, el gasto de defensa caerá a su porcentaje más bajo del PIB desde antes de la Segunda Guerra Mundial.

Algunos sostienen que Estados Unidos no tiene nada de qué preocuparse. Los déficits supuestamente no importan mucho cuando una economía se endeuda en su propia moneda; la Reserva Federal de Estados Unidos sólo necesita comprar la deuda del Tesoro. Y con las tasas de endeudamiento del gobierno más bajas que la tasa de crecimiento proyectada, la deuda se puede prorrogar eternamente. El financiamiento del déficit termina no teniendo costo.

Estas argumentaciones ameritan un escepticismo considerable. Los motivos están resaltados en documentos técnicos recientes escritos por mí, mi colega de la Hoover Institution John Cochrane, Greg Mankiw y Laurence Ball (de la Universidad de Harvard y de la Universidad Johns Hopkins, respectivamente) y Larry Kotlikoff de la Universidad de Boston, con sus co-autores.

Históricamente, las grandes acumulaciones de deuda normalmente acarreaban problemas serios: un crecimiento lento, un repunte inflacionario, una crisis financiera o las tres cosas. No podemos asegurar qué problemas ocurrirán o qué ratio de deuda-PIB será una señal de problemas para qué países. Y Estados Unidos efectivamente tiene la ventaja de emitir la principal moneda de reserva del mundo. Pero los riesgos de inflación están en aumento –una tendencia que un mayor gasto financiado con déficit no hará más que acelerar.

Una deuda más alta también hace crecer la tentación de atizar la inflación, particularmente si una buena parte de ella está en manos de extranjeros. La presunción extremadamente simplista de que los deudores son ricos y los acreedores son pobres probablemente refuerce esta tentación, especialmente en un clima político en el que muchos políticos y votantes apoyan las políticas impositivas y otras medidas que apuntan a los ricos.

Otro problema es que una mayor deuda pública en definitiva hará subir las tasas de interés, lo que iría en detrimento de la inversión y afectaría el crecimiento potencial de la economía. La Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO por su sigla en inglés) espera que los bonos del Tesoro a diez años aumenten antes y más rápido que el presupuesto de Biden.

Si bien es poco probable que haya cambios en las tasas de interés en el corto plazo, la realidad es que los mercados financieros y los pronosticadores oficiales y privados muchas veces no han sabido anticiparlos -por ejemplo, durante la inflación de los años 1970 y la desinflación de comienzos de los años 1980-. Después de 2008, todos subestimaron profundamente cuánto tiempo la Fed mantendría sus tasas de interés objetivo en cero.

Tarde o temprano, habrá otra crisis. Si el gobierno de Estados Unidos sigue expandiendo su deuda ahora, la falta de capacidad fiscal podría afectar sus respuestas políticas cuando la economía realmente necesite respaldo. Mientras tanto, el diluvio de deuda de las economías avanzadas hace que a los países pobres con capacidad de deuda limitada les resulte más difícil responder de manera adecuada a la crisis del COVID-19, lo que agrava la tragedia humana.

A pesar de todo esto, el argumento de que Estados Unidos puede financiar sus deudas sin costo alguno es generalizado, y alienta a las autoridades electas a desestimar la disciplina fiscal. Esto plantea el riesgo de que la administración Biden no sólo gaste demasiado; en realidad, dilapidará dinero al financiar proyectos con retornos bajos -o incluso negativos- como hizo la administración Obama con su “estímulo” de 2009.

El contenido de las propuestas de gasto de Biden no es alentador en este plano. Consideremos el Plan de Empleos Estadounidenses de 2 billones de dólares. Se lo presentó como un “proyecto de ley de infraestructura”, pero sólo un pequeño porcentaje del gasto que incluye estaría destinado a infraestructura tradicional. Y aun así, la CBO estima una tasa de retorno de la mitad de la inversión del sector privado que quedará desplazada.

En el corto plazo, un sólido crecimiento económico podría proteger a la administración Biden de las consecuencias de su gasto imprudente. Pero si sus pronósticos de crecimiento mediocre de largo plazo resultan certeros –o, peor aún, resultan optimistas-, todos nosotros, incluido el Sr. Biden, podemos llegar a lamentarlo.

(Michael J. Boskin is Professor of Economics at Stanford University and Senior Fellow at the Hoover Institution. He was Chairman of George H.W. Bush’s Council of Economic Advisers from 1989 to 1993, and headed the so-called Boskin Commission, a congressional advisory body that highlighted errors in official US inflation estimates)

- Roubini advierte sobre la inflación: ve un “colapso” si la Fed cambia las tasas demasiado pronto (El Economista - **25/6/21**)

El aumento de la inflación está creando un enigma para la Reserva Federal, advirtió el miércoles el famoso economista Nouriel Roubini, y agregó que los aumentos de precios persistirán y potencialmente atarán las manos del banco central.

Con el aumento de la demanda, los cuellos de botella resultantes de la oferta y la mano de obra están provocando la caída de los precios. Aunque la Fed insiste en que los efectos son “transitorios”, Roubini, también conocido como “Dr. Doom” por sus sombrías predicciones económicas, advirtió de que el banco central no podrá ajustar la política monetaria para frenar el sobrecalentado crecimiento económico.

“Estoy del lado de aquellos que creen que el aumento de la inflación no será temporal, será más persistente”, dijo Roubini a Yahoo Finance Live el miércoles. “Tenemos un estímulo monetario y fiscal masivo, mucho más grande y más prolongado de lo que teníamos después de la crisis financiera mundial”, agregó el economista.

El experto también señaló una serie de factores como cuellos de botella en la cadena de suministro, demanda reprimida de ahorros estimados en al menos 2 billones de dólares, restricciones para contratar trabajadores y empresas que aumentan los salarios para atraer trabajadores.

Además, Corporate America advirtió sobre que los costes de los insumos están aumentando, junto con los saltos en los precios de las materias primas, los precios de las viviendas y los precios de los alimentos.

“Las expectativas de inflación están aumentando, el dólar se está debilitando y eso implica inflación importada y un mayor precio en dólares de las materias primas. Y la Fed quiere sobrepasar el 2% con el riesgo de la expectativa de inflación en curso”, agregó Roubini.

El economista señaló que las políticas se están volviendo pro-laboristas, pro-trabajadores, pro-sindicatos porque ha habido un aumento masivo en la desigualdad de ingresos y riqueza.

El estímulo federal masivo está fuertemente sesgado hacia los trabajadores y “las personas que se han quedado atrás pero de alguna manera eso se suma al problema del aumento de los precios. Así que vamos a terminar con una alta inflación y una espiral de precios y salarios con el tiempo”, explicó Roubini.

- ¿Se está quemando de nuevo la Fed? (Project Syndicate - **25/6/21**)

Stanford.- Hace cincuenta años, el 22 de junio de 1971, el presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos, Arthur Burns, escribió un memorando al presidente Richard Nixon que vivirá en la infamia. La inflación se estaba recuperando y Burns quería que la Casa Blanca entendiera que el aumento de los precios no se debió a la política monetaria ni a ninguna acción que la Fed hubiera tomado bajo su liderazgo. El problema, más bien, era que “la estructura de la economía (había) cambiado profundamente”. En consecuencia, Burns estaba escribiendo para recomendar “una política de precios y salarios sólida”:

“Ya les he esbozado un posible camino para tal política - jawboning enfático y agudo, seguido de una junta de revisión de precios y salarios (preferiblemente a través de la instrumentalidad del Comité del Gabinete de Política Económica); y en caso de éxito insuficiente (que ahora es más probable de lo que hubiera sido hace uno o dos años), seguido, quizás a más tardar el próximo enero, por una congelación de salarios y precios de seis meses”.

Quizás debido a la reputación de Burns como un erudito de renombre (fue el maestro de Milton Friedman) y su larga experiencia como formulador de políticas, el memorando convenció a Nixon de proceder con una congelación de salarios y precios, y de continuar con una política de salarios y precios, controles de precios y directrices para toda la economía. Durante un tiempo después de que se implementó la congelación, los controles y las pautas parecían estar funcionando. Incluso fueron políticamente populares durante un breve período. La inflación bajó un poco y la congelación fue seguida por controles más obligatorios que requerían que las empresas obtuvieran permiso de una comisión para cambiar los salarios y los precios.

Pero la naturaleza intrusiva del sistema comenzó a afectar a las personas y la economía porque cada aumento de precios tenía que ser aprobado por una burocracia del gobierno federal. Además, pronto se hizo evidente que los controles e intervenciones gubernamentales estaban empeorando las cosas.

Haciendo caso omiso de su responsabilidad de mantener baja la inflación, la Reserva Federal había comenzado a permitir que la oferta monetaria aumentara más rápido, con la tasa de crecimiento anual de M2 (una medida de efectivo, depósitos y activos altamente líquidos) promediando el 10% en la década de 1970, frente al 7% en los años 1960. Esto agravó el impacto de los choques petroleros de la década en el nivel de precios, y la tasa de inflación se disparó a dos dígitos, subiendo por encima del 12% tres veces (primero en 1974 y luego nuevamente en 1979 y 1980), mientras que la tasa de desempleo aumentó de 5.9% en junio de 1971 al 9% en 1975.

Como sabemos ahora, el desempeño de la economía estadounidense en la década de 1970 fue muy deficiente debido, al menos en parte, a las políticas monetarias de esa época. Fue entonces cuando se acuñó la palabra “estanflación” para describir una extraña mezcla de inflación creciente y crecimiento económico estancado. Como James A. Dorn del Instituto Cato recientemente contó, de Nixon “control de precios pasó a distorsionar los precios de mercado” y se recuerdan con razón, como una advertencia. “No debemos olvidar que la pérdida de la libertad económica es un alto precio a pagar por una falsa promesa de acabar con la inflación suprimiendo las fuerzas del mercado” (el énfasis es mío).

Da la casualidad de que Choose Economic Freedom es el título de un libro que publiqué el año pasado con George P. Shultz, quien falleció en febrero a la edad de 100 años. Schultz había ganado décadas de sabiduría y experiencia como diplomático y legislador, sirviendo como director de presupuesto de la administración de Nixon cuando Burns escribió su audaz memorando. En un apéndice de nuestro libro, incluimos el texto completo de ese documento, porque solo se había descubierto recientemente en los archivos de la Institución Hoover. Ahora debería reconocerse como lectura obligatoria para cualquiera que busque comprender la historia reciente de la formulación de políticas económicas en Estados Unidos.

El memorando de Burns es un ejemplo perfecto de cómo las malas ideas conducen a malas políticas, que a su vez conducen a malos resultados económicos. A pesar de la extraordinaria reputación de Burns, su memorando transmitió una serie de recomendaciones políticas terribles. Al culpar de todo a supuestos defectos estructurales que supuestamente afligen a toda la economía, el peor efecto del memo fue eludir la responsabilidad de la Fed de controlar la inflación, a pesar de que era claramente responsable del aumento del nivel de precios.

Del mismo modo, las buenas ideas conducen a una buena política y un buen desempeño económico. Como Schultz y yo mostramos, este fue ciertamente el caso en la década de 1980. La Fed se reafirmó como parte de una reforma económica más amplia y la economía experimentó un boom.

El mensaje de esta experiencia histórica, y muchos otros ejemplos en los Estados Unidos y en otros lugares, debe ser muy claro. Y si bien la historia nunca se repite, a menudo rima, así que considere dónde estamos a mediados de 2021: la inflación está repuntando y la Fed una vez más afirma que no es responsable de ese desarrollo. En cambio, los funcionarios de la Fed argumentan que el aumento de precios de hoy simplemente refleja el rebote de la baja inflación del año pasado.

Peor aún, la política de la Fed es incluso más intervencionista ahora que en la época de Burns. Su balance se ha disparado debido a las compras masivas de bonos del Tesoro y valores respaldados por hipotecas, y la tasa de crecimiento de M2 ​​ha aumentado considerablemente durante el año pasado. La tasa de interés de los fondos federales es ahora más baja de lo que prácticamente cualquier regla o estrategia de política monetaria probada sugiere que debería ser, incluidas las que se enumeran en la página 48 del Informe de política monetaria de febrero de 2021 de la Fed.

No es demasiado tarde para aprender de los errores del pasado y convertir la política monetaria en la esclava de una recuperación sostenida de la pandemia. Pero el tiempo se está acabando.

(John B. Taylor, ex subsecretario del Tesoro de los Estados Unidos (2001-05), es profesor de economía en la Universidad de Stanford y miembro principal de la Hoover Institution. Es autor de Global Financial Warriors y coautor (con George P. Shultz) de Choose Economic Freedom)

- El-Erian advierte: la Fed infravalora el alza de los precios y se juega otra recesión (El Economista - **28/6/21**)

En su última reunión, la Reserva Federal dejó claro que espera que las presiones inflacionarias de reduzcan en los próximos meses, cuando se normalicen los desequilibrios provocados por la pandemia en los mercados, y cuando se caigan de las comparaciones interanuales los momentos de deflación profunda de los peores meses de la crisis. Pero para Mohamed El-Erian, el principal asesor económico de Allianz, la confianza de la Fed es exagerada, y la inflación pude salirse del control del banco central y desatar otra recesión.

“Me preocupa la historia de la inflación”, dijo El-Erian este lunes en una entrevista en la cadena CNBC. “Todos los días veo pruebas de que la inflación no es transitoria, y me preocupa que la Fed se esté quedando atrás y que tenga que ponerse al día, y la historia da señales preocupantes si acabamos en un mundo en el que la Fed tenga que recuperar terreno perdido”.

Si eso ocurre, es posible que el gestor monetario tenga que subir las tasas de interés y endurecer la política monetaria antes de lo que quisiera. “Normalmente, las recesiones ocurren cuando tienes que frenar bruscamente en lugar de levantar lentamente el pie del acelerador, que es lo que creemos que va a suceder”, dijo El-Erian.

EEUU está aún en recesión técnica, según la Oficina Federal de Investigaciones Económicas del país norteamericano. El PIB real aún no ha recuperado los niveles de febrero de 2020 en su última actualización, aunque es casi seguro que lo consiga en cuando salgan los datos del segundo trimestre de este año.

Sin embargo, una inflación desbocada ha frustrado otras recuperaciones en el pasado, y los datos recientes dan señales contradictorias. El indicador favorito de la Fed, el índice de precios al consumo personal, excluyendo los sectores alimentario y energético, subió en mayo un 3,4% respecto al año anterior, el nivel más alto desde 1992, muy por encima del objetivo del 2% del banco central. Mientras, el IPC normal ha subido un 5%, y el de precios al productor se ha disparado un 6,6%, algo que no se veía en EEUU desde hace décadas.

Aun así, la Fed está tranquila porque la mayor parte de las alzas se concentran en sectores muy relacionados con la recuperación económica: precios de coches usados, tarifas aéreas, precios de hoteles, restauración y similares.

Pero el El-Erian no cree que la complacencia de la Fed sea lo correcto, incluso si a los mercados financieros no parece importarles. “Si uno se fija de verdad en las cifras de la inflación, empieza a tener serias dudas sobre cuán transitoria es en realidad”, dijo El-Erian. “Pero mientras la Fed insista en que es algo temporal, pues eso es lo que le importa a los mercados”.

- La inminente crisis de la deuda estanflacionaria (Project Syndicate - **30/6/21**)

Nueva York.- En abril, advertí que las políticas monetarias y fiscales extremadamente flexibles de hoy, cuando se combinan con una serie de choques de oferta negativos, podrían resultar en una estanflación al estilo de la década de 1970 (alta inflación junto con una recesión). De hecho, el riesgo hoy es aún mayor que entonces.

Después de todo, los coeficientes de endeudamiento en las economías avanzadas y la mayoría de los mercados emergentes fueron mucho más bajos en la década de 1970, razón por la cual la estanflación no se ha asociado históricamente con crisis de deuda. En todo caso, la inflación inesperada en la década de 1970 eliminó el valor real de las deudas nominales a tasas fijas, reduciendo así la carga de la deuda pública de muchas economías avanzadas.

Por el contrario, durante la crisis financiera de 2007-08, los elevados coeficientes de endeudamiento (público y privado) provocaron una grave crisis de endeudamiento, a medida que estallaban las burbujas inmobiliarias, pero la recesión resultante condujo a una inflación baja, sino a una deflación absoluta. Debido a la contracción del crédito, se produjo un shock macroeconómico en la demanda agregada, mientras que los riesgos actuales se encuentran en el lado de la oferta.

Por lo tanto, nos quedamos con lo peor tanto de la estanflacionaria de los setenta como del período 2007-2010. Los coeficientes de endeudamiento son mucho más altos que en la década de 1970, y una combinación de políticas económicas flexibles y choques de oferta negativos amenaza con impulsar la inflación en lugar de la deflación, preparando el escenario para la madre de las crisis de deuda estanflacionarias en los próximos años.

Por ahora, las políticas monetarias y fiscales laxas continuarán alimentando burbujas de activos y crédito, lo que provocará un choque de trenes en cámara lenta. **Las señales de advertencia ya son evidentes en las altas relaciones precio-ganancias de hoy, las primas de riesgo de acciones bajas, los activos de vivienda y tecnología inflados, y la exuberancia irracional que rodea a las empresas de adquisición con fines especiales (SPAC), el sector de las criptomonedas, la deuda corporativa de alto rendimiento, Obligaciones de préstamos garantizados, capital privado, acciones de meme y comercio minorista descontrolado**. En algún momento, este auge culminará en un momento de Minsky (una pérdida repentina de confianza), y las políticas monetarias más estrictas desencadenarán una quiebra y un colapso.

Pero mientras tanto, las mismas políticas flexibles que están alimentando las burbujas de activos continuarán impulsando la inflación de los precios al consumidor, creando las condiciones para la estanflación cada vez que lleguen los próximos choques negativos de oferta. Tales conmociones podrían derivarse de un proteccionismo renovado; envejecimiento demográfico en economías avanzadas y emergentes; restricciones de inmigración en economías avanzadas; la reubicación de la manufactura a regiones de alto costo; o la balcanización de las cadenas de suministro globales.

En términos más generales, la disociación chino-estadounidense amenaza con fragmentar la economía global en un momento en que el cambio climático y la pandemia de COVID-19 están empujando a los gobiernos nacionales hacia una autosuficiencia más profunda. Agregue a esto el impacto en la producción de ataques cibernéticos cada vez más frecuentes en la infraestructura crítica y la reacción social y política contra la desigualdad, y la receta para la disrupción macroeconómica está completa.

Para empeorar las cosas, los bancos centrales han perdido efectivamente su independencia, porque no se les ha dado otra opción que monetizar déficits fiscales masivos para prevenir una crisis de deuda. Con las deudas públicas y privadas que se han disparado, están en una trampa de deuda. A medida que aumente la inflación en los próximos años, los bancos centrales se enfrentarán a un dilema. Si comienzan a eliminar gradualmente las políticas no convencionales y aumentan las tasas de interés para combatir la inflación, se arriesgarán a desencadenar una crisis de deuda masiva y una recesión severa; pero si mantienen una política monetaria flexible, se arriesgarán a una inflación de dos dígitos y una estanflación profunda cuando surjan los próximos choques negativos de oferta.

Pero incluso en el segundo escenario, los responsables de la formulación de políticas no podrían evitar una crisis de deuda. Si bien la deuda pública nominal a tasa fija en las economías avanzadas puede eliminarse en parte por una inflación inesperada (como sucedió en la década de 1970), las deudas de los mercados emergentes denominadas en moneda extranjera no lo serían. Muchos de estos gobiernos necesitarían incumplir y reestructurar sus deudas.

Al mismo tiempo, las deudas privadas en las economías avanzadas se volverían insostenibles (como sucedió después de la crisis financiera mundial) y sus diferenciales en relación con los bonos gubernamentales más seguros se dispararían, lo que desencadenaría una reacción en cadena de incumplimientos. Las corporaciones altamente apalancadas y sus imprudentes acreedores bancarios en la sombra serían los primeros en caer, seguidos pronto por los hogares endeudados y los bancos que los financiaron.

Sin duda, los costos reales de endeudamiento a largo plazo pueden descender inicialmente si la inflación aumenta inesperadamente y los bancos centrales todavía están por detrás de la curva. Pero, con el tiempo, estos costos se verán incrementados por tres factores. En primer lugar, el aumento de las deudas públicas y privadas ampliará los diferenciales de tipos de interés privados y soberanos. En segundo lugar, el aumento de la inflación y la profundización de la incertidumbre elevarán las primas de riesgo de inflación. Y, tercero, un índice de miseria en aumento, la suma de la inflación y la tasa de desempleo, eventualmente exigirá un “Momento Volcker”.

Cuando el ex presidente de la Fed, Paul Volcker, subió las tasas para hacer frente a la inflación en 1980-82, el resultado fue una grave recesión de doble caída en Estados Unidos y una crisis de deuda y una década perdida para América Latina. Pero ahora que los índices de deuda global son casi tres veces más altos que a principios de la década de 1970, cualquier política antiinflacionaria conduciría a una depresión, en lugar de una recesión severa.

En estas condiciones, los bancos centrales serán condenados si lo hacen y condenados si no lo hacen, y muchos gobiernos serán semi-insolventes y, por lo tanto, no podrán rescatar a bancos, corporaciones y hogares. El ciclo fatal de los soberanos y los bancos en la eurozona después de la crisis financiera mundial se repetirá en todo el mundo, absorbiendo también a los hogares, las corporaciones y los bancos en la sombra.

**Tal como están las cosas, este choque de trenes en cámara lenta parece inevitable**. El reciente giro de la Fed de una postura ultra-moderada a una mayoritariamente moderada no cambia nada. La Fed ha estado en una trampa de deuda al menos desde diciembre de 2018, cuando una caída del mercado de valores y crédito la obligó a revertir su política de endurecimiento un año completo antes de que golpeara el COVID-19. Con la inflación en aumento y los shocks estanflacionarios que se avecinan, ahora está aún más atrapada.

También lo son el Banco Central Europeo, el Banco de Japón y el Banco de Inglaterra. La estanflación de la década de 1970 pronto se encontrará con la crisis de la deuda del período posterior a 2008. La pregunta no es si, sino cuándo.

(Nouriel Roubini, presidente de Roubini Macro Associates, es un ex economista senior de asuntos internacionales en el Consejo de Asesores Económicos de la Casa Blanca durante la administración Clinton. Ha trabajado para el Fondo Monetario Internacional, la Reserva Federal de los Estados Unidos y el Banco Mundial, y fue profesor de economía en la Stern School of Business de la Universidad de Nueva York. Su sitio web es NourielRoubini.com, y es el anfitrión de NourielToday.com)

- La mejor respuesta a las crisis (Project Syndicate - **1/7/21**)

Washington, DC.- Si un meteoro golpea la Tierra, ocurre un desastre natural importante u ocurre cualquier otro impacto de dimensiones previamente imprevistas, ¿cómo deberían responder los responsables de las políticas económicas? Hay dos alternativas plausibles: centrarse en ayudar al sector financiero, en la línea de lo que se hizo en 2008-09, o ir lo más grande posible para ayudar a todos los que necesitan ayuda, como se hizo en 2020-21. Si bien la respuesta a la crisis de 2008 fue mejor que muchas alternativas, lo que se logró en 2020 debería convertirse en nuestro punto de referencia para enfrentar los cataclismos sistémicos.

La próxima vez, sin embargo, debemos hacerlo aún mejor en términos de ayudar a las personas en el extremo inferior de la distribución de ingresos. Esto requiere importantes inversiones en infraestructura social que realmente deberían comenzar hoy.

Tras la crisis financiera mundial de 2008, el consenso entre los responsables políticos de Estados Unidos y Europa fue que las medidas de rescate deberían centrarse en ayudar a prevenir la quiebra en el sector financiero. Esto significó proporcionar capital social adicional en condiciones ventajosas e intentar impulsar los precios de los activos tanto como fuera posible. La cantidad de apoyo brindado directamente a los propietarios de viviendas y a los desempleados fue pequeña en comparación, y tampoco se tuvo en cuenta a las empresas no financieras (restaurantes, tiendas, hoteles, etc.) que fueron sorprendidas por el desastre.

En 2020, las cosas fueron diferentes. El sistema financiero también estaba en peligro, pero esta vez había mucho más apetito político para ayudar a personas inocentes fuera de las finanzas.

Por supuesto, la mayoría de las personas que pierden sus trabajos o sufren pérdidas de ingresos en cualquier recesión económica deben considerarse espectadores inocentes. Pero los formuladores de políticas económicas convencionalmente consideran que tales pérdidas son normales o inevitables, o incluso, en el último eufemismo engañoso, una parte necesaria de la “destrucción creativa”.

Tenga en cuenta que las personas que se encuentran en el extremo superior de la escala de ingresos rara vez sufren tales pérdidas. Algunos podrían ir a la quiebra, pero en general es probable que las personas más educadas y prósperas mantengan sus puestos o encuentren un nuevo trabajo y se recuperen más rápido una vez que la economía dé un vuelco. Las personas ricas con mucho dinero, es decir, dinero en efectivo en la mano, a menudo obtienen buenos resultados en las recesiones, porque pueden comprar activos a bajo precio.

Como dijo el ex presidente de los Estados Unidos, Donald Trump, en 2006 sobre un posible colapso en los precios de la vivienda, “Espero que eso suceda porque entonces la gente como yo entraría y compraría”. Cuando Hillary Clinton lo presionó sobre este punto en 2016, en un debate presidencial, Trump respondió: “Por cierto, eso se llama negocios”.

Sin embargo, lo que aprendimos en la crisis del COVID-19 es que no tiene por qué ser así. Al proporcionar un seguro de desempleo generoso (en relación con los niveles históricos) y otras formas de apoyo (como la protección contra el desalojo), el gobierno pudo mantener a las personas alojadas y alimentadas, y evitar una espiral descendente en los precios de los activos, la riqueza y las perspectivas.

De hecho, los precios de los activos se han mantenido notablemente elevados durante los últimos 18 meses. La riqueza total de los estadounidenses aumentó en 13,5 billones de dólares en 2020, en parte debido al auge de los precios de las acciones, pero en gran parte porque los precios de la vivienda han aumentado en lugar de caer.

A los multimillonarios les fue bien en 2020, al igual que lo hicieron después de 2008. La diferencia esta vez es que los hogares comunes estaban mejor protegidos.

Por supuesto, el sistema de apoyo público resultó estar lejos de ser perfecto. Ha sido demasiado difícil poner dinero en efectivo en manos de las personas que lo necesitan, incluidos los trabajadores del sector de servicios con salarios más bajos. Las pequeñas empresas que solicitan ayuda han tenido que sortear un trámite burocrático oneroso. Y el acceso a los recursos de salud pública se ha mantenido extremadamente desigual.

Sabemos cómo solucionar estos problemas. Crear una moneda digital del banco central que permita la provisión directa de fondos a las personas, en las circunstancias adecuadas. Utilice la última tecnología para comprender las necesidades financieras de las empresas que se ven afectadas por un impacto imprevisible. Y asegúrese de que todos tengan acceso rutinario a atención médica de calidad (que es la mejor manera de generar confianza en los médicos, de modo que las personas escuchen su orientación cuando sea importante, por ejemplo, en el tema de las vacunas).

La buena noticia es que el Congreso de los Estados Unidos se está moviendo en esta dirección en sus planes de inversión en nueva infraestructura. El último consenso aparentemente incluye financiamiento para ampliar el acceso a la banda ancha.

Habrá impactos en el futuro y no hay razón para pensar que serán más pequeños que los que están en la memoria viva de la mayoría de las personas. En los últimos 30 años, el Muro de Berlín cayó, China se levantó, los terroristas atacaron a los EEUU, el mercado de la vivienda estalló y una pandemia mundial cerró casi todo.

Podemos y debemos prepararnos para todos los choques específicos que podamos imaginar. Pero cada una de esas interrupciones importantes fue considerada por la mayoría de la gente, y todos los políticos que importaban, como un evento de baja probabilidad.

Pero a estas alturas, deberíamos saberlo mejor. La mejor manera de prepararse para lo imprevisible es ayudar a las personas a vivir vidas más saludables y prósperas en los buenos tiempos, y ofrecer la mayor ayuda posible a todos los que la necesiten cuando vuelvan los malos tiempos.

(Simon Johnson, ex economista jefe del Fondo Monetario Internacional, es profesor de la Sloan School of Management del MIT y copresidente de la COVID-19 Policy Alliance. Es coautor, con Jonathan Gruber, de Jump-Starting America: How Breakthrough Science Can Revive Economic Growth and the American Dream, y coautor, con James Kwak, de 13 bankers: The Wall Street Takeover y The Next Financial Derretimiento)

- El consejo adecuado para la recuperación pandémica (Project Syndicate - **1/7/21**)

New Haven.- El año pasado perdí a mi maestro, amigo y colega de investigación más valioso, y el mundo perdió a un brillante economista. Richard Cooper era uno de mis supervisores cuando estaba cursando mi doctorado, en Yale. Como candidato a doctorado, me beneficié de un verdadero “equipo de ensueño” de economistas, cada uno de los cuales enriqueció enormemente mi vida y mi trabajo. James Tobin me empujó hacia conocimientos profundos y creativos con relevancia empírica. Edmund Phelps agudizó mis habilidades analíticas. Y Cooper se aseguró de que aplicara mis ideas a la formulación de políticas, para que tuvieran un impacto en el mundo real. Por eso, estaré eternamente agradecido.

Cooper dio el ejemplo: su trabajo examinó la interdependencia de las políticas económicas de los países. Desarrolló sus ideas principalmente dentro del marco keynesiano, en el que la política fiscal es la principal herramienta de política, y mostró cómo la coordinación internacional cuidadosamente planificada de las políticas fiscales mejoraría los resultados para todos.

En particular, Cooper desarrolló la “teoría de la locomotora”, según la cual Estados Unidos, Alemania y Japón, las tres “locomotoras”, “tirarían” del tren económico mundial hacia la seguridad después de una recesión en la década de 1970. La teoría se puso en práctica en la cumbre del G7 en 1978.

Inspirado por el trabajo de Cooper, propuse un enfoque similar para la política monetaria, basándose en el enfoque monetario de Harry Johnson para la balanza de pagos, donde las políticas de los bancos centrales son las herramientas y las metas de inflación son los objetivos rectores. Dada la interdependencia del sistema monetario mundial, que entonces operaba bajo un régimen de tipos de cambio fijos, la coordinación de políticas entre los países era esencial para mantener la estabilidad.

Después del colapso del sistema de Bretton Woods en 1971, este enfoque ya no era apropiado, como señalaron Jeffrey Sachs y otros. Bajo un sistema global basado en tipos de cambio flexibles, un enfoque de laissez-faire para la política monetaria era el correcto.

Sin embargo, incluso sin la necesidad de coordinación, la política macroeconómica siguió siendo interdependiente, con una diferencia crucial. Con tipos de cambio fijos, un aumento del estímulo macroeconómico en un país requeriría una reducción del estímulo en sus principales socios comerciales. Por el contrario, con tipos de cambio flexibles, la expansión monetaria en un país debería enfrentarse a la expansión monetaria en otros, aunque en menor escala que en el primer país.

Esta es una sabiduría que Japón no pudo internalizar. Después de que el banco de inversión estadounidense Lehman Brothers colapsara en 2008, desencadenando una crisis financiera mundial, Estados Unidos, el Reino Unido y la eurozona expandieron enormemente sus bases monetarias, una política que debilitó sus respectivas monedas.

Pero el Banco de Japón, bajo el gobernador Masaaki Shirakawa, no logró expandir su base monetaria en línea con sus contrapartes. Como resultado, el yen se apreció significativamente y Japón sufrió una recesión económica mucho más aguda que los países en el epicentro de la crisis. Jeffrey Frankel ha advertido precisamente sobre este tipo de “confusión de coordinación”.

Luego, en 2013, el entonces primer ministro Shinzo Abe nombró a Haruhiko Kuroda como nuevo gobernador del BOJ. Kuroda implementó una expansión cuantitativa (QE) agresiva, como sus contrapartes en los otros bancos centrales de economías avanzadas, y la economía japonesa comenzó a recuperarse. Entre 2012 y el comienzo de la pandemia de COVID-19, la economía de Japón agregó alrededor de cinco millones de nuevos empleos. (En un comentario de 2014, Cooper y su coautor, Richard Dobbs, elogiaron este enfoque y señalaron que “si los bancos centrales no hubieran actuado de manera decisiva para inyectar liquidez en sus economías, el mundo podría haber enfrentado un resultado mucho peor”, antes de instar a los países para prepararse para el final, o la continuación, de la QE).

Después de 2016, el vínculo entre la base monetaria de Japón y el tipo de cambio del yen (en relación con el dólar estadounidense), capturado en el llamado Gráfico de Soros, se rompió y el efecto de la expansión monetaria del BOJ se debilitó. Pero la regla de la interdependencia de la política monetaria en un sistema de tipo de cambio flexible se mantuvo sin cambios, y Japón había aprendido la lección. Entonces, durante la pandemia, cuando EEUU intensificó nuevamente la expansión monetaria, el BOJ hizo lo mismo, expandiendo significativamente la base monetaria de Japón.

Sin duda, en medio de tipos de interés ultrabajos e incluso negativos, el vínculo entre las bases monetarias y los tipos de cambio sigue deteriorado, por lo que la expansión monetaria por sí sola no será suficiente para lograr una recuperación económica sólida y sostenida. Pero la expansión era esencial para garantizar que Japón no se quedara atrás.

El desafío ahora es diseñar una estrategia de recuperación que reconozca las implicaciones de la interdependencia económica mundial actual. Dicha estrategia debe reconocer que esta era de estancamiento secular ha desdibujado la división entre política monetaria y fiscal. Además, debe tener en cuenta el hecho de que, aunque los tipos de cambio son flexibles, los objetivos de inflación comunes entre las principales economías limitan la escala probable de fluctuaciones monetarias.

Esto significa que, mientras no haya un repunte importante de la inflación, los bancos centrales harían bien en mantener su política monetaria expansiva, pero con el objetivo de respaldar intervenciones de política fiscal efectivas y coordinadas. En otras palabras, el mundo necesita seguir el consejo de Cooper.

(Koichi Hamada, profesor emérito de la Universidad de Yale, fue asesor especial del ex primer ministro japonés Shinzo Abe)

- Ataque de los zombis del COVID (Project Syndicate - **2/7/21**)

Chicago.- En tanto las economías occidentales van saliendo de la crisis del COVID-19, los bancos y los gobiernos enfrentan un nuevo problema: cómo lidiar con los muertos vivientes corporativos. Pero un plan innovador centrado en los trabajadores podría ofrecer una posible solución.

Tanto en Estados Unidos como en la Unión Europea, las quiebras corporativas han caído durante los 15 meses de la pandemia, a pesar de la profunda recesión que generó. Esa caída es producto de la ampliación por parte de los gobiernos de los países ricos -en su deseo entendible de atenuar el golpe económico de la pandemia- de todas las redes de seguridad posibles para las empresas. Muchas veces, sin embargo, lo hicieron sin ni siquiera intentar separar a aquellas que tenían buenas perspectivas económicas de las que no las tenían.

Como resultado de ello, el proceso de selección natural del sector empresario se ha debilitado precisamente cuando el COVID-19 ha acelerado muchas tendencias preexistentes, aumentado el porcentaje de empresas que deberían considerarse zombis. Pero los responsables de las políticas ahora deben ocuparse del mayor impacto económico de sustentar a empresas inviables.

Los gobiernos claramente no pueden discontinuar de repente todos los subsidios a las empresas. Durante la pandemia, muchas empresas que en otras circunstancias estarían en una situación saludable han acumulado mucha deuda. Someterlas a todas de pronto a una disciplina de mercado rígida resultaría en una cantidad muy grande de quiebras innecesarias.

Asimismo, el impacto económico y financiero de una interrupción inmediata de la ayuda sería un suicidio político para cualquier gobierno electo. El shock negativo del PIB tendría efectos serios tanto en el desempleo como en las finanzas públicas, y las pérdidas que una ola de quiebras les ocasionaría a los prestadores debilitaría aún más los balances de los bancos. El resultado casi certero sería un descontento masivo de los votantes, garantizando prácticamente la pérdida del gobierno en la próxima elección.

Al mismo tiempo, los responsables de las políticas no pueden seguir ayudando a todas las firmas zombis. Esa asistencia tendría grandes costos fiscales y lentificaría el crecimiento de la productividad que los gobiernos occidentales necesitan desesperadamente para solucionar muchos de sus problemas fiscales y políticos. Los cambios producidos por la pandemia exigen empresas nuevas e innovadoras. Pero será difícil que esas empresas entren al mercado y crezcan si desperdiciamos tantos recursos físicos, humanos y financieros en mantener vivas a empresas zombis.

Separar a los vivos corporativos de los muertos corporativos no es fácil aún en tiempos normales: de eso se trata justamente el arte de la banca. Y mientras que distinguir entre empresas saludables e inviables es complicado para el sector privado en tiempos propicios, es particularmente difícil hacerlo ahora, cuando todavía existe un alto grado de incertidumbre sobre el mundo post-pandemia que tenemos por delante. Pero el sector privado puede al menos utilizar incentivos de manera agresiva para capturar información difusa. Esto es prohibitivamente difícil para una agencia de gobierno, especialmente una agencia que carezca de la necesaria experiencia acumulada.

Ésta es una nueva versión de un viejo problema explorado muy especialmente por Friedrich Hayek. Como demostró Hayek, la distribución de conocimiento en la sociedad es difusa y a cualquier gobierno le resulta difícil obtenerlo sin sesgos.

Ahora bien, existe una manera posible de resolver esta dificultad. Si uno quiere evaluar la calidad de un alumno, no hay una métrica más reveladora que preguntarles a sus compañeros de clase. Quienes estudian día tras día con un compañero pueden apreciar mejor su talento. De la misma manera, nadie puede medir mejor la calidad de una empresa que sus propios empleados. Por lo tanto, para descartar a las empresas zombis, los gobiernos deberían empezar por condicionar cualquier subsidio a una empresa a la aprobación de la mayoría de sus trabajadores.

El problema es que, a diferencia de los compañeros de clase, los empleados tienen un incentivo para mentir. Si la empresa quebrara, ellos perderían sus empleos. Como respaldar a su empresa no les cuesta nada, la mayoría probablemente sobreestimará sus perspectivas futuras.

Pero este problema se puede resolver fácilmente con incentivos apropiados. En un plan de estas características, si una mayoría de trabajadores votara a favor de liquidar la empresa de inmediato, sus empleados recibirían beneficios de desempleo por más tiempo. Si votaran para seguir adelante, el gobierno inyectaría algo de efectivo para que la compañía fuera viable. Pero si luego la empresa quebrara, la cobertura de desempleo de los trabajadores se vería recortada sustancialmente -posiblemente a cero.

Los trabajadores que no ven futuro para su empresa preferirían el período más largo de protección social. Por otro lado, quienes piensan que su empresa tiene futuro no la pondrían en peligro votando para liquidarla.

Si se lo calibra adecuadamente, un plan de esta naturaleza podría separar a las empresas zombis de las firmas que serían saludables si no estuvieran afectadas por los efectos de la pandemia. Esto se conseguiría haciendo explícito el costo de los subsidios: más apoyo hoy implica que los gobiernos pueden tener menos capacidad fiscal para ayudar a los trabajadores mañana.

Por último, pero no menos importante, este sistema empoderaría a los trabajadores. Muy a menudo, los empresarios y los gerentes usan la amenaza de despidos masivos para obtener grandes subsidios no garantizados. Esta vez, los trabajadores deberían poder decidir si esta asistencia está justificada.

(Luigi Zingales is Professor of Finance at the University of Chicago and co-host of the podcast Capitalisn’t)

- Banca central, rápida y lenta (Project Syndicate - **6/7/21**)

Cambridge.- Las discusiones de política económica en la eurozona, el Reino Unido y los Estados Unidos giran cada vez más en torno a la cuestión de cuándo y con qué rapidez los bancos centrales deberían retirar las medidas de súper estímulo implementadas el año pasado en respuesta a la pandemia de COVID-19.

No hay respuestas fáciles. Ambas partes de la pregunta exigen juicios finamente equilibrados para dar cuenta de las incertidumbres que siguen en juego. Los cambios de política de los principales bancos centrales pueden tener implicaciones de gran alcance para el bienestar económico y financiero, afectando no solo a los directamente involucrados, sino también a los muchos países que terminarán “importando” los efectos de las decisiones.

Una forma sencilla de enmarcar el debate es pensar en un viaje por carretera. En el automóvil hay dos grupos que coinciden en tres cosas: el “destino” es lograr un crecimiento económico elevado, duradero, inclusivo y sostenible; la ruta para llegar está lejos de ser recta; y el coche tiene un buen impulso hacia adelante.

Después de eso, los dos bandos discrepan. Un grupo cree que gran parte del viaje restante será cuesta arriba y, por lo tanto, no está demasiado preocupado por las curvas del camino. Preferiría mantener el pie en el acelerador, con el pedal a fondo, para que el vehículo no desacelere o se detenga.

Los otros pasajeros anticipan un viaje cuesta abajo con muchas curvas traicioneras. Con el vehículo ganando velocidad, este grupo preferiría soltar el acelerador y evitar el riesgo de un repentino “giro económico del freno de mano”, como dijo recientemente Andy Haldane, ex economista jefe del Banco de Inglaterra.

El hecho de que suba o baje depende principalmente de su evaluación de tres problemas actuales: el mercado laboral, el aumento de la inflación y el riesgo de no poder recuperarse rápidamente en caso de un error de política.

El gran enigma del mercado laboral es que, a pesar de la demanda masiva, el mercado laboral no puede hacer coincidir a los trabajadores desempleados con los puestos de trabajo. La situación es particularmente dura en Estados Unidos. Si bien los datos de la Encuesta de puestos de trabajo y rotación laboral de abril (el más reciente disponible) muestran que hay un número récord de puestos de trabajo en los EEUU (más de nueve millones), la participación en la fuerza laboral sigue siendo obstinadamente baja y el desempleo alto, en comparación con antes -niveles pandémicos.

Para explicar esta brecha, algunos señalan factores temporales y reversibles, como el cierre de escuelas, el aumento de las prestaciones del seguro de desempleo y el cuidado infantil insuficiente, mientras que otros se preocupan por problemas a más largo plazo, como una propensión alterada al trabajo y desajustes de habilidades. En cualquier caso, es probable que el persistente mal funcionamiento del mercado laboral, en particular la lucha de los empleadores por encontrar empleados, conduzca a un mayor crecimiento salarial, una posibilidad que alimenta la preocupación por el segundo tema.

¿Qué tan “transitoria” es la inflación actual? El campo del pedal al metal tiene una convicción sorprendentemente fuerte de que el repunte actual de la inflación se revertirá drásticamente. A medida que avanza el año, esperan que los efectos de base desaparezcan junto con los desajustes de oferta y demanda.

Otros, incluyéndome a mí, no están tan seguros debido a la probabilidad de que se produzcan cuellos de botella de suministro persistentes, cambios en las cadenas de suministro y desafíos duraderos de gestión de inventario. Probablemente necesitemos muchos más meses de datos antes de poder ofrecer evaluaciones convincentes de estas variables.

Mientras tanto, los responsables de la formulación de políticas deben ser conscientes de los riesgos asociados con cualquier curso de acción, incluida la inacción. Ante tal incertidumbre, conviene preguntarse no solo qué podría salir mal, sino también cuáles serían las consecuencias de un error de política. En las condiciones actuales, un paso en falso podría tener efectos de largo alcance y duraderos.

Aquellos que están a favor de una continuación de las políticas monetarias de pedal hasta el metal argumentan que los banqueros centrales todavía tienen herramientas para superar la inflación en caso de que persista. Pero como los que descienden rápidamente señalan, esas herramientas se han vuelto cada vez más ineficaces y difíciles de calibrar. Como tal, un banco central que se queda atrás puede verse obligado a frenar bruscamente, arriesgándose a una recesión económica e inestabilidad del mercado financiero. El riesgo de inacción (o inercia) en este caso puede ser mayor que el de actuar temprano.

En el debate político actual, este marco de toma de decisiones ofrece la mayor claridad en los bordes. Por ejemplo, existe un caso convincente para que la Reserva Federal de EEUU comience a soltar el pie del acelerador. El crecimiento económico es boyante, la política fiscal también es extremadamente expansiva, y tanto las empresas como los hogares tienen ahorros acumulados significativos que ahora gastarán hacia abajo. Las condiciones ahora están maduras para que la Fed comience a reducir, gradual y cuidadosamente, su programa de compra de bonos de su tasa actual de $ 120 mil millones por mes.

Sin embargo, el Banco Central Europeo se encuentra en una posición diferente. Si bien el crecimiento de la eurozona se está recuperando, el nivel de apoyo fiscal no es tan fuerte como en EEUU y la recuperación del sector privado no está tan avanzada.

El caso más difícil de llamar es el del Reino Unido. Con el crecimiento, el apoyo fiscal y las perspectivas del sector privado más finamente equilibradas, no es de extrañar que dos banqueros centrales muy respetados, Haldane y el gobernador del BOE, Andrew Bailey, se encuentren en lados opuestos del debate este mes.

Otros banqueros centrales de todo el mundo pueden sentirse tentados a pensar que son simplemente espectadores de todo esto. No son. La Fed, el BCE y el BOE son de importancia sistémica: sus acciones a menudo tienen efectos secundarios significativos (tanto positivos como negativos) en la economía mundial.

Como tal, los banqueros centrales de otros lugares deberían realizar sus propios análisis de escenarios y formular planes de respuesta adecuados. No hay nada de malo en esperar que tres bancos centrales de importancia sistémica lleguen a su destino sin problemas. Pero el viaje está lejos de terminar y el riesgo de que alguien resbale no es despreciable.

(Mohamed A. El-Erian, presidente del Queens 'College de la Universidad de Cambridge, es ex presidente del Consejo de Desarrollo Global del presidente estadounidense Barack Obama. Fue nombrado uno de los 100 mejores pensadores globales de Foreign Policy durante cuatro años consecutivos. Es autor de dos bestsellers del New York Times, incluido el más reciente The Only Game in Town: Central Banks, Instability y Avoiding the Next Collapse)

- El riesgo de inflación real (Project Syndicate - **6/7/21**)

Cambridge.- Con la tasa de inflación anual en los Estados Unidos que alcanzó el 5% en mayo, los economistas e inversores tienen razón en estar preocupados por el gasto deficitario, la deuda pública y el riesgo de un crecimiento sostenido de los precios, que es más alto ahora de lo que ha sido durante casi cuatro décadas. Pero sería un error responder a estas preocupaciones poniendo freno a la economía.

No, el gobierno no puede pedir prestado y gastar todo lo que quiera sin pagar ningún costo, como algunos progresistas nos quieren hacer creer. Pero quienes están preocupados por la inflación tampoco pueden ignorar el problema más profundo que aflige a Estados Unidos: una profunda polarización política, acompañada de una erosión de la confianza en el gobierno. Una rápida recuperación económica, encabezada por políticas públicas que fomenten el empleo y el crecimiento salarial, es la mejor oportunidad que tiene Estados Unidos para restaurar la confianza en el gobierno y en la democracia. El riesgo real que surge de la inflación es que nos distraiga de este tema fundamental.

Sin duda, no existe una fórmula mágica contra la disfunción política. Es comprensible que algunos comentaristas estén preocupados de que Estados Unidos ya haya llegado a un punto sin retorno. Después de todo, la mayoría de los republicanos se aferran a la falsa creencia de que Donald Trump ganó las elecciones de 2020 y, según algunas estimaciones, el 15% de la población estadounidense es partidaria de la teoría de la conspiración pro-Trump QAnon. Estas cifras apuntan a un camino difícil por delante. Pero debemos recordar que la gente tiende a confiar más en la democracia cuando cumple sus promesas de estabilidad, prosperidad compartida y medidas efectivas para combatir la pobreza.

Por ejemplo, quienes crecen en democracias estables donde hay un rápido crecimiento económico y servicios públicos adecuados tienen muchas más probabilidades de oponerse a autócratas y tecnócratas irresponsables. Del mismo modo, los períodos de estancamiento económico y una desigualdad creciente tienden a alimentar la polarización y la pérdida de la confianza del público, como ha sucedido en Estados Unidos y muchos otros países del mundo en las últimas décadas.

La economía de los Estados Unidos solía crear buenos empleos, con salarios decentes, niveles razonables de seguridad y oportunidades de desarrollo profesional, para trabajadores de todo tipo de orígenes y con todo tipo de habilidades. Durante 35 años después de la Segunda Guerra Mundial, los trabajadores tanto en la parte inferior como en la parte superior de la distribución del ingreso se beneficiaron del sólido crecimiento del empleo y los rápidos aumentos salariales. Pero esta era llegó a su fin en la década de 1980, cuando los salarios medios se estancaron y la desigualdad comenzó a aumentar. En lugar de disfrutar de aumentos salariales, los hombres sin título universitario comenzaron a experimentar fuertes caídas en las opciones laborales y los ingresos reales (ajustados a la inflación).

Los estadounidenses que han estado experimentando descensos salariales y oportunidades menguantes están sobrerrepresentados entre los que se trasladan a los márgenes extremistas de la política estadounidense. Si cree que la economía no está funcionando y no puede funcionar para usted, es comprensible que simpatice con los políticos oportunistas y las figuras de los medios de comunicación que piden que se desmantele un sistema “amañado”.

Por supuesto, los problemas económicos no son los únicos responsables del lamentable estado de la política estadounidense. El Partido Republicano también ha jugado un papel enorme en la disfunción. Comenzando con la “estrategia sureña” de Richard Nixon, que buscaba capitalizar la reacción de los blancos contra la agenda de derechos civiles de los demócratas de los años 60, el Partido Republicano decidió que la polarización era una buena política. Cuanto más ha cambiado el partido para representar a votantes blancos sin educación universitaria (una proporción cada vez menor de la población), más ha tenido que depender de la supresión de votantes y otras tácticas antidemocráticas para mantener su posición, una tendencia que ha alcanzó su punto máximo con Trump.

Pero el Partido Demócrata no está exento de culpa. Los banqueros de Wall Street que causaron la crisis financiera de 2008 fueron rescatados no solo por George W. Bush sino también por Barack Obama. Fue la administración Obama la que finalmente decidió ayudar a los bancos y los banqueros a toda costa, y que luego optó por no procesar a ninguno de los culpables. Se confirmaron las sospechas de los votantes sobre una relación demasiado acogedora entre el gobierno y las finanzas, lo que aceleró la pérdida de confianza en las instituciones y proporcionó muchas municiones a quienes ya se inclinaban a considerar al gobierno como el problema, no como la solución.

Si este diagnóstico es correcto, el primer paso para revertir la disfunción política de Estados Unidos es demostrar que tanto la economía como el gobierno pueden funcionar para todos. La generación de empleos y crecimiento salarial para los estadounidenses de todos los orígenes y habilidades debe ser una de las principales prioridades. Si bien podríamos concentrarnos simplemente en expandir el tamaño del pastel económico general y luego redistribuirlo, es poco probable que esa estrategia deje a los votantes sintiéndose comprometidos con el sistema. Permitir que las personas contribuyan de manera significativa a la economía y la sociedad es una manera mucho mejor de hacerlas participar.

Si se considera que el gasto en infraestructura, las políticas fiscales y monetarias expansivas, las mejoras de las redes de seguridad, las inversiones generadoras de empleo y otras medidas oficiales forman parte de una recuperación sólida, eso respaldará aún más la idea de que el gobierno aún funciona. La confianza en las instituciones estatales no puede restaurarse simplemente ensalzando sus virtudes en abstracto. Los ciudadanos deben ver y experimentar los beneficios que se derivan del funcionamiento eficaz de las instituciones.

¿Se puede rescatar la democracia estadounidense mediante una recuperación económica bien elaborada? No hay garantía. La economía estadounidense ha descuidado a los trabajadores sin títulos universitarios (y cada vez más a los trabajadores con títulos universitarios también) y ha satisfecho las necesidades de las grandes corporaciones durante tanto tiempo que puede ser demasiado tarde para cambiar de rumbo ahora. Con la América corporativa canalizando la inversión en tecnologías para automatizar trabajos, vigilar a los trabajadores y reducir los salarios, la difícil situación del trabajador estadounidense promedio puede continuar profundizándose.

También podría ser demasiado tarde para revertir la polarización tóxica que ha dividido a la sociedad estadounidense. La mayoría de los partidarios acérrimos de Trump ya han demostrado que no cambiarán de opinión bajo ninguna circunstancia.

De todos modos, hacer que la economía vuelva a funcionar ofrece la mejor oportunidad para rescatar la democracia estadounidense. El riesgo de una inflación un poco más alta no es motivo para desperdiciar la oportunidad.

(Daron Acemoglu, profesor de economía en el MIT, es coautor (con James A. Robinson) de Why Nations Fail: The Origins of Power, Prosperity and Poverty y The Narrow Corridor: States, Societies, and the Fate of Liberty)

- Los peligros globales del aumento de la inflación en EEUU (Project Syndicate - **9/7/21**)

Nueva York.- A medida que la inflación de EEUU continúa acelerándose, con los precios al consumidor aumentando un 5% interanual en mayo, no es solo la Reserva Federal de EEUU la que debe permanecer alerta. Los responsables de la formulación de políticas de todo el mundo, y en particular de las economías vulnerables, también deben prepararse para la posibilidad de que las tasas de interés estadounidenses suban más rápido y antes de lo que predicen la mayoría de los pronósticos.

Después de todo, la Fed ha elevado significativamente sus previsiones de inflación durante los últimos 12 meses. En su reunión de mediados de junio, el Comité Federal de Mercado Abierto que establece las políticas estimó que la inflación de todo el año en 2021 para los gastos de consumo personal sería del 3,4%. Eso es un punto porcentual completo más alto que su proyección mediana en marzo, y más del doble del nivel pronosticado en junio de 2020.

El aumento de la inflación estadounidense refleja una combinación de factores temporales y estructurales. Por ejemplo, mientras que los bloqueos parciales relacionados con la pandemia han provocado una caída de la producción, los grandes programas de estímulo del gobierno han sostenido la demanda de los hogares, que supera la oferta en muchos sectores. Este componente de los aumentos de precios de hoy presumiblemente desaparecerá una vez que la producción vuelva a su máximo potencial.

Pero aunque los funcionarios de la Fed consideran que el actual aumento de la inflación es en gran parte transitorio, también tiene causas estructurales que no están completamente vinculadas a la pandemia. Para empezar, la política monetaria de Estados Unidos ha estado tomando esteroides expansivas desde 2008. Si bien la respuesta de la Fed a la recesión a la pandemia inducida aumenta la oferta de dinero aún más, la política era muy suelta mucho antes de la crisis COVID-19, incluso cuando desempleo en Estados Unidos se encontraba en una de varias -decenio bajo.

Además, los agresivos aumentos arancelarios del expresidente Donald Trump sobre las importaciones de China, de un promedio de alrededor del 3% en 2018 a más del 20% en tres años, elevaron los precios de los productos importados, especialmente para los hogares estadounidenses de bajos ingresos. También aumentaron los precios internos de los bienes importados de países como Vietnam y México, así como los de los productos fabricados en Estados Unidos que sustituyen a las importaciones chinas. Los aumentos arancelarios que afectan a las piezas y componentes importados de China impulsaron aún más los precios de los productos derivados.

Por último, el recorte de impuestos de 2017 de Trump y los programas de estímulo fiscal posteriores de Trump y el presidente Joe Biden han impulsado la demanda agregada, lo que se suma a la presión alcista sobre los precios. Muchos economistas, incluidos algunos prominentes de tendencia demócrata, piensan que el paquete de ayuda COVID-19 de $ 1,9 billones de Biden es mucho más grande de lo necesario dado el tamaño estimado de la brecha de producción de EEUU.

Para anticipar las consecuencias internacionales de una mayor inflación en EEUU, debemos reconocer el riesgo de que la Fed endurezca la política monetaria de manera más repentina y drástica de lo que su pronóstico actual de inflación del 3,4% podría sugerir. Por ahora, la mayoría de los hogares, empresas e inversores estadounidenses todavía creen que la Fed ajustará el grifo de la oferta monetaria de manera oportuna y mesurada para evitar que la inflación se salga de control.

Pero tal “anclaje de la inflación” podría resultar frágil si los estadounidenses ven más evidencia de que la Fed no logra mantener la inflación cerca de su objetivo deseado del 2%. Si eso sucediera, tanto las demandas salariales de los empleados como la fijación de precios de las empresas comenzarán a reflejar la posibilidad de que la inflación se dispare hasta un 5% o más, a menos que la Fed apriete los frenos elevando agresivamente las tasas de interés.

Si las tasas estadounidenses suben bruscamente, la historia nos dice que dos tipos de países pueden experimentar serias dificultades financieras y económicas. El primer grupo comprende las economías que financian una parte importante de su inversión o consumo con deuda en moneda extranjera, mediante préstamos de bancos extranjeros o de mercados internacionales de bonos. Los países con grandes deudas en moneda extranjera a corto plazo (con menos de un año hasta el vencimiento) y reservas de divisas relativamente bajas son particularmente vulnerables a una deuda grave o una crisis bancaria.

El segundo grupo está formado por países con un tipo de cambio fijo sobrevaluado, lo que los hace vulnerables a una corrida de sus monedas y una crisis cambiaria. Por lo tanto, si la Fed endurece la política de manera significativa, podemos esperar ver una serie de crisis monetarias y de deuda en América Central y del Sur, África y Asia en los próximos 2 a 5 años. Debido a que la deuda significativa en moneda extranjera y los tipos de cambio fijos sobrevaluados no son mutuamente excluyentes, algunos países pueden sufrir varios tipos de crisis.

Ésta es la razón por la que la política de tasas de interés e inflación de Estados Unidos es tan importante para tantos. Cuando Estados Unidos estornuda, el resto del mundo puede resfriarse. Pero otros países no deben esperar que Estados Unidos conduzca su política monetaria de manera diferente como resultado, y tampoco deben contar con el Fondo Monetario Internacional o el G7 para poder dirigir a Estados Unidos para que tenga una mentalidad más global en la gestión de los movimientos de las tasas de interés.

Incluso los países que no se encuentran en ninguna de las categorías de riesgo deberán abordar el desafío de la inflación importada. China, por ejemplo, está profundamente preocupada por esto, a pesar de que actualmente tiene deudas en moneda extranjera relativamente modestas y retiene un alto nivel de reservas de divisas.

Para evitar que la inflación importada alimente la inflación nacional, el Banco Popular de China necesitaría ajustar su propio suministro de liquidez a la economía. Para que una política de este tipo sea eficaz, China debe introducir más flexibilidad cambiaria o endurecer sus controles de capital, y el primer enfoque promete ser mucho mejor para la economía a largo plazo.

Las economías en riesgo pueden tener aproximadamente seis meses para implementar medidas de autoayuda antes de que ocurra un endurecimiento repentino de la política monetaria de Estados Unidos. Se les aconseja que trabajen para flexibilizar sus tipos de cambio, reducir su dependencia de la deuda en moneda extranjera y aumentar sus reservas de divisas.

(Shang-Jin Wei, ex economista jefe del Banco Asiático de Desarrollo, es profesor de Finanzas y Economía en la Escuela de Negocios de Columbia y en la Escuela de Asuntos Públicos e Internacionales de la Universidad de Columbia)

- La divergencia macroeconómica transatlántica (Project Syndicate - **12/7/21**)

Bruselas.- Con Europa finalmente comenzando a alcanzar a Estados Unidos en la vacunación de su población, ambos lados del Atlántico parecen estar listos para una fuerte recuperación económica. Pero las políticas macroeconómicas divergen en formas que podrían crear serios problemas en el futuro.

La política fiscal ya divergió. Estados Unidos va camino de tener un déficit del sector público de alrededor del 15% del PIB durante dos años (2020 y 2021). Aún está por verse la magnitud del déficit del próximo año, pero reducirlo a cifras de un solo dígito constituiría una contracción sin precedentes. Si a eso le sumamos el Plan de Empleo Estadounidense de 2 billones de dólares propuesto por el presidente Joe Biden, que su administración aún está negociando con los legisladores, parece muy poco probable que la postura fiscal de Estados Unidos se endurezca repentinamente en 2022.

En la eurozona, los gobiernos también aumentaron el gasto durante la crisis de COVID-19, pero no tanto. El gasto ascendió al 7-8% del PIB en 2020 y 2021, una proporción no pequeña, pero solo la mitad de la de EEUU.

Además, según el pronóstico económico de primavera de 2021 de la Comisión Europea, el déficit debería caer por debajo del 4% del PIB en 2022, nuevamente, probablemente la mitad del valor probable de EEUU. La mayoría de los países europeos planean volver pronto a la prudencia que permitió a la eurozona alcanzar un déficit promedio cercano a cero en 2019, justo antes de que golpeara la pandemia.

A primera vista, esta divergencia de la política fiscal puede resultar desconcertante. Después de todo, EEUU está listo para recuperar primero su PIB anterior a la crisis, lo que sugiere que tiene menos necesidad de estímulo. Pero una mirada más cercana revela una razón clara para la división, a saber, qué tan bien se focalizó el gasto fiscal.

En la mayoría de los países europeos, los planes de trabajo de jornada reducida proporcionaron los fondos que las empresas necesitaban para mantener a los trabajadores en su nómina, incluso si las medidas de salud pública los dejaban con poco trabajo real que hacer durante meses. Por el contrario, el gobierno federal de los EEUU proporcionó cheques a todas las personas por debajo de un cierto nivel de ingresos (relativamente alto), independientemente de si mantuvieron sus trabajos, además de mayores beneficios para los desempleados.

Como resultado de estos enfoques divergentes, la pandemia afectó a los mercados laborales europeos y estadounidenses de manera muy diferente. En Europa, la situación no fue particularmente tumultuosa: el desempleo registrado aumentó en menos de un punto porcentual, aunque las horas trabajadas disminuyeron significativamente.

En los EEUU, las horas trabajadas disminuyeron en una cantidad similar, pero el desempleo estuvo lejos de ser estable. Decenas de millones de trabajadores fueron despedidos a principios del año pasado, cuando comenzaron los cierres pandémicos. En los últimos meses, a medida que avanzaba la vacunación y se levantaban las restricciones, se ha vuelto a contratar a millones. Pero aún deben restaurarse unos siete millones de puestos de trabajo para que la economía estadounidense vuelva al pleno empleo.

Estados Unidos y Europa también están adoptando diferentes enfoques de política monetaria. Sin duda, la política monetaria sigue siendo oficialmente acomodaticia en todas partes. Pero las condiciones subyacentes, y la política real, están comenzando a divergir, ya que los bancos centrales decidieron cuándo y cómo comenzar a ajustar.

Para la Reserva Federal de EEUU, el plan es mantener una postura muy acomodaticia, incluidas grandes compras de activos, hasta que la inflación real supere su objetivo de cerca del 2%. En cierto sentido, esta línea ya se ha cruzado: la inflación general está por encima del 4%, e incluso la inflación subyacente (excluyendo los precios volátiles de la energía y los alimentos) superó recientemente el 3%. Pero la Fed espera que este aumento sea temporal, por lo que ha decidido no comenzar a ajustar de inmediato. De hecho, la Reserva Federal se ha comprometido oficialmente a “mitigar la escasez de empleo... desde su nivel máximo”; el lenguaje de la Fed significa mantener la economía “caliente”.

Pero las acciones de la Fed no están del todo en línea con su postura oficial. El “diagrama de puntos” más reciente, que traza las expectativas de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto sobre hacia dónde se dirigirán las tasas de interés en el futuro, implica que las tasas podrían subir el próximo año. La Fed ya ha comenzado a endurecer sigilosamente la política monetaria.

En los últimos meses, la Fed ha realizado grandes operaciones de recompra, mediante las cuales ha vendido a plazo alrededor de 800.000 millones de dólares en valores del Tesoro, mucho más de lo que ha comprado en el mercado de contado. En otras palabras, un brazo de la Fed, a través de repos inversos, deshace de facto las compras de bonos del otro brazo. Este enfoque permite a la Fed afirmar que no está endureciendo la política en un momento en que el desempleo sigue siendo alto, incluso cuando, para todos los efectos, lo hace.

La discrepancia entre la postura oficial de la Fed y las políticas reales naturalmente ha aumentado la incertidumbre sobre el curso futuro de la inflación en los EEUU, un tema que ya ha suscitado una acalorada discusión. Algunos indicadores del mercado financiero ahora sitúan la probabilidad de que la inflación supere el 3% durante los próximos cinco años en casi el 40%.

Mientras tanto, el Banco Central Europeo sigue comprometido con garantizar la estabilidad de precios. Esto significa hacer que la inflación suba, no que baje. Si bien la inflación general alcanzó el 2% por primera vez en años el pasado mes de mayo, la inflación subyacente permanece estancada justo por debajo del 1%. Con el objetivo del BCE de acercar la inflación al 2%, el BCE no tiene más remedio que seguir comprando bonos a un ritmo rápido. Y no se vislumbra una subida de tipos de interés.

Por tanto, mientras que la política fiscal y monetaria sigue siendo técnicamente expansiva a ambos lados del Atlántico, Estados Unidos y la eurozona se encuentran claramente en vías de política macroeconómica diferentes. Mientras que EEUU está adoptando la expansión fiscal, pero persiguiendo subrepticiamente un ajuste monetario, la eurozona está ansiosa por volver a la prudencia fiscal, mientras mantiene la acomodación monetaria.

Por sí misma, esta divergencia no es particularmente digna de noticias. Nadie se sorprende al escuchar que las diferentes condiciones y prioridades económicas conducen a diferentes enfoques de políticas. Pero no deben subestimarse los posibles efectos a más largo plazo. Si ambas economías se mantienen en su camino actual, fortalecerá el dólar estadounidense, reforzará la tendencia de Estados Unidos a incurrir en grandes déficits externos y hará que el crecimiento en Europa dependa aún más de las exportaciones. Esta es una receta para las tensiones comerciales y para un final abrupto de la luna de miel transatlántica de la era Biden.

(Daniel Gros es miembro de la junta y miembro distinguido del Centro de Estudios de Política Europea)

- Larry Fink (BlackRock): “Me preocupa la inflación, no creo que vaya a ser transitoria” (El Economista - **15/7/21**)

Larry Fink, cofundador y director ejecutivo de BlackRock, es una de las voces más respetadas en los mercados financieros tras años de experiencia y buen hacer a los mandos de BlackRock, una de las mayores firmas financieras del mundo. Fink ha reconocido que es “está preocupado por la inflación”, después de que los precios hayan dado otro 'salto' en EEUU durante junio. El IPC se situó en el 5,4% anual (frente al 5% de mayo), cuando las previsiones hablaban de una moderación en los precios.

“No estoy hablando de una inflación como la de 1970, pero creo que vamos a tener una inflación superior al 2%.... probablemente más cerca del 3,5% al 4,0%”, aseguró en una entrevista con Reuters.

“¿Eso significa que la Reserva Federal tendrá que cambiar la política? Creo que sí”, asegura Fink. El cómo y el cuándo cambie la Fed su política puede ser clave para el devenir de los mercados, pero ahora mismo es complicado saber qué va a hacer la Fed, porque sus mensajes dicen una cosa, pero los datos de inflación dicen otra.

Un rápido aumento de los precios ha dejado a los inversores preguntándose si es probable que la inflación esté a punto de alcanzar su punto máximo pronto o si una inflación más alta está aquí para quedarse.

El presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, ha declarado repetidamente la inflación será transitoria, y señaló que espera que las cadenas de suministro se normalicen y se adapten.

“En los próximos años veremos cómo se adapta el mercado de trabajo, cómo se remodelan nuestras plataformas de fabricación, nuestra cadena de suministro. Estos procesos van a ser un poco más inflacionarios”, sostiene Fink.

Una de las principales preocupaciones a las que se enfrentan los inversores que un crecimiento económico y del IPC demasiado rápido obligue a la Fed a subir tipos y retirar estímulos antes de lo previsto. Estos estímulos son considerados como un apoyo para los activos de mayor riesgo.

Pasos pequeños de la Fed

Fink cree que un aumento de los tipos de interés de la Fed en 50 o 100 puntos básicos “no sería tan malo ni interrumpiría el mercado de valores... Realmente se trata de cómo implementan los cambios más que si ahora reconocen que tal vez la inflación está un poco por encima de su objetivo”, dijo.

Pese a todo Fink cree que la tendencia a largo plazo para el mercado de valores de EEUU sigue siendo fuerte: “No estoy diciendo que los mercados van a subir en línea recta, puede haber decepciones en el futuro. Pero en general, con la cantidad de estímulos fiscales y monetarios, y lo que es más importante con la cantidad de efectivo que se espera que entre en los mercados, creo que la línea de tendencia seguirá siendo ascendente”, asegura Fink en una entrevista en la CNBC.

Fink señala dos preocupaciones clave para la economía y los mercados. “Habrá que ver cómo responden los mercados durante los próximos seis meses a medida que el mundo es capaz de manejar la variante delta y la velocidad a la que se distribuyen las vacunas en todo el mundo”, explica Fink. “Y luego dos, ¿cuál será la inflación en seis meses y un año?”

La inflación y su impacto en la economía y los mercados es un tema importante en este momento, a media que la actividad económica de EEUU acelera a la vez que se agudizan las interrupciones relacionadas con la pandemia.

Aunque el presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, y otros funcionarios del banco central han mantenido su previsión de que la inflación más alta de lo normal será temporal y estará vinculada en gran medida a la reapertura tras el covid, Fink tiene una opinión diferente.

“Me preocupa la inflación. No creo que la inflación vaya a ser transitoria”, asegura Fink a la CNBC. “La forma en que la Reserva Federal y otros bancos centrales navegan ese nuevo mar de inflación va a ser muy importante”.

Fink argumenta que su predicción de una inflación más alta se basa en razones más importantes que los cuellos de botella de la cadena de suministro, aunque este último factor es importante en este momento. “Creo que es un cambio fundamental y clave en la forma en que manejamos la política económica”, sostiene.

El consejero delegado de JP Morgan Chase, Jamie Dimon, apuesta por un escenario similar y ha llegado a asegurar que el mayor banco de EEUU está acumulando grandes cantidades de efectivo para beneficiarse de un eventual incremento de los tipos de interés ante la perspectiva de un aumento de la inflación.

“Si se mira a nuestra hoja de balance, tenemos 500.000 millones de dólares en efectivo. De hecho hemos estado acumulando más y más efectivo esperando a oportunidades de invertir a tasas más altas”, señaló Dimon en declaraciones hace unas semanas.

Del consumismo a la calidad

“Creo que después de la Segunda Guerra Mundial nuestra política económica se basó en el consumismo. Siempre creímos que los productos más baratos para los estadounidenses era la mejor manera de que más estadounidenses pudieran tener más cosas. Yo diría que en los últimos cinco años nos hemos alejado de esa creencia fundamental y ahora decimos que los trabajos son más importantes que el consumismo”, explica Fink.

Ha habido un mayor énfasis en hacer que las cadenas de suministro estén menos concentradas geográficamente. Eso incluye los esfuerzos para trasladar la fabricación a los países desarrollados después de haber hecho lo contrario durante décadas. “Eso probablemente conducirá a una mayor inflación sistemática”, sostiene Fink.

Fink, quien se ha convertido en una de las voces más fuertes de Wall Street sobre la adopción de medidas para luchar contra el cambio climático, también dijo que el cambio hacia las energías renovables lejos de los combustibles fósiles es algo a tener en cuenta.

“Creo firmemente que veremos aumentos salariales, así que todo esto me indica que vamos a tener una inflación del 3,5% o más durante el próximo año”, sentencia Fink. El impacto potencial en el mercado de valores aún está aún por ver, asegura el experto.

“Si somos capaces de traspasar los precios y no cambian los márgenes, o podemos mejorar la productividad, entonces la inflación es buena para las acciones”, explica el experto de BlackRock.

Pero “si la inflación se come los márgenes sin productividad, entonces veremos un aplanamiento o una disminución de los mismos. Esa será la cuestión fundamental relacionada con la renta variable”. Si las empresas no pueden trasladar los mayores costes a los consumidores, tendrán que recortar márgenes y sus resultados se verán presionados, lo que tendrá cierto impacto en sus valoraciones.

- ¿El regreso de la inflación? (Project Syndicate - **16/7/21**)

Frankfurt.- Después de muchos años de baja inflación, los precios han aumentado en casi todas partes en los últimos meses. La energía y los productos básicos han liderado el camino, principalmente debido a los cuellos de botella de suministro posteriores al cierre. Pero si bien esos obstáculos se consideran en general temporales, lo que implica que el pico inflacionario desaparecerá pronto, también están en juego otros factores, lo que implica que no lo hará.

El principal de estos factores a largo plazo es el rápido crecimiento del dinero. La mayoría de los agregados monetarios (no solo el dinero del banco central) han aumentado a un ritmo vertiginoso, aunque esta evolución no parece preocupar a los bancos centrales ni a muchos economistas. Dado que el dinero ha desaparecido de los principales modelos utilizados para explicar la inflación, el famoso dicho del economista premio Nobel Milton Friedman de que “la inflación es siempre y en todas partes un fenómeno monetario” ya casi nunca se cita.

La “teoría cuantitativa” afirma que la causalidad de la inflación va del dinero a los precios. Sí, la evidencia empírica parece haber socavado en gran medida la hipótesis de Friedman con respecto a la inflación moderada. Pero el hecho es que los salarios nominales y los precios de los bienes y servicios no pueden seguir aumentando sin la correspondiente expansión del dinero. Y un fuerte crecimiento monetario a lo largo del tiempo también puede aumentar los riesgos en el desarrollo de los precios de los activos y la estabilidad financiera.

Después de más de una década en la que una variedad de factores -la globalización y el cambio demográfico, por nombrar solo dos- han ejercido presión a la baja sobre los precios, el mundo podría estar ahora en la cúspide de un “cambio de régimen” económico más amplio. El aumento del gasto sanitario en sociedades que envejecen, el ritmo reducido de la globalización, las interrupciones de la cadena de suministro y los recientes pedidos de reubicación de la producción en regiones de mayor costo representan nuevas fuentes de presión exógena de precios. En estas condiciones, los salarios también podrían verse impulsados ​​al alza.

**En un momento en el que los bancos centrales casi anhelan una inflación algo más alta e ignoran el rápido crecimiento del dinero, es probable que tal cambio en el sector real indique un cambio de un entorno deflacionario a uno inflacionario. Muchos de los factores que se observan hoy fueron características destacadas de las décadas de 1960 y 1970, la última vez que se estaban acumulando presiones inflacionarias.**

¿Deberíamos esperar el regreso de la estanflación? Es difícil de decir, porque estamos experimentando un grado excepcionalmente alto del tipo de incertidumbre no cuantificable que, según el economista Frank Knight, es imposible de integrar en los pronósticos tradicionales. Además de los dramáticos cambios estructurales que ha experimentado la economía mundial en los últimos años, la pandemia podría haber creado las condiciones para las consecuencias que actualmente no podemos prever.

Peor aún, los bancos centrales parecen depender en gran medida de modelos que perdieron gran parte de su capacidad de pronóstico hace años, debido a su falta de explicaciones teóricas viables sobre lo que determina los flujos financieros, las primas de riesgo y los precios de los activos. Más de una década después de la crisis financiera de 2008, los principales modelos de equilibrio general utilizados por los bancos centrales apenas consideran la gran heterogeneidad entre los hogares en términos de riqueza, posiciones de deuda a largo plazo pendientes, riesgos no asegurados y formación de expectativas. Como tales, no están equipados para capturar los efectos complejos que las políticas sistemáticas o los choques sistémicos tienen sobre la distribución de la riqueza y la desigualdad y, por lo tanto, sobre la demanda agregada.

Sin ese conocimiento, solo se puede adivinar si el fuerte crecimiento monetario refleja un ahorro precautorio debido a una mayor desigualdad, un choque fiscal-monetario inflacionario, o ambos. Esto es particularmente problemático en un mundo donde los bancos centrales están expandiendo masivamente la base monetaria comprando activos a precios altos de un pequeño grupo de inversionistas informados y relativamente ricos.

Las expectativas juegan un papel clave en el pronóstico de la inflación futura y parecen estar firmemente ancladas en niveles bajos. Pero, ¿y si esas expectativas, después de tantos años de inflación muy baja, son ahora más hacia atrás que hacia el futuro? Dado que el miedo a la inflación ha desaparecido de la mayoría de las pantallas de radar, quizás sea comprensible que los recientes aumentos de precios se consideren puramente temporales. Pero, debido a que las políticas monetarias tienden a tener un desfase de tiempo largo y variable, es arriesgado esperar hasta que la inflación ya haya echado raíces antes de comenzar a reducir la flexibilización cuantitativa o subir las tasas de interés.

Después de todo, ¿qué credibilidad tendrán los bancos centrales si las expectativas de inflación ya han perdido su ancla? En un entorno de extrema incertidumbre, confiar tanto en la estabilidad a largo plazo de las expectativas de inflación es una apuesta arriesgada. En tiempos de cambio de régimen, la incertidumbre es tan alta que es simplemente imposible formarse expectativas racionales.

Aparte del fuerte crecimiento monetario, los niveles extraordinariamente altos de deuda pública y privada de hoy plantean otro riesgo incalculable. La sostenibilidad de las finanzas públicas en los países muy endeudados se basa en un terreno inestable y está muy expuesta a las conmociones que podrían provenir de muchas fuentes económicas o geopolíticas.

No estoy prediciendo el inevitable regreso de una alta inflación. Pero me preocupa el fuerte crecimiento monetario y sus determinantes, comenzando con las compras masivas de bonos del gobierno por parte de los bancos centrales. Los bancos centrales parecen demasiado optimistas sobre este riesgo. También están ignorando la mayor incertidumbre del entorno actual, entre otras cosas al emitir una guía futura que promete una continuación bastante prolongada de tasas de interés políticas extremadamente bajas y compras de activos elevadas.

En el caso de la eurozona, es revelador que algunos observadores hayan comenzado a predecir no la inflación sino una especie de japonificación: baja inflación y tasas de interés nominales, altos déficits públicos y un creciente dominio fiscal y financiero. Pero, dado el aumento de la desigualdad de la riqueza y la probabilidad de que los inversores financieros eventualmente pierdan la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas, no está claro si tales condiciones serían políticamente sostenibles. **La única certeza es que no se puede descartar ni un colapso financiero ni un repunte inflacionario.**

(Otmar Issing, ex economista jefe y miembro de la junta del Banco Central Europeo, es presidente del Centro de Estudios Financieros de la Universidad Goethe de Frankfurt)

- ¿Los bancos centrales deberían tener un mandato verde? (Project Syndicate - **19/7/21**)

Atenas.- En su presupuesto de marzo, el ministro de Hacienda del Reino Unido, Rishi Sunak, amplió el mandato del Banco de Inglaterra para incluir respaldar la meta del gobierno de alcanzar cero emisiones netas de gases de efecto invernadero para 2050. Pero en una carta del 8 de junio al Financial Times, Mervyn King, ex director del BOE, fue duramente crítico de la medida. King advirtió que “una expansión de los mandatos del banco central en áreas políticas como el cambio climático amenaza con debilitar la independencia de facto del banco central, lo que conduciría a una respuesta lenta a las señales de una inflación más alta”. ¿Qué está pasando entonces?

Un poco de historia tal vez ayude. En los años 1980, había surgido un consenso entre los responsables de las políticas de que el principal problema macroeconómico era la inflación. Los esfuerzos “keynesianos” de los gobiernos por llevar el desempleo por debajo de su “tasa natural” los transformaba en guardianes poco confiables del valor de la moneda.

Los gobiernos, por lo tanto, delegaron el control de la inflación en banqueros centrales “no políticos”. En 1997, el nuevo gobierno laborista del Reino Unido, plenamente consciente de la reputación del partido por un gasto licencioso, le dio al BOE el mandato de cumplir una meta de inflación del 2,5% (que más tarde bajó al 2%). El poder para fijar la tasa de interés oficial (tasa bancaria) se transfirió del Tesoro al Comité de Política Monetaria del BOE.

La expectativa era que el BOE, recientemente empoderado, aumentara su tasa de interés cuando la inflación se encaminara por encima del 2% y la bajara cuando la inflación (o el nivel de precios) cayera. Asimismo, la naturaleza de mediano plazo de la meta de inflación le dio al BOE cierto margen de maniobra para ajustar la política de tasa de interés de manera que refleje la actividad económica. A este régimen monetario, adoptado por la mayoría de los bancos centrales de los países ricos, se le atribuyó el mérito de mantener la estabilidad de precios durante la llamada “Gran Moderación” que duró hasta 2008. Pero los precios bajos de las materias primas, una política fiscal conservadora y la integración de China en la economía global fueron casi con certeza factores más importantes que las calibraciones tecnocráticas de los banqueros centrales independientes.

En la crisis financiera global de 2008, sin embargo, los bancos centrales fueron más allá de su rol tradicional como prestadores de último recurso y rescataron a los bancos comerciales en quiebra considerados “demasiado grandes para quebrar”. Cuando la crisis bancaria se transformó en una crisis económica severa, y las tasas de interés oficiales cayeron prácticamente a cero, se pensó que para cumplir con el mandato de inflación se necesitaban herramientas de política monetaria adicionales. Allí entró a tallar el alivio cuantitativo (QE), o “política monetaria poco convencional”, que implicaba inundar la economía de dinero para compensar los efectos de la contracción comercial.

Los bancos centrales encomendados con la tarea de controlar la inflación, por ende, ahora utilizaban la política monetaria para evitar un colapso económico -algo para lo cual no tenían ningún mandato-. Envueltos en la consiguiente confusión sobre la naturaleza de su rol, las autoridades monetarias dijeron que sus gigantescas compras de deuda gubernamental -que representaron cientos de miles de millones de dólares, euros y libras entre 2009 y 2016- estaban destinadas a “aumentar la tasa de inflación hasta alcanzar la meta”. Pero todos sabían que la inflación era lo último que tenían en mente cuando sus economías se derrumbaron.

Si los bancos centrales hubieran proclamado abiertamente su papel como rescatadores de último recurso, la mayoría de la gente habría dicho que ésa era una responsabilidad del gobierno, y con buenos motivos. Como había señalado John Maynard Keynes 80 años antes, es el gasto, no la impresión, de dinero del banco central lo que es crucial para la actividad económica.

Los bancos centrales nunca respondieron satisfactoriamente la pregunta de cómo se suponía que sus gigantescas inyecciones monetarias iban a aumentar la actividad económica real, o aumentar los precios, si vamos al caso. A medida que las economías siguieron estancándose, lo mejor que podían hacer era decir que las cosas habrían sido peor sin QE.

Luego, cuando la recuperación de la crisis financiera de 2008-09 estaba lejos de haber terminado, atacó la pandemia del COVID-19. Esta vez, fueron los gobiernos los que (correctamente) empezaron a gastar en una escala gigantesca para sustentar el poder adquisitivo de las sociedades frente a los confinamientos masivos. Los bancos centrales, todavía ostensiblemente centrados en alcanzar sus metas de inflación, ahora financiaban cualquier escala de gasto público que dijeran los gobiernos, sin que a nadie le preocupara cambiar su mandato. Unos pocos espíritus intrépidos preguntaban de qué manera financiar un déficit gubernamental cada vez mayor podía ser consistente con alcanzar una meta de inflación del 2%. Pero plantear este interrogante era considerado de mal gusto, ya que “minaba la credibilidad” del mandato anti-inflacionario del banco central.

El nuevo mandato de cambio climático de Sunak, que por lo menos tiene la virtud de ser transparente, llega así en un momento en que las aguas de la política monetaria ya están embarradas y el significado de la independencia del banco central está desdibujado. Establecer mayor claridad en estas cuestiones fue uno de los principales propósitos de la reciente investigación de la política monetaria realizada por el Comité de Asuntos Económicos de la Cámara de los Lores del Reino Unido.

El reporte del comité, **Alivio cuantitativo: ¿una adicción peligrosa?,** traza con un detalle meticuloso el deterioro progresivo de la coherencia del mandato del BOE. Reconoce que impedir un cambio climático catastrófico debería ser una preocupación central de la política pública. La cuestión es simplemente hasta qué punto se puede arrastrar al banco central al terreno político sin minar la credibilidad conferida por su independencia de la política. El informe del comité concluye prudentemente que por la ampliación del mandado del BOE del ministro, “el Banco corre el riesgo de verse forzado a entrar en la arena política”.

Pero el interrogante fundamental no es hasta dónde el mandato ampliado del BOE mina sus credenciales anti-inflacionarias, sino más bien hasta dónde desdibuja las responsabilidades del gobierno y del banco central para llevar adelante la política económica. El régimen actual supone que los banqueros centrales deberían controlar la cantidad de dinero, mientras que la asignación de dinero (o capital) a través del presupuesto debería permanecer en manos de los gobiernos elegidos democráticamente.

Pero involucrar a los bancos centrales en la asignación de dinero a firmas o sectores sobre la base de su potencial “enverdecimiento” -comprando la deuda de compañías de energía hidroeléctrica pero no de empresas petroleras, por ejemplo- los obliga a tomar decisiones políticas de las cuales debería responsabilizarse el gobierno a través del sistema tributario. En consecuencia, la prontitud del gobierno del Reino Unido para explotar la herramienta del QE para delegar la asignación de capital a un organismo no responsable es un paso más en su abdicación de la responsabilidad de garantizar una economía saludable y sostenible.

(Robert Skidelsky, a member of the British House of Lords, is Professor Emeritus of Political Economy at Warwick University. The author of a three-volume biography of John Maynard Keynes, he began his political career in the Labour party, became the Conservative Party’s spokesman for Treasury affairs in the House of Lords, and was eventually forced out of the Conservative Party for his opposition to NATO’s intervention in Kosovo in 1999)

- Ponga a los banqueros centrales en su lugar (Project Syndicate - **20/7/21**)

Londres.- En la lista de Forbes de las personas más poderosas del mundo para 2012, Ben Bernanke, entonces presidente de la Reserva Federal de EEUU, ocupó el sexto puesto, mientras que Mario Draghi, entonces presidente del Banco Central Europeo, ocupó el octavo lugar. Ambos estaban clasificados por encima del presidente chino, Xi Jinping. Mientras la economía mundial luchaba con las secuelas de la crisis financiera mundial que comenzó en 2008, y su prima europea, la crisis de la eurozona, los bancos centrales estaban en el asiento del conductor, relajándose cuantitativamente como si no hubiera un mañana. Eran, se decía a menudo, “el único juego en la ciudad”. Incluso en ese momento, algunos pensaron que había un elemento de folie de grandeur en su elevación.

Esta vez es diferente. Si bien los bancos centrales continúan comprando bonos de manera incontinente, la política fiscal ha sido la respuesta clave a la pandemia de COVID-19. En los Estados Unidos, el presidente Joe Biden y el Congreso han encabezado la carga. En la Unión Europea, el Fondo de Recuperación y Resiliencia de la Comisión Europea está en el corazón del plan de la UE de Próxima Generación de 750.000 millones de euros (884.000 millones de dólares), mientras que en el Reino Unido, el canciller Rishi Sunak está firmando los cheques.

Entonces, ¿están las narices de los banqueros centrales fuera de lugar, ya que juegan un papel secundario en los ministerios de finanzas, una posición en la orquesta a la que pocos aspiran?

Parece que sí, ya que en los últimos 18 meses se ha producido una notable expansión de los campos de actividad de los bancos centrales, impulsada en gran medida por sus propias ambiciones. Por lo tanto, se han movido al campo del cambio climático, argumentando que la estabilidad financiera puede verse amenazada por el aumento de las temperaturas y que los bancos centrales, como compradores de bonos y como supervisores bancarios, pueden y deben ser proactivos para aumentar el costo del crédito para las corporaciones un plan de transición creíble. Se trata de una nueva línea de negocio prometedora, que probablemente crecerá.

Los bancos centrales también están tratando de avanzar hacia la ingeniería social, específicamente la respuesta política al aumento de la desigualdad de ingresos y riqueza, otro tema candente con gran relevancia política. En parte, este nuevo interés por la desigualdad es un movimiento defensivo. Los bancos centrales se han visto afectados por las crecientes críticas de que su combinación de políticas de tipos de interés bajos o incluso negativos, combinados con flexibilización cuantitativa, ha dado a los miembros más ricos de la sociedad enormes ganancias no pactadas al hacer subir los precios de los activos.

Aquellos miembros afortunados de la sociedad que tienen dinero para invertir en acciones, propiedades de alta gama y obras de arte caras han visto crecer su patrimonio neto rápidamente a medida que los fondos fluyen hacia activos en valor. Por lo tanto, los banqueros centrales se han visto obligados a defender sus acciones y a intentar demostrar que, en conjunto, la combinación de políticas elegida también ha beneficiado a las familias más pobres al mantener puestos de trabajo. A algunos les ha convencido ese argumento; otros no tanto.

La reacción mixta ha provocado una nueva respuesta de las autoridades monetarias. Un elemento ha sido retórico. En 2009, menos del 0,5% de todos los discursos de los banqueros centrales registrados en la base de datos del Banco de Pagos Internacionales (BPI) mencionaron la desigualdad o las consecuencias distributivas de sus políticas. En 2021, la cifra es del 9%, casi 20 veces más.

Pero hablar es barato. ¿Existe alguna evidencia de que la preocupación por la desigualdad haya influido en las políticas? De hecho, ¿existe alguna evidencia de que la política monetaria pueda utilizarse para moderar o revertir la creciente desigualdad?

El economista jefe del BPI, Claudio Borio, cree que sí. Argumentó a fines del mes pasado que “hay mucho que la política monetaria puede hacer para fomentar una distribución más equitativa a lo largo de los ciclos económicos”. Parte del argumento es tradicional, extraído del libro de texto de banca central 101. Se refiere a “los estragos que la alta inflación puede causar en los segmentos más pobres de la sociedad” y muestra que la desigualdad de ingresos tiende a disminuir cuando la inflación promedia menos del 5%. Hasta ahora, tan convencional.

Pero acepta que puede haber un problema si las tasas de interés se mantienen bajas durante mucho tiempo para combatir la recesión. En esas circunstancias, “puede haber una compensación en términos de desigualdad de riqueza”. Eso es particularmente cierto, piensa, en el caso de las recesiones financieras, que pueden ser más duraderas, y donde las tasas de interés deben mantenerse bajas durante un período prolongado para permitir la liquidación de los excesos crediticios. ¿Entonces, cuál es la respuesta? Es “un marco de estabilidad macrofinanciera más holístico”. Oh querido.

No tengo nada en contra del holismo, debo añadir. Pero puede ser vago como guía para la política. En este caso, lo que significa principalmente es que los gobiernos deben compensar el impacto de una política monetaria flexible sobre la desigualdad de ingresos y riqueza mediante el uso de la política fiscal para garantizar que la desigualdad después de impuestos se modere. También deberían trabajar en la regulación del mercado laboral para reequilibrar el poder de negociación a favor de los empleados. Y deberían invertir más en educación. Todas estas son cosas buenas, por supuesto, pero nos alejan de la banca central.

¿Los bancos centrales realmente no pueden hacer más que pasar la pelota a los Ministerios de Finanzas y Economía? No del todo: si son reguladores financieros, pueden ayudar a promover la inclusión financiera y la alfabetización, pero eso lleva décadas para tener un impacto. También puede ser que las políticas macroprudenciales se puedan utilizar para suavizar los auges y caídas del crédito, lo que puede reducir la escala del problema que las tasas de interés bajas están diseñadas para resolver. Es demasiado pronto desde su introducción después de la crisis financiera para saber si ese será el caso.

La conclusión un poco deprimente es que es probable que la configuración actual de la política monetaria en las economías desarrolladas del mundo genere una mayor desigualdad de riqueza y que en el corto plazo no hay mucho que las autoridades monetarias y reguladoras puedan hacer al respecto, salvo mencionarlo en discursos. Si se quiere resolver el problema, necesitaremos que los ministros de finanzas tengan un fuerte mandato político para implementar políticas redistributivas, en lugar de que los presidentes y gobernadores de la Fed ocupen un lugar destacado en las listas de poder de esta década.

(Howard Davies, el primer presidente de la Autoridad de Servicios Financieros del Reino Unido (1997-2003), es presidente de NatWest Group. Fue director de la London School of Economics (2003-11) y se desempeñó como vicegobernador del Banco de Inglaterra y director general de la Confederación de la Industria Británica)

- ¿Se está agotando la economía de EEUU? (Project Syndicate - **28/7/21**)

Nueva York.- ¿Cuánta holgura hay en la economía estadounidense? En economía, la “versión de la brecha” de la ley de Okun sostiene que un aumento de un punto porcentual en la tasa de desempleo está asociado con una disminución de dos puntos en la tasa de crecimiento del PIB real (ajustada a la inflación) por debajo de su potencial. La brecha importa, porque cuanto más cerca está la economía de su potencial, más debemos preocuparnos por la inflación.

Según la Oficina de Estadísticas Laborales (BLS), la tasa de desempleo de EEUU fue del 5,9% en junio, en comparación con la tasa prepandémica (febrero de 2020) del 3,5%. Si tomamos esta última cifra como una estimación de la tasa de desempleo natural, obtenemos una brecha de producción del 4,8%. Suponiendo que el producto potencial crezca a una tasa anual del 2%, el crecimiento del PIB real no inflacionario para el próximo año alcanzaría el 6,8%. Dado que la Reserva Federal de EEUU espera un crecimiento del 7% este año y un crecimiento del 3,3% en 2022, eso sugeriría que EEUU todavía está al menos a un par de años del umbral de inflación.

Esta estimación aproximada de la brecha del producto puede criticarse por ser demasiado baja o demasiado alta. El campo demasiado bajo sostiene que las cifras oficiales de desempleo (9,5 millones en junio de 2021, frente a 5,7 millones en febrero de 2020) subestiman la cantidad de holgura en el mercado laboral. El BLS informa que en junio, “la cantidad de personas que no están en la fuerza laboral que actualmente quieren un trabajo fue de 6,4 millones”, un aumento de “1,4 millones desde febrero de 2020”. Después de contabilizar esos 1,4 millones adicionales, la tasa de desempleo sube al 6,8%, lo que arroja una brecha de producción del 6,6%.

Además, el número de personas empleadas a tiempo parcial por motivos económicos ha aumentado en 229.000 desde febrero de 2020. Tratar a esta categoría como desempleados impulsaría la tasa de desempleo al 6,9% y la brecha de producción al 6,8%. El BLS también publica una estimación de los trabajadores despedidos temporalmente que deberían haber sido clasificados como desempleados pero fueron clasificados erróneamente como empleados. Contarlos, la tasa de desempleo ajustada estacionalmente de junio de 2021 al 7,1%, lo que implica una brecha de producción del 7,2%.

Pero aquellos en el campo demasiado alto insisten en que hay poca o ninguna holgura en la economía. Se opondrían a las tres enmiendas anteriores a la tasa de desempleo. ¿Por qué debería contarse como parte de la población activa alguien que no está buscando trabajo o que no está disponible para trabajar? Los trabajadores a tiempo parcial deben contarse como desempleados a tiempo parcial. E incluso el BLS, señalan, admite que su estimación de trabajadores “empleados” temporalmente despedidos probablemente exagera el tamaño del error de clasificación errónea.

Además, sostendrían que la tasa natural probablemente sea superior al 3,5%. El número clave a considerar son los puestos vacantes sin cubrir. En mayo de 2021, había 9,2 millones (5,7% de la fuerza laboral) “Total de puestos vacantes no agrícolas”, que era casi el mismo número oficial de desempleados (9,3 millones). También ha habido informes consistentes de todo el país de empresas que luchan por encontrar trabajadores, lo que sugiere que existe un enorme desajuste entre la oferta y la demanda de mano de obra. Si la oferta efectiva de trabajo es materialmente menor que la oferta teórica, la tasa natural de desempleo necesariamente aumenta.

Un desajuste laboral tan masivo es ciertamente plausible, dados los efectos de la pandemia de COVID-19. La naturaleza del trabajo cambió drásticamente como resultado de los cierres y otras intervenciones no farmacéuticas. En algunos casos, trabajar desde casa no es tan productivo como trabajar en una oficina, fábrica u otro lugar de trabajo no residencial.

Incluso con la mayoría de las restricciones oficiales sobre las actividades relevantes para el empleo levantadas, las preocupaciones sobre la contratación de COVID-19 han restringido el retorno total a los arreglos laborales prepandémicos. Después de todo, las responsabilidades del cuidado de los niños continúan manteniendo a muchos trabajadores (especialmente a las mujeres) en casa. Dada la limitada capacidad de las guarderías, la oferta de mano de obra de los padres está destinada a verse afectada.

Es cierto que, asumiendo que la pandemia no se salga de control nuevamente, el comienzo del año escolar en el otoño debería traer un regreso constante a la normalidad anterior a la crisis. Pero incluso entonces, algunas cosas habrán cambiado permanentemente, lo que significa que al menos parte del desajuste laboral puede resultar de naturaleza estructural. En particular, la rápida adopción de tecnologías digitales, incluida una verdadera explosión de tecnología de la información y fintech, ya es parte de la nueva normalidad.

Debido a estas nuevas capacidades, muchos trabajos, tanto en la manufactura como en los servicios, se habrán vuelto superfluos. De hecho, hay buenas razones para creer que un día de campo de la automatización ya está en marcha. Si bien la revolución tecnológica impulsada por la pandemia indudablemente creará nuevos empleos, necesariamente ha tendido hacia innovaciones que ahorran y reemplazan la mano de obra.

Debido a que el impulso hacia la automatización impulsado por la pandemia no tiene precedentes, no existe una estimación numérica confiable de su impacto en los mercados laborales. Mi mejor suposición es que fácilmente podría aumentar la tasa de desempleo natural en uno o dos puntos porcentuales, con una reducción asociada de 2-4 puntos en la brecha del producto.

Finalmente, hay que considerar si los incentivos financieros han reducido la oferta efectiva de mano de obra. Más allá de los beneficios de desempleo mejorados que vencerán en septiembre de 2021, también ha habido varios desembolsos en efectivo, incluidos beneficios adicionales para niños. Estos habrán relajado las restricciones presupuestarias de muchos trabajadores, lo que les permitirá ser más exigentes con el empleo. Pero eso también significa que podría haber un impacto positivo en la oferta laboral en septiembre. Aunque faltan estimaciones fiables de un efecto de “retorno de la mano de obra”, mi mejor conjetura es que la tasa de desempleo natural caerá 0,5 puntos, aumentando la brecha del producto en un punto.

Descontando las tres enmiendas de “mayor holgura” mencionadas anteriormente, mi estimación tentativa de la brecha del producto después de septiembre de 2021 se encuentra entre 1.8% y 3.8%, lo que implica un espacio para un crecimiento no inflacionario de 3.8-5.8% para el próximo año. Pero ese espacio podría agotarse en un año, dejando a la Reserva Federal en riesgo de quedarse atrás de la curva.

(Willem H. Buiter es profesor adjunto de asuntos públicos e internacionales en la Universidad de Columbia)

- Los peligros de la relajación cuantitativa sin fin (Project Syndicate - **2/8/21**)

Chicago.- Las lecturas de inflación en los Estados Unidos se han disparado en los últimos meses. Los mercados laborales están extremadamente ajustados. En una encuesta reciente, el 46% de los propietarios de pequeñas empresas dijeron que no podían encontrar trabajadores para cubrir los puestos vacantes, y un 39% neto informó haber aumentado la compensación de sus empleados. Sin embargo, en el momento de escribir este artículo, el rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años es del 1,24%, muy por debajo de la tasa de inflación de equilibrio de diez años del 2,4%. Al mismo tiempo, los mercados de valores están coqueteando con máximos históricos.

Algo en todo esto no cuadra. Quizás los mercados de bonos le crean a la Reserva Federal de EEUU cuando sugiere que las presiones inflacionarias actuales son transitorias y que la Fed puede mantener bajas las tasas de interés oficiales durante un período prolongado. Si es así, el crecimiento, impulsado por los ahorros acumulados y el gasto público adicional que se está negociando actualmente en el Congreso, debería ser razonable y la inflación debería mantenerse en torno al objetivo de la Fed. La tasa de inflación de equilibrio también parece apuntar a este escenario.

Pero eso no explica por qué la tasa del Tesoro a diez años es tan baja, lo que sugiere tasas reales negativas durante la próxima década. ¿Y si es correcto? Quizás la propagación de la variante delta de COVID-19 provocará nuevos bloqueos en los países desarrollados y dañará aún más a los mercados emergentes. Quizás surjan variantes más desagradables. Y tal vez las negociaciones en el Congreso fracasen y ni siquiera se apruebe el proyecto de ley bipartidista de infraestructura. En este escenario, sin embargo, sería difícil justificar el dinamismo bursátil y la tasa de inflación de equilibrio.

Un factor común que hace subir los precios de las acciones y los bonos (reduciendo así los rendimientos de los bonos) podría ser la búsqueda de rendimiento por parte de los administradores de activos, debido a las condiciones creadas por políticas monetarias extremadamente acomodaticias. Esto explicaría por qué los precios de las acciones (incluidas las “acciones de memes”), los bonos, las criptomonedas y la vivienda son un poco espumosos al mismo tiempo.

Para aquellos que se preocupan por los precios sólidos de los activos, el anuncio del presidente de la Fed, Jerome Powell, la semana pasada de que la economía había avanzado hacia el punto en que la Fed podría poner fin a su programa mensual de compra de bonos por 120.000 millones de dólares fue una buena noticia. La eliminación gradual de la flexibilización cuantitativa (QE) es el primer paso hacia la normalización de la política monetaria, que en sí misma es necesaria para aliviar la presión sobre los administradores de activos para producir rendimientos imposibles en un entorno de bajo rendimiento.

Sin embargo, el comienzo del fin de la QE no agradaría a todos. Algunos economistas ven una desventaja significativa en retirar la acomodación monetaria antes de que quede claro que la inflación ha despegado. Atrás quedó la vieja sabiduría recibida de que si estás mirando la inflación a los ojos, ya es demasiado tarde para vencerla sin una pelea costosa. Dos décadas de inflación persistentemente baja han convencido a muchos banqueros centrales de que pueden esperar.

Y, sin embargo, incluso si los responsables de la política monetaria no están demasiado preocupados por los altos precios de los activos o la inflación, deberían estar preocupados por otro riesgo que se intensifica la QE prolongada: la exposición fiscal del gobierno a futuros aumentos de las tasas de interés.

Si bien la deuda pública se ha disparado, los pagos de intereses del gobierno siguen siendo bajos e incluso se han reducido como porcentaje del PIB en algunos países durante las últimas dos décadas. Como tal, a muchos economistas no les preocupa que la deuda pública en las economías avanzadas se esté acercando a su nivel más alto posterior a la Segunda Guerra Mundial. Pero, ¿qué pasa si las tasas de interés comienzan a subir a medida que la inflación se afianza? Si la deuda pública es de alrededor del 125% del PIB, cada aumento de un punto porcentual en las tasas de interés se traduce en un aumento de 1,25 puntos porcentuales en el déficit fiscal anual como porcentaje del PIB. Eso no es nada para encogerse de hombros. Dado que las tasas de interés normalmente suben unos pocos puntos porcentuales durante el transcurso de un ciclo económico, la deuda pública puede volverse estresante rápidamente.

A esto, los economistas reflexivos podrían responder: “¡Espere un minuto! No toda la deuda tiene que renovarse rápidamente. Basta con ver el Reino Unido, donde el plazo medio de vencimiento es de unos 15 años”. Es cierto que si los vencimientos de la deuda se distribuyeran uniformemente, solo se tendría que refinanciar alrededor de una quinceava parte de la deuda del Reino Unido cada año, lo que daría a las autoridades, suficiente tiempo para reaccionar ante el aumento de las tasas de interés.

Pero eso no es motivo de complacencia. El vencimiento promedio de la deuda pública es mucho menor en otros países, no menos en los EEUU, donde es de solo 5,8 años. Además, lo que importa no es el vencimiento promedio de la deuda (que puede estar sesgado por algunos bonos a largo plazo), sino la cantidad de deuda que vencerá rápidamente y debe renovarse a una tasa más alta. El vencimiento medio de la deuda (el período de tiempo durante el cual vencerá la mitad de la deuda existente) es, por lo tanto, una mejor medida de la exposición al riesgo de renovación de las tasas de interés.

Más concretamente, también se debe tener en cuenta una fuente importante de acortamiento efectivo del vencimiento: QE. Cuando el banco central absorbe la deuda pública a cinco años del mercado en su programa mensual de compra de bonos, financia esas compras pidiendo prestado reservas a un día de los bancos comerciales sobre las que paga intereses (también denominado “interés sobre el exceso de reservas”). Desde la perspectiva del balance general consolidado del gobierno y el banco central (que, recordemos, es una subsidiaria de propiedad total del gobierno en muchos países), el gobierno esencialmente ha canjeado deuda a cinco años por deuda a un día. Por lo tanto, la QE impulsa un acortamiento continuo del vencimiento efectivo de la deuda pública y un aumento correspondiente en la exposición (consolidada) del gobierno y del banco central al aumento de las tasas de interés.

¿Importa esto? Considere el vencimiento promedio a 15 años de la deuda pública del Reino Unido. La mediana de la madurez es más corto, a los 11 años, y cae a sólo cuatro años cuando uno explica el acortamiento QE impulsada. Por lo tanto, un aumento de un punto porcentual en las tasas de interés impulsaría los pagos de intereses de la deuda del gobierno del Reino Unido en aproximadamente un 0,8% del PIB, lo que, según señala la Oficina de Responsabilidad Presupuestaria del Reino Unido, es aproximadamente dos tercios del ajuste fiscal a mediano plazo propuesto el mismo período. Y, por supuesto, las tasas podrían aumentar mucho más de un punto porcentual.

En cuanto a los EEUU, no solo la deuda pública pendiente tiene un vencimiento mucho más corto que la del Reino Unido, sino que la Fed ya posee una cuarta parte. Claramente, prolongar la QE no está exento de riesgos.

(Raghuram G. Rajan, ex gobernador del Banco de la Reserva de la India, es profesor de Finanzas en la Escuela de Negocios Booth de la Universidad de Chicago y autor, más recientemente, de The Third Pillar: How Markets and the State Leave the Community Behind)

- La doctrina económica neopopulista de Biden (Project Syndicate - **3/8/21**)

Nueva York.- Aproximadamente medio año después de la presidencia de Joe Biden, es hora de considerar cómo se compara la doctrina económica de su administración con la del expresidente Donald Trump y las administraciones demócratas y republicanas anteriores.

La paradoja es que la “doctrina Biden” tiene más en común con las políticas de Trump que con las de la administración de Barack Obama, en la que el actual presidente sirvió anteriormente. La doctrina neo-populista que surgió bajo Trump ahora está tomando forma completa bajo Biden, marcando una ruptura radical con el credo neoliberal seguido por todos los presidentes desde Bill Clinton hasta Obama.

Trump se postuló como un populista, compadeciéndose de los obreros blancos dejados atrás, pero gobernó más como un plutócrata, recortando los impuestos corporativos y debilitando aún más el poder del trabajo frente al capital. No obstante, su agenda contenía algunos elementos verdaderamente populistas, particularmente en comparación con el enfoque radicalmente pro-Big Business que los republicanos han perseguido durante décadas.

Si bien las administraciones de Clinton, George W. Bush y Obama diferían cada una a su manera, su posición básica sobre cuestiones clave de política económica era la misma. Por ejemplo, todos abogaron por acuerdos de liberalización comercial y favorecieron un dólar fuerte, ya que lo vieron como una forma de reducir los precios de importación y apoyar el poder adquisitivo de las clases trabajadoras frente a la creciente desigualdad de ingresos y riqueza.

Cada una de estas administraciones anteriores también respetó la independencia de la Reserva Federal de los Estados Unidos y apoyó su compromiso con la estabilidad de precios. Todos siguieron una política fiscal moderada, recurriendo a estímulos (recortes de impuestos y aumentos del gasto) principalmente como respuesta a las recesiones económicas. Finalmente, las administraciones de Clinton, Bush y Obama fueron relativamente acogedoras con las grandes tecnologías, las grandes empresas y Wall Street. Cada uno presidió la desregulación de los sectores de bienes y servicios, creando las condiciones para la concentración actual del poder oligopólico en los sectores empresarial, tecnológico y financiero.

Junto con la liberalización del comercio y los avances tecnológicos, estas políticas impulsaron las ganancias corporativas y redujeron la participación del trabajo en el ingreso total, exacerbando así la desigualdad. Los consumidores estadounidenses se beneficiaron del hecho de que las empresas ricas en beneficios podrían traspasar algunas de las ganancias obtenidas de la desregulación (a través de precios más bajos y baja inflación), pero eso fue todo.

Las doctrinas económicas de Clinton, Bush y Obama eran todas fundamentalmente neoliberales y reflejaban una creencia implícita en la economía de goteo. Pero las cosas comenzaron a moverse en una dirección más neopopulista y nacionalista con Trump, y estos cambios se han cristalizado bajo Biden.

Si bien Trump fue más duro con su proteccionismo, Biden, no obstante, está aplicando políticas comerciales nacionalistas y orientadas hacia adentro similares. Mantuvo los aranceles de la administración Trump sobre China y otros países, e introdujo políticas de adquisiciones más estrictas para “comprar estadounidenses”, así como políticas industriales para reorientar sectores de fabricación clave. Igualmente importante, la disociación más amplia entre China y Estados Unidos y la carrera por el dominio en el comercio, la tecnología, los datos, la información y las industrias del futuro ha continuado.

De manera similar, aunque Biden no ha seguido formalmente a Trump al exigir un dólar más débil e intimidar a la Fed para financiar los grandes déficits presupuestarios creados por sus políticas, su administración también ha promulgado medidas que requieren una cooperación más estrecha de la Fed. De hecho, Estados Unidos ha pasado a un estado de monetización permanente de la deuda de facto, si no de jure, una política que comenzó con Trump y el presidente de la Fed, Jerome Powell.

**Bajo este arreglo, si la inflación aumentara moderadamente, la Fed tendría que adoptar una política de negligencia benigna, porque la alternativa -una política monetaria antiinflacionaria estricta- desencadenaría un colapso del mercado y una recesión severa. Este cambio en la postura de la Fed representa otra ruptura brusca con respecto a la era 1991-2016.**

Además, dados los grandes déficits gemelos de Estados Unidos, la administración Biden ha renunciado a seguir una política de dólar fuerte. Si bien no favorece a un dólar más débil tan abiertamente como lo hizo Trump, ciertamente no le importaría un cambio de moneda que pudiera restaurar la competitividad de Estados Unidos y reducir el creciente déficit comercial del país.

**Para revertir la desigualdad de ingresos y riqueza, Biden favorece las grandes transferencias directas y los impuestos más bajos para los trabajadores, los desempleados, los empleados parcialmente y los que se quedan atrás. Nuevamente, esta es una política que comenzó bajo Trump, con la Ley de Ayuda, Alivio y Seguridad Económica para el Coronavirus (CARES) de $ 2 billones y el proyecto de ley de estímulo de $ 900 mil millones que se aprobó en diciembre de 2020. Con Biden, EEUU ha aprobado otro estímulo de $ 1.9 billones paquete y ahora está considerando $ 4 billones de gasto adicional en infraestructura, ampliamente definido.**

Si bien Biden está presionando por una tributación más progresiva que Trump, la capacidad de su administración para aumentar los impuestos está limitada. Por lo tanto, al igual que con Trump, los grandes déficits fiscales se financiarán nuevamente principalmente con deuda que la Fed se verá obligada a monetizar con el tiempo. Biden también canalizará una reacción pública contra las grandes empresas y las grandes tecnologías que comenzaron bajo Trump. Su administración ya ha tomado medidas para frenar el poder corporativo a través de la aplicación de leyes antimonopolio, cambios regulatorios y, finalmente, legislación. En cada caso, el objetivo es reasignar una parte del ingreso nacional del capital y las ganancias al trabajo y los salarios.

**Así, Biden ha salido por la puerta con una agenda económica neo-populista más cercana a la de Trump que a la de la administración Obama. Pero este cambio doctrinal no es sorprendente. Siempre que la desigualdad se vuelve excesiva, los políticos, tanto de derecha como de izquierda, se vuelven más populistas. La alternativa es dejar que la desigualdad desenfrenada se convierta en una fuente de conflicto social o, en casos extremos, en una guerra civil o una revolución.**

**Era inevitable que el péndulo de la política económica estadounidense pasara de neoliberal a neopopulista. Pero este cambio, aunque necesario, traerá consigo sus propios riesgos. Las deudas públicas y privadas masivas significan que la Fed seguirá en una trampa de deuda. Además, la economía será vulnerable a los choques de oferta negativos de la desglobalización, el desacoplamiento entre Estados Unidos y China, el envejecimiento de la sociedad, las restricciones migratorias, la moderación del sector empresarial, los ataques cibernéticos, el cambio climático y la pandemia de COVID-19.**

Las políticas fiscales y monetarias flexibles pueden ayudar a aumentar la participación de los trabajadores en los ingresos por ahora. Pero, con el tiempo, los mismos factores podrían desencadenar una mayor inflación o incluso estanflación (si surgen esos bruscos shocks negativos de oferta). **Si las políticas para reducir la desigualdad conducen a aumentos insostenibles de la deuda pública y privada, se podría preparar el escenario para el tipo de crisis de deuda estanflacionaria sobre la que advertí a principios de este verano.**

(Nouriel Roubini, presidente de Roubini Macro Associates, es un ex economista senior de asuntos internacionales en el Consejo de Asesores Económicos de la Casa Blanca durante la administración Clinton. Ha trabajado para el Fondo Monetario Internacional, la Reserva Federal de los Estados Unidos y el Banco Mundial, y fue profesor de economía en la Stern School of Business de la Universidad de Nueva York. Su sitio web es NourielRoubini.com , y es el anfitrión de NourielToday.com)

- ¿Son los bancos centrales los culpables del aumento de la desigualdad? (Project Syndicate - **4/8/21**)

Cambridge.- A juzgar por la cantidad de veces que frases como “crecimiento equitativo” y “la huella distributiva de la política monetaria” aparecen en los discursos de los banqueros centrales hoy en día, está claro que los responsables de la política monetaria están sintiendo la presión a medida que continúan las preocupaciones sobre el aumento de la desigualdad. Pero, ¿es la política monetaria la culpable de este problema y es realmente la herramienta adecuada para redistribuir la renta?

Recientemente, un flujo constante de comentarios ha apuntado a la política del banco central como un factor importante de desigualdad. La lógica, en pocas palabras, es que las tasas de interés hiperbajas han estado elevando implacablemente los precios de las acciones, las casas, las bellas artes, los yates y casi todo lo demás. Los ricos, y especialmente los ultrarricos, se benefician de manera desproporcionada.

Este argumento puede parecer convincente a primera vista. Pero en una reflexión más profunda, no se sostiene.

La inflación en las economías avanzadas ha sido extremadamente baja durante la última década (aunque se aceleró al 5,4% en Estados Unidos en junio). Cuando la política monetaria es la principal fuerza que empuja a la baja las tasas de interés, la inflación eventualmente aumentará. Pero, en los últimos tiempos, los principales factores que han provocado una tendencia a la baja de las tasas de interés incluyen el envejecimiento de la población, el bajo crecimiento de la productividad, el aumento de la desigualdad y el temor persistente de que vivamos en una era en la que las crisis son más frecuentes. Este último, en particular, otorga una prima a la “deuda segura” que pagará incluso en una recesión mundial.

Es cierto que la Reserva Federal de los EEUU (o cualquier banco central) podría comenzar impulsivamente a aumentar las tasas oficiales. Esto “ayudaría” a abordar la desigualdad de la riqueza al causar estragos en el mercado de valores. Sin embargo, si la Fed persistiera con este enfoque, es casi seguro que habría una gran recesión, lo que provocaría un alto desempleo entre los trabajadores de bajos ingresos. Y la clase media podría ver caer drásticamente el valor de sus casas o fondos de pensiones.

Además, el dominio global del dólar hace que los mercados emergentes y los países en desarrollo sean extremadamente vulnerables al aumento de las tasas de interés del dólar, especialmente con la pandemia de COVID-19 que aún se desata. Si bien el 1% más rico de las economías avanzadas perdería dinero a medida que un país tras otro fuera empujado al borde del incumplimiento, cientos de millones de personas en economías pobres y de ingresos medios bajos sufrirían mucho más.

Muchos progresistas de países ricos, al parecer, tienen poco tiempo para preocuparse por el 66% de la población mundial que vive fuera de las economías avanzadas y China. De hecho, la misma crítica se aplica a la creciente literatura académica sobre política monetaria y desigualdad. Gran parte de ella se basa en datos de EEUU y no piensa en nadie fuera de EEUU.

Aun así, es útil tratar de comprender cómo, bajo diferentes supuestos y circunstancias, la política monetaria podría afectar la distribución de la riqueza y la renta. Es posible que, a medida que avanza la inteligencia artificial y la política monetaria se vuelve mucho más sofisticada, los economistas encuentren mejores métricas que el empleo para juzgar las propiedades estabilizadoras de la política monetaria. Eso sería bueno.

Incluso hoy en día, la función reguladora de los bancos centrales significa que ciertamente pueden ayudar en los márgenes a abordar la desigualdad. En muchos países, incluido Japón, los bancos están obligados esencialmente a proporcionar cuentas básicas gratuitas o de muy bajo costo a la mayoría de los ciudadanos de bajos ingresos. Curiosamente, este no es el caso en los EEUU, aunque el problema podría resolverse elegantemente si la Fed emite una moneda digital del banco central .

Pero los ajustes de las tasas de interés son una herramienta demasiado contundente para que la política monetaria convencional desempeñe algún tipo de papel de liderazgo en la mitigación de la desigualdad. La política fiscal, incluidos los impuestos, las transferencias y el gasto público focalizado, es mucho más eficaz y sólida.

Una solución popular al problema de la desigualdad de la riqueza, defendida en particular por los economistas Emmanuel Saez y Gabriel Zucman de la Universidad de California, Berkeley, es un impuesto a la riqueza. Pero aunque está lejos de ser una idea loca, es difícil de implementar de manera justa y no tiene un gran historial en las economías avanzadas. Podría decirse que existen enfoques más simples, como reformar el impuesto al patrimonio y aumentar los impuestos a las ganancias de capital, que podrían lograr el mismo fin.

Otra idea sería cambiar a un sistema de impuestos progresivos al consumo, una versión más sofisticada de un impuesto sobre el valor agregado o sobre las ventas que afectaría a los poseedores de riqueza cuando vayan a gastar su dinero. Y un impuesto al carbono generaría enormes ingresos que podrían redirigirse hacia los hogares de ingresos bajos y medianos bajos.

Algunos podrían argumentar que la parálisis política significa que ninguna de estas propuestas redistributivas está avanzando lo suficientemente rápido, y que los bancos centrales deben superar la brecha si se quiere controlar la desigualdad. Esta visión parece olvidar que, aunque los bancos centrales tienen cierto grado de independencia operativa, no están facultados para asumir la toma de decisiones de política fiscal de las legislaturas.

Dado que la pobreza extrema ha disminuido en muchos países en las últimas décadas, la desigualdad se ha convertido en el principal desafío social. Pero la opinión de que la política de tipos de interés de un banco central puede y debe ser la principal fuerza impulsora de una mayor igualdad de ingresos es asombrosamente ingenua, independientemente de la frecuencia con la que se exprese. Los bancos centrales pueden hacer más para abordar el problema de la desigualdad, particularmente a través de la política regulatoria, pero no pueden hacer todo. Y, por favor, dejemos de ignorar a los otros dos tercios de la humanidad en este debate crucial.

(Kenneth Rogoff, profesor de Economía y Políticas Públicas en la Universidad de Harvard y ganador del Premio Deutsche Bank en Economía Financiera 2011, fue el economista jefe del Fondo Monetario Internacional de 2001 a 2003. Es coautor de This Time is Different: Eight Siglos de locura financiera y autor de La maldición del efectivo)

- El estado de excepción de la Fed (Project Syndicate - **12/8/21**)

Stanford.- Durante los últimos meses, ha habido un coro creciente de observadores económicos que expresaron su preocupación por el aumento de la inflación en los Estados Unidos. Gran parte del comentario (incluyendo el mío propio) se ha centrado en aparente continuación de la política monetaria expansiva de la Reserva Federal de Estados Unidos frente a la subida de precios. A pesar de un fuerte aumento en la tasa de crecimiento del dinero, el banco central todavía está involucrado en un programa de compra de activos a gran escala (por una suma de $ 120 mil millones por mes), y ha mantenido la tasa de fondos federales en el rango de 0.05 - 0,1%.

Esa tasa es excepcionalmente baja en comparación con períodos similares en la historia reciente. Para comprender por qué es excepcional, no es necesario mirar más allá del Informe de Política Monetaria del 9 de julio de 2021 de la Fed, que incluye reglas de política estudiadas desde hace mucho tiempo que prescribirían una tasa de política más alta que la tasa real actual. Una de ellas es la “regla de Taylor”, que sostiene que la Fed debe establecer su tasa de fondos federales objetivo de acuerdo con la brecha entre la inflación real y la objetivo.

La regla de Taylor, expresada como una ecuación sencilla, ha funcionado bien cuando se ha seguido a lo largo de los años. Si conecta la tasa de inflación actual durante los últimos cuatro trimestres (aproximadamente 4%), la brecha entre el PIB y su potencial para el segundo trimestre de 2021 (aproximadamente -2%), una tasa de inflación objetivo del 2% , etc. -llamada tasa de interés de equilibrio del 1% , obtiene una tasa de fondos federales deseada del 5%.

Además, la regla de Taylor implica que incluso si la tasa de inflación cae al 2% para fines de este año (lo que estaría muy por debajo de la mayoría de los pronósticos) y la producción económica alcanza su potencial, la tasa de fondos federales aún debería ser del 3%. Eso está muy lejos del nivel cercano a cero que implica la orientación futura de la Fed.

Dado que estos cálculos utilizan la tasa de inflación promediada durante los últimos cuatro trimestres, son consistentes con una forma de “metas de inflación promedio” que la propia Fed aprobó el verano pasado. También siguen la tasa de interés de equilibrio del 1% sugerida recientemente por la propia Fed, en lugar de la tasa del 2% que se ha utilizado tradicionalmente. Si se hubiera utilizado este último, la discrepancia entre la tasa de política en la regla y el nivel real de la tasa de fondos sería aún mayor.

Estos niveles posibles más altos para la tasa de fondos federales están siendo ignorados en gran medida en las discusiones informadas por la Fed. En cambio, la Fed insiste en que la inflación más alta de hoy es un subproducto temporal del efecto de la pandemia sobre la inflación el año pasado. Quienes defienden su postura actual señalan que las tasas de interés de mercado de los bonos a más largo plazo siguen siendo muy bajas. En los activos seguros del Tesoro, el rendimiento a cinco años es solo del 0,81% y el rendimiento a diez años es solo del 1,35%, muy por debajo de las tasas sugeridas por la regla de Taylor cuando se promedia sobre estos vencimientos. Teniendo en cuenta estos factores, muchos comentaristas dicen que no se preocupen: los mercados probablemente estén siendo racionales cuando pronostican tasas bajas.

El problema con esta línea de razonamiento es que las tasas bajas a largo plazo probablemente sean causadas por la propia insistencia de la Fed en mantener las tasas bajas hasta donde alcanza la vista. Como Josephine M. Smith y yo mostramos en un estudio de 2009, hay que considerar una “Estructura de términos de las reglas de política”. Efectivamente, la regla de política para los bonos de vencimiento más largo depende de la regla de política para la tasa de fondos federales de mucho más corto plazo, según la perciben las personas en el mercado. Si la Fed convence al mercado de que se mantendrá bajo, la estructura temporal de las tasas de interés implicará tasas más bajas a largo plazo.

La situación actual es similar a la de 2004, cuando el entonces presidente de la Fed, Alan Greenspan, notó que los rendimientos de los bonos del Tesoro a diez años no parecían estar relacionados con movimientos en la tasa de fondos federales. Llamó a esto un “acertijo”, porque la tasa de interés real a corto plazo no estaba generando un aumento tan grande en las tasas de interés a largo plazo como cabría esperar en base a la experiencia previa. El endurecimiento de la política monetaria no estaba teniendo tanto efecto en los tipos a largo plazo como en períodos anteriores de endurecimiento.

Durante este período, la tasa de los fondos federales se desvió significativamente de lo que habría predicho la respuesta típica de la Fed, al igual que lo está haciendo hoy. Cuando la tasa real de fondos federales se desvió significativamente del nivel sugerido por las reglas de política, la respuesta de la tasa de interés a corto plazo a la inflación pareció ser mucho menor, al menos desde la perspectiva de los participantes del mercado que intentaban evaluar la política de la Fed. Y esta percepción de un coeficiente de respuesta más pequeño en la regla de política puede haber llevado a los participantes del mercado a esperar respuestas más pequeñas de las tasas de interés a largo plazo a la inflación y, por lo tanto, tasas de interés a largo plazo más bajas.

Hoy, parece que la Fed se está desviando de las reglas de política monetaria. Ha marcado su propio camino para la orientación futura, y el mercado está basando sus estimaciones de tasas futuras en la expectativa de que esta desviación continúe. Pero la historia nos dice que no puede continuar indefinidamente. Eventualmente, la Fed tendrá que volver a una regla de política, y cuando lo haga, el enigma desaparecerá. Cuanto antes ocurra esto, más suave será la recuperación. Todavía hay tiempo para ajustar y volver a una regla de política, pero el tiempo se está agotando.

(John B. Taylor, ex subsecretario del Tesoro de los Estados Unidos (2001-05), es profesor de economía en la Universidad de Stanford y miembro principal de la Hoover Institution. Es autor de Global Financial Warriors y coautor (con George P. Shultz) de Choose Economic Freedom)

- El-Erian advierte: la Fed está alimentando una “tormenta perfecta” para la economía (El Economista - **8/8/21**)

Nunca llueve a gusto de todos, y algunas voces llevan varios meses criticando las políticas acomodaticias de la Reserva Federal de EEUU. El último en sumarse ha sido Mohammed El-Erian, consejero de Allianz y reputado profesor universitario, quien ha señalado que las medidas que el banco central estadounidense viene implementando para sacar a la economía del país de los efectos de la pandemia pueden llegar a generar una “tormenta perfecta” que no solo perjudique a las personas sino que incremente la desigualdad social.

En un artículo en The Washington Post, El-Erian defiende que el actual rumbo del organismo que dirige Jerome Powell puede abocar a “una combinación de alta inflación, desaceleración del crecimiento e inestabilidad financiera” a finales de este año e inicios de 2022. “Esto tendría consecuencias políticas y sociales que podrían socavar aún más la tan necesaria recuperación económica y exponer a los segmentos más vulnerables de nuestra población a un mayor dolor. Y se afianzaría en un momento en el que, debido a la persistente alta inflación, la Fed se sentiría obligada a pisar el freno de la política monetaria, agravando todos los elementos de esta desafortunada mezcla”, apunta.

En este sentido, el también presidente del Queens' College establece cinco razones por las que las iniciativas de la Fed perjudicarán a la economía y al programa económico de Joe Biden. En primer lugar, El-Erian subraya que el banco central no está usando las herramientas adecuadas para impulsar la economía, puesto que los problemas fundamentales se encuentran en la perturbación de la oferta, dados los cuellos de botella en la producción, así como los problemas para encontrar trabajadores cualificados y en las cadenas de suministro.

Por otra parte, el profesor alude a que las políticas acomodaticias sólo van a lograr impulsar aún más la inflación a tener una demanda ya en alza, una de las principales preocupaciones que muchos economistas vienen señalando en las últimas semanas. Aunque desde la Fed afirman que es una inflación pasajera fruto de la recuperación económica, estudiosos como El-Erian creen que puede ser una circunstancia más sostenida en el tiempo que acabe perjudicando al consumidor y enfriando el consumo.

En tercer lugar, El-Erian afirma que la intervención en los mercados está distorsionando el sistema de fijación de precios, lo que mermará la productividad y el dinamismo de la economía.

A nivel bursátil, el gurú indica que se está fomentando la toma de riesgos en los mercados, con las empresas cotizando muy por encima del valor que sería sensato dadas sus cuentas.

Finalmente, El-Erian pone el foco en el sector inmobiliario, ya que considera que la compra de hipotecas por parte de la Fed está sobrecalentando los precios, lo que afecta al ciudadano, que tendrá que pagar más para adquirir el mismo inmueble.

Para evitar todo esto, el profesor se gira hacia las propuestas de la Administración Biden, defendiendo su programa fiscal. El-Erian cree que es fundamental sacar adelante el plan de infraestructuras que sigue debatiéndose en el Congreso, de forma que contribuya a eliminar los cuellos de botella en el lado de la demanda, además de generar puestos de trabajo.

- Powell compra tranquilidad a cambio de un mayor riesgo inflacionista (El Economista - **28/8/21**)

En los últimos años, de los muchos aspectos que hemos normalizado en nuestros análisis, uno de los más importantes es la intervención permanente de los Bancos Centrales mediante políticas monetarias expansivas. Hoy en día pocas voces alertan de los problemas de que esta conducta se perpetúe en el tiempo, considerando como mala noticia o fracaso un discurso o actuación de un banquero central de retirada de estímulos monetarios y subida de los tipos de interés. Ésta es la opinión mayoritaria de inversores, políticos y analistas, los cuales ejercen una enorme presión sobre los Bancos Centrales para mantener un statu quo que se prolonga más de una década: tipos de interés nominales prácticamente nulos, tipos reales negativos, enormes facilidades crediticias que sostienen negocios donde conseguir una rentabilidad consistentemente por encima del coste de capital deja de ser una prioridad…

Consciente de esta realidad, el presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos, Jerome Powell, no podía hacer otro discurso que no fuera intentar contentar a los mercados, pero al mismo tiempo, tampoco podía dejar de hacer su trabajo que no es otro en un banquero central que el de intentar controlar la inflación frenando la oferta monetaria. Con este difícil equilibrio, Powell consiguió el objetivo de lanzar un mensaje satisfactorio para los mercados y, en paralelo, reducir las críticas de aquellos que le acusaban de no hacer nada frente a la inflación. Un balón de oxígeno tanto para la Fed como para el resto de los mayores bancos centrales a nivel mundial, los cuales han ganado gracias a Jackson Hole dos meses más para comprobar si la inflación es tan transitoria como predican, o si por el contrario deben tomar medidas urgentes para contener una crisis estanflacionaria con un alto poder destructor.

Los argumentos para persistir en una política monetaria expansiva se han ido reduciendo de manera paulatina en los últimos años. Pero aun así, el consenso mayoritario en materia económica y monetaria defendía la intervención monetaria como un mecanismo de apoyo al crecimiento a coste cero, ya que no había ningún riesgo de inflación. Todo ello se hacía bajo un presupuesto implícito que era la práctica imposibilidad de que la inflación volviera a estar presente. Se creía que la revolución digital, la eficiencia creciente de los procesos productivos, el crecimiento moderado de los salarios y poder adquisitivo en los países occidentales, la acumulación de deuda pública o la dificultad de canalizar la expansión monetaria hacia el mercado vía crédito, eran argumentos más que suficientes para pensar que viviríamos un proceso de deflación más o menos moderada.

Sin embargo, lo que en origen fue una crisis de demanda y que ahora se ha convertido en una grave crisis de oferta -el coronavirus- con carácter estructural, ha sido el detonante de un proceso inflacionista preocupante tanto por su origen como por su dinámica. Ha acabado de golpe con el sueño de un mundo de políticas expansivas de demanda sin correr con el coste de la inflación. Una situación conceptualmente parecida a lo que ocurrió entre finales de los sesenta y principios de los setenta del siglo XX. Tras casi dos décadas de políticas de demanda operando al margen de las más elementales leyes económicas (crecimiento modesto con inflación “tolerable”), la ruptura de varias cadenas de suministros, la acumulación de déficits crónicos en las balanzas corrientes y los “cuellos de botella” en las materias primas críticas para el crecimiento, provocaron la estanflación que no pudo arreglarse hasta bien entrados los ochenta.

Siendo éste el escenario de mayor riesgo para las economías occidentales, sería un gran error no actuar a tiempo retirando de una manera ordenada pero con ambición los estímulos monetarios en una acción coordinada con el resto de los principales Bancos Centrales. No resulta creíble la explicación que ofrece Powell sobre la dinámica de la inflación en Estados Unidos (la cual en buena parte hunde sus raíces en la política fiscal expansiva de los últimos meses de Trump con los cheques familiares, cosa que Powell omite de manera escandalosa) debida a la sustitución de consumo de servicios por bienes duraderos. Éste puede ser un factor que contribuya, pero ni mucho menos es el principal detonante, obviando el impacto del encarecimiento generalizado de las materias primas, la problemática cada vez mayor de la seguridad de suministro de los materiales más críticos, la dificultad de restaurar en un plazo corto de tiempo las cadenas de suministros globales que se han roto durante y después de la pandemia o cómo China ha dejado de “exportar deflación” al mundo para “exportar inflación”.

En suma, es necesaria una agenda clara y drástica de retirada de los estímulos monetarios. Especialmente en el caso de Europa, no se justifica mantener por más tiempo una política expansiva porque ni hay problemas de liquidez en el mercado ni hay problemas en la financiación de las empresas. La preocupación debe dirigirse hacia las reformas regulatorias y fiscales que permitan acelerar la creación de empleo y el crecimiento de las rentas, especialmente de las más bajas. Un factor fundamental es la reducción de la desigualdad de renta, la cual está creciendo entre otros causantes por la política monetaria. Los deciles más altos con una proporción de rentas del trabajo vs. rentas del capital a favor de las segundas y un incremento del valor de los activos no tanto por mayor ahorro vía salarios sino vía inflación de índices y bonos, experimentan un shock de riqueza muy positivo y transitorio. Sin embargo, en aquellas familias cuyos ingresos dependen fundamentalmente de las rentas del trabajo y su patrimonio está basado esencialmente en inmuebles que no generan rentas y en cuentas corrientes que no generan ningún tipo de rentabilidad, no existe tal shock positivo.

Por consiguiente, la diferencia en porcentajes sobre el total entre los que sí ganan y los que no lo hacen está creciendo de una forma extraordinaria. Además, la inflación está perjudicando especialmente a las clases medias y bajas en las democracias occidentales. Dada la estructura de consumo (la otra fuente de desigualdad, de consumo), el tipo de bienes de consumo más comprados por las rentas bajas son los que más están sufriendo la inflación (materias primas básicas, alimentos y energía, entre otros). Es sano y conveniente preocuparse por la inflación, ya que a estas alturas de año es muy difícil seguir sosteniendo que es un fenómeno transitorio.

(Javier Santacruz Cano - Economista)

- La amenaza de estanflación es real (Project Syndicate - **30/8/21**)

Nueva York.- He estado alertando durante varios meses que la combinación actual de expansión monetaria, el crédito y las políticas fiscales pueden estimular excesivamente la demanda agregada y dar lugar a un sobrecalentamiento inflacionista. Para agravar el problema, las perturbaciones negativas de la oferta a mediano plazo reducirán el crecimiento potencial y aumentarán los costos de producción. Combinadas, estas dinámicas de oferta y demanda podrían conducir a una estanflación al estilo de la década de 1970 (aumento de la inflación en medio de una recesión) y, finalmente, incluso a una grave crisis de deuda.

Hasta hace poco, me enfocaba más en los riesgos a mediano plazo. Pero ahora se puede argumentar que la estanflación “leve” ya está en marcha. La inflación está aumentando en los Estados Unidos y muchas economías avanzadas, y el crecimiento se está desacelerando drásticamente, a pesar de los estímulos monetarios, crediticios y fiscales masivos.

Ahora existe un consenso de que la desaceleración del crecimiento en los EEUU, China, Europa y otras economías importantes es el resultado de cuellos de botella en la oferta en los mercados laborales y de bienes. El giro optimista de los analistas y políticos de Wall Street es que esta leve estanflación será temporal y durará solo mientras duren los cuellos de botella de la oferta.

De hecho, hay múltiples factores detrás de la mini estanflación de este verano. Para empezar, la variante Delta está aumentando temporalmente los costos de producción, reduciendo el crecimiento de la producción y restringiendo la oferta de mano de obra. Los trabajadores, muchos de los cuales todavía reciben los beneficios de desempleo mejorados que expirarán en septiembre, se muestran reacios a regresar al lugar de trabajo, especialmente ahora que Delta está disparado. Y las personas con niños pueden necesitar quedarse en casa debido al cierre de escuelas y la falta de servicios de cuidado infantil asequibles.

Por el lado de la producción, Delta está interrumpiendo la reapertura de muchos sectores de servicios y lanzando una llave inglesa a las cadenas de suministro, puertos y sistemas logísticos globales. La escasez de insumos clave, como los semiconductores, está obstaculizando aún más la producción de automóviles, productos electrónicos y otros bienes de consumo duraderos, lo que impulsa la inflación.

Aun así, los optimistas insisten en que todo esto es temporal. Una vez que Delta se desvanezca y los beneficios expiren, los trabajadores regresarán al mercado laboral, los cuellos de botella de producción se resolverán, el crecimiento de la producción se acelerará y la inflación subyacente, que ahora se acerca al 4% en los EEUU, se reducirá al 2% de la Reserva Federal de EEUU objetivo para el próximo año.

Por el lado de la demanda, mientras tanto, se supone que la Reserva Federal de Estados Unidos y otros bancos centrales comenzarán a relajar sus políticas monetarias poco convencionales. Combinado con algo de lastre fiscal el próximo año (cuando los déficits pueden ser menores), esto supuestamente reducirá los riesgos de recalentamiento y mantendrá a raya la inflación. La leve estanflación de hoy dará paso a un feliz resultado de Ricitos de Oro (un crecimiento más fuerte y una inflación más baja) para el próximo año.

Pero, ¿qué pasa si esta visión optimista es incorrecta y la presión estanflacionaria persiste más allá de este año? Vale la pena señalar que varias medidas de inflación no solo están muy por encima del objetivo, sino que también son cada vez más persistentes. Por ejemplo, en los EEUU, es probable que la inflación subyacente, que excluye los precios volátiles de los alimentos y la energía, aún se acerque al 4% para fin de año. También es probable que las políticas macroeconómicas sigan siendo flexibles, a juzgar por los planes de estímulo de la administración Biden y la probabilidad de que las economías débiles de la eurozona tengan grandes déficits fiscales incluso en 2022. Y el Banco Central Europeo y muchos otros bancos centrales de economías avanzadas siguen estando plenamente comprometidos a continuar con las políticas no convencionales durante mucho más tiempo.

Aunque la Fed está considerando reducir su expansión cuantitativa (QE), es probable que se mantenga moderada y detrás de la curva en general. Como la mayoría de los bancos centrales, ha caído en una “trampa de la deuda” por el aumento de los pasivos públicos y privados (como porcentaje del PIB) en los últimos años. Incluso si la inflación se mantiene por encima de lo previsto, salir de la QE demasiado pronto podría provocar que los mercados de bonos, crédito y acciones colapsen. Eso sometería a la economía a un aterrizaje brusco, lo que podría obligar a la Fed a revertirse y reanudar la QE.

Después de todo, eso es lo que sucedió entre el cuarto trimestre de 2018 y el primer trimestre de 2019, luego del intento anterior de la Fed de subir las tasas y revertir la QE. Los mercados de crédito y de valores se desplomaron y la Fed detuvo debidamente el endurecimiento de su política. Luego, cuando la economía de EEUU sufrió una desaceleración impulsada por la guerra comercial y una leve incautación del mercado de repos unos meses después, la Fed volvió por completo a recortar las tasas y perseguir la QE (a través de la puerta trasera).

Todo esto sucedió un año completo antes de que COVID-19 atacara la economía y empujara a la Fed y otros bancos centrales a involucrarse en políticas monetarias no convencionales sin precedentes, mientras que los gobiernos diseñaron los mayores déficits fiscales desde la Gran Depresión. La verdadera prueba del temple de la Fed llegará cuando los mercados sufran una conmoción en medio de una economía en desaceleración y una alta inflación. Lo más probable es que la Fed se debilite y parpadee.

Como he argumentado anteriormente, es probable que persistan shocks de oferta negativos a medio y largo plazo. Ya se pueden discernir al menos nueve.

Para empezar, existe la tendencia hacia la desglobalización y el aumento del proteccionismo, la balcanización y reubicación de cadenas de suministro lejanas y el envejecimiento demográfico de las economías avanzadas y los mercados emergentes clave. Las restricciones de inmigración más estrictas están obstaculizando la migración desde el Sur global más pobre hacia el Norte más rico. La guerra fría chino-estadounidense apenas está comenzando y amenaza con fragmentar la economía global. Y el cambio climático ya está perturbando la agricultura y provocando picos en los precios de los alimentos.

Además, las pandemias mundiales persistentes conducirán inevitablemente a una mayor autosuficiencia nacional y controles de exportación de bienes y materiales clave. La guerra cibernética está interrumpiendo cada vez más la producción, pero sigue siendo muy costosa de controlar. Y la reacción política contra la desigualdad de ingresos y riqueza está impulsando a las autoridades fiscales y reguladoras a implementar políticas que fortalezcan el poder de los trabajadores y los sindicatos, preparando el escenario para un crecimiento salarial acelerado.

Si bien estos choques de oferta negativos persistentes amenazan con reducir el crecimiento potencial, la continuación de políticas monetarias y fiscales laxas podría desencadenar un desanclaje de las expectativas de inflación. La espiral de precios y salarios resultante marcaría el comienzo de un entorno estanflacionario a medio plazo peor que el de la década de 1970, cuando las relaciones deuda / PIB eran más bajas de lo que son ahora. Por eso, el riesgo de una crisis de deuda estanflacionaria seguirá acechando a medio plazo.

(Nouriel Roubini, director ejecutivo de Roubini Macro Associates, es un ex economista senior de asuntos internacionales en el Consejo de Asesores Económicos de la Casa Blanca durante la administración Clinton. Ha trabajado para el Fondo Monetario Internacional, la Reserva Federal de los Estados Unidos y el Banco Mundial, y fue profesor de economía en la Stern School of Business de la Universidad de Nueva York. Su sitio web es NourielRoubini.com, y es el anfitrión de NourielToday.com)

- ¿Cometerá Biden un error histórico en la Fed? (Project Syndicate - **1/9/21**)

Berkeley.- En 1987, Alan Greenspan fue designado por el presidente republicano Ronald Reagan para presidir la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal de Estados Unidos, sucediendo a Paul Volcker. Ocho años después, el presidente demócrata Bill Clinton quedó impresionado por la voluntad de Greenspan de utilizar la política monetaria para compensar la reducción fiscal de su administración. Esto evitó que el crecimiento se estancara en la década de 1990, y Greenspan lo hizo a pesar de la oposición partidista de los republicanos que lo denunciaron por una política monetaria demasiado flexible. En 1996, Clinton volvió a nombrar a Greenspan para un tercer mandato y luego para un cuarto en 2000.

Pero el hecho de que Greenspan se alimentara del (muy beneficioso) boom de las puntocom de los noventa resultó ser la última vez que actuó con valentía, sabiduría y de manera no partidista. En la década de 2000, puso la lealtad partidista en primer lugar, respaldando los recortes de impuestos de 2001 y 2003 del presidente republicano George W. Bush, aunque evidentemente los consideró una mala política.

Cuando el gobernador de la Fed, Edward Gramlich, advirtió que las hipotecas, los derivados y los derivados hipotecarios exigían un escrutinio y una regulación mucho más rigurosos, Greenspan rechazó este argumento e insistió en que no era su lugar interponerse en el camino de los prestamistas que quieren prestar a compradores de vivienda que quieren pedir prestado. No importa que esta filosofía macroprudencial estuviera en directa contradicción con la famosa articulada por su anterior predecesor, William McChesney Martin, quien en 1955 explicó que **el trabajo del presidente de la Fed es quitar la ponchera antes de que la fiesta se vuelva demasiado estridente, a pesar de que los asistentes a la fiesta son demasiado escandalosos. Y que fuera probable que protestaran.**

Cuando Greenspan se retiró en enero de 2006, fue reemplazado por Ben Bernanke, un designado por Bush que impresionó al presidente demócrata Barack Obama con su voluntad de trabajar sobre una base bipartidista para empujar los límites percibidos de la política monetaria en la lucha contra la Gran Recesión. En 2009, Obama volvió a nombrar debidamente a Bernanke, quien mantuvo la línea al continuar con las políticas de flexibilización cuantitativa (QE) de la Fed a pesar de los aullidos de indignación de los republicanos.

En 2010, los economistas y no economistas republicanos habían decidido que su máxima prioridad era asegurarse de que Obama fuera un “presidente de un solo mandato”. Comenzaron a exigir una rápida normalización de la política monetaria, que seguramente produciría un mayor desempleo, y descartaron como una farsa la prosperidad que había creado la expansión monetaria.

La prosperidad no fue una farsa, pero fue lo suficientemente escasa como para que la discusión ganara fuerza. En diciembre de 2009, la relación empleo-población de EEUU era del 58,3%, todavía muy por debajo de su nivel anterior a la crisis del 63,4% (en diciembre de 2006). Tres años después, en diciembre de 2012, era solo del 58,7%; y cuando Bernanke renunció, en enero de 2014, no había subido más.

No es sorprendente que Bernanke se sintiera amargamente decepcionado por la anémica recuperación posterior a 2008. Tan recientemente como a fines de la década de 1990, había argumentado enérgicamente que el Banco de Japón debería hacer todo lo necesario para restaurar la economía japonesa al pleno empleo. Pero las cosas le parecían diferentes cuando dejó la academia para convertirse en banquero central. No fue sino hasta después de su salida de la Fed que la relación empleo-población de EEUU comenzó a aumentar a la tasa anual de un punto porcentual necesaria para llevar la economía a una distancia sorprendente del pleno empleo. Alcanzó ese nivel durante el mandato del presidente republicano Donald Trump, quien reemplazó a la segunda presidenta de la Fed de Obama, Janet Yellen, por Jerome Powell.

Ahora, parece que el presidente Joe Biden, un demócrata, está listo para volver a nombrar a Powell para otro mandato de cuatro años. No entiendo por qué haría tal cosa. Las opiniones de Powell sobre la regulación financiera y la gestión macroeconómica no están ni remotamente alineadas con las del casi consenso demócrata. Aunque ha pasado los últimos cuatro años siguiendo políticas de tasa de interés y QE que están de acuerdo con la visión demócrata predominante, es importante considerar los dos factores principales detrás de esto.

La primera razón es que el Partido Republicano se ha dividido por la mitad, y por lo tanto neutralizado, por un amargo conflicto entre los instintos instintivos de dinero duro de los dignos del Partido Republicano y los instintos instintivos de dinero blando de Trump, el desarrollador inmobiliario, para quien el dinero nunca puede ser demasiado barato. La segunda razón es que el gobernador de la Fed, Lael Brainard, ha sido extremadamente persuasivo al argumentar que la tasa de interés neutral actual aún está por debajo de cero, y que la inflación impulsada por el impacto de la oferta causada por la pandemia de COVID-19 debe adaptarse.

El primer factor se está desvaneciendo. Sin Trump en el cargo, y sin el temor de que la escasez de dinero erosione los márgenes de voto a corto plazo, los republicanos están a punto de unirse abrumadoramente detrás del tema de conversación de que la política monetaria debe ajustarse sustancialmente de inmediato. Powell, siendo un republicano digno, escuchará y seguirá esta línea.

Si cree que la perspectiva republicana estándar del dinero fuerte es una buena política en esta etapa de la recuperación, esa es su prerrogativa. Pero si no simpatiza con este punto de vista, debería estar firmemente en contra de la reelección de Powell. La alternativa obvia es Brainard, un ex economista académico y subsecretario del Departamento del Tesoro de EE. UU. que se ha desempeñado en la Junta de la Fed desde 2014.

Para volver a nombrar a Powell, Biden y sus asesores tendrían que ofrecer un argumento convincente contra Brainard. ¿Nos van a decir que carece de las habilidades técnicas, la experiencia, el carisma o la persuasión necesarios en política monetaria y regulatoria? Ciertamente espero que no. Brainard mantuvo el rumbo en su puesto durante los días oscuros de la administración Trump. Para una administración demócrata que actualmente disfruta de una mínima mayoría en el Senado, su nombramiento como presidenta de la Fed debería ser una decisión fácil.

(J. Bradford DeLong es profesor de economía en la Universidad de California, Berkeley e investigador asociado en la Oficina Nacional de Investigación Económica. Fue subsecretario adjunto del Tesoro de los Estados Unidos durante la administración Clinton, donde estuvo muy involucrado en las negociaciones presupuestarias y comerciales. Su papel en el diseño del rescate de México durante la crisis del peso de 1994 lo colocó a la vanguardia de la transformación de América Latina en una región de economías abiertas y consolidó su estatura como una voz líder en los debates de política económica)

- Aprendiendo las lecciones correctas de la experimentación económica de EEUU (Project Syndicate - **10/9/21**)

Cambridge.- La conversación sobre política económica en los Estados Unidos se ha transformado por completo en el espacio de unos pocos años. El neoliberalismo, el Consenso de Washington, el fundamentalismo de mercado, llámelo como quiera, ha sido reemplazado por algo muy diferente.

En política macroeconómica, los temores sobre la deuda y la inflación han dado paso a una preferencia por sobreestimular la economía y minimizar los riesgos para la estabilidad de precios. En cuanto a los impuestos, la aquiescencia tácita en una carrera global hacia el fondo se acabó, y el establecimiento de una tasa mínima global para las corporaciones multinacionales está de moda. La política industrial, que ni siquiera podía mencionarse en una compañía educada hasta hace poco, ha vuelto con fuerza.

La lista continúa. Mientras que las palabras de moda en la política del mercado laboral solían ser desregulación y flexibilidad, ahora se habla de buenos empleos, corregir los desequilibrios en el poder de negociación y empoderar a los trabajadores y sindicatos. Las grandes empresas de tecnología y plataformas solían ser vistas como una fuente de innovación y beneficios para el consumidor; ahora son monopolios que necesitan ser regulados y posiblemente desarticulados. La política comercial tenía que ver con la división global del trabajo y la búsqueda de la eficiencia; ahora se trata de resiliencia y salvaguarda de las cadenas de suministro nacionales.

Algunos de estos cambios son ajustes necesarios al amortiguador COVID-19. Y quizás también sean el inevitable cambio de sentido producido por un largo período de creciente desigualdad, inseguridad económica y poder de mercado concentrado en la economía estadounidense. Pero el crédito también pertenece con razón al presidente Joe Biden, quien trajo un nuevo equipo económico a Washington y se apresuró a respaldar nuevas ideas a pesar de las críticas de los veteranos.

El modelo fundamentalista de mercado que previamente dio forma a la política económica en los Estados Unidos y gran parte de Europa Occidental desde la revolución Reagan-Thatcher de la década de 1980 tenía un pedigrí intelectual previo. Fue desarrollado en los pasillos de la academia y popularizado por intelectuales públicos como Milton Friedman.

Esta vez, los economistas académicos se han puesto al día en gran medida. Aunque el entusiasmo por el libre mercado ha disminuido entre los economistas, no ha habido desarrollos programáticos al estilo del keynesianismo o del conservadurismo Friedman. Los responsables de la formulación de políticas que buscaran a los economistas en busca de soluciones al por mayor que fueran más allá de los retoques se habrían sentido decepcionados.

Sin embargo, los economistas claramente se han visto afectados por el cambio de humor. Por ejemplo, en el retiro anual de banqueros centrales en Jackson Hole, Wyoming, a fines de agosto, un equipo de primer nivel de economistas académicos del MIT, Harvard, Northwestern y la Universidad de Chicago presentó un artículo que mostraba por qué un salto transitorio en la inflación puede ser algo bueno. Cuando los salarios son rígidos a la baja, no caen tan fácilmente como aumentan, el cambio estructural puede verse facilitado por un aumento de los salarios en las partes de la economía que experimentan un aumento de la demanda. Si bien esto puede hacer que la inflación general exceda la meta del banco central, podría ser deseable, no obstante, en la medida en que permita el ajuste de los salarios relativos entre sectores.

De manera similar, David Autor del MIT ha escrito recientemente que la escasez de mano de obra en los EEUU de la que se quejan muchos empleadores (las vacantes no se cubren porque no hay suficientes trabajadores dispuestos a aceptar los trabajos que se ofrecen) es en realidad algo bueno. El problema, argumenta, es que la economía estadounidense produce demasiados trabajos “malos” con salarios bajos y pocos beneficios. Si la pandemia ha hecho que los trabajadores sean más exigentes y selectivos, deberían ser los empleadores los que tengan que adaptarse. En última instancia, la equidad y la productividad requieren no solo más puestos de trabajo, sino puestos de trabajo de mayor calidad.

Una virtud de los escritos de los economistas académicos es que aclaran la naturaleza contingente de las prioridades políticas actuales en Estados Unidos. El estudio de Jackson Hole, por ejemplo, muestra que la inflación temporal es una solución aceptable solo en condiciones particulares: el ajuste sectorial es impulsado por cambios en la demanda del consumidor, los salarios no pueden caer y el estímulo monetario no impide el cambio estructural al aumentar demasiado la rentabilidad en el país en sectores que necesitan contraerse. En los países en desarrollo, por el contrario, los salarios son bastante flexibles en el empleo informal, y la expansión de los sectores modernos se ve frenada por las limitaciones de la oferta. En estas condiciones, es mucho menos probable que el estímulo monetario o fiscal sea eficaz.

No obstante, existe el riesgo de que otros países malinterpreten los cambios en los EEUU y que los responsables de la formulación de políticas en otros lugares copien ciegamente los remedios de EEUU sin prestar atención a las especificidades de sus propias circunstancias. En particular, los países en desarrollo que carecen de espacio fiscal y tienen que endeudarse en moneda extranjera deben desconfiar de una dependencia excesiva de los estímulos macroeconómicos.

El verdadero problema de muchos países en desarrollo hoy en día es que el modelo de industrialización tradicional orientado a la exportación ha perdido fuerza. Generar empleos buenos y productivos requiere un modelo de desarrollo diferente, con énfasis en los servicios, el mercado interno y la ampliación de la clase media. Y las fallas del mercado o del gobierno que bloquean la expansión de oportunidades de empleo más productivas en los servicios solo pueden resolverse con remedios estructurales.

La reconsideración de la política económica en los pasillos de la burocracia económica de Washington es bienvenida. Pero la verdadera lección que otros países deberían extraer de ella es que la economía, como ciencia social, respalda diferentes consejos de política para diferentes circunstancias. Así como las circunstancias cambiantes y las preferencias políticas en los Estados Unidos están produciendo nuevos remedios, otros países harían bien en enfocarse en sus propios problemas y limitaciones específicos.

(Dani Rodrik, profesor de economía política internacional en la Escuela de Gobierno John F. Kennedy de la Universidad de Harvard, es presidente de la Asociación Económica Internacional y autor de Straight Talk on Trade: Ideas for a Sane World Economy)

- Por qué Estados Unidos debe ir a lo grande en infraestructura (Project Syndicate - **9/9/21**)

Berkeley.- Los economistas de todo el espectro político han abogado durante mucho tiempo por un aumento de la inversión en infraestructura en los Estados Unidos. Ahora, el Congreso está debatiendo paquetes de gasto en infraestructura que garantizarían la recuperación económica actual e impulsarían el crecimiento potencial durante la próxima década.

A pesar de las profundas divisiones partidistas en la mayoría de los otros temas, el Senado aprobó recientemente la Ley de Empleo e Inversión en Infraestructura de $ 1 billón (IIJA) por una gran mayoría. El proyecto de ley ahora debe ser aprobado por la Cámara de Representantes, donde la presidenta de la Cámara de Representantes, Nancy Pelosi, ha obtenido un acuerdo para su votación a fines de septiembre. La aprobación parece probable, pero de ninguna manera es segura, dada la total falta de apoyo de los republicanos de la Cámara y las actuales divisiones entre los demócratas de la Cámara.

El IIJA se centra en la infraestructura física tradicional, donde gran parte de la necesidad es de mantenimiento atrasado, comprometiendo alrededor de $ 550 mil millones para inversiones en elementos como carreteras y puentes, infraestructura de agua y banda ancha. El proyecto de ley también contiene inversiones relacionadas con el clima en transmisión de energía limpia e infraestructura de vehículos eléctricos, incluida la electrificación de autobuses escolares y de tránsito.

Estas inversiones se pagarían mediante una combinación de fondos de ayuda de emergencia no utilizados, tarifas de usuarios corporativos, aplicación de impuestos reforzada e ingresos de un crecimiento económico más fuerte. La Oficina de Presupuesto del Congreso advierte que el IIJA podría aumentar el déficit fiscal en $ 256 mil millones durante la próxima década. Pero se justifican préstamos adicionales para financiar la infraestructura, dado que el costo real de los préstamos federales se encuentra actualmente en el rango del 2%, mientras que el retorno proyectado de la inversión en infraestructura física es de alrededor del 7%.

El IIJA, además, es solo un anticipo de las inversiones en capital físico y humano necesarias para lograr un crecimiento inclusivo y sostenible. El Congreso debe aprobar un plan aún más grande y audaz que se centre en el desarrollo humano, la movilidad económica y la resiliencia climática.

Con ese fin, el Senado, con solo el apoyo demócrata, aprobó recientemente una resolución presupuestaria de $ 3,5 billones para los próximos diez años que incluye tales inversiones, y la Cámara ahora ha incorporado el plan en su marco presupuestario. Una vez más, la aprobación del plan no es segura. Deben decidirse los detalles importantes, y quedan por delante arduas negociaciones sobre financiación y elementos no relacionados con la infraestructura (incluida la inmigración).

La economía de Estados Unidos descansa sobre cimientos frágiles. Si bien el repunte de la recesión del COVID-19 ha sido sorprendentemente rápido y sólido, la Reserva Federal de los EEUU puede comenzar pronto a reducir sus compras mensuales de bonos, y la emergencia fiscal anterior y los paquetes de gasto de estímulo pronto seguirán su curso. La propagación de la variante Delta (debido a la vacilación de las vacunas) ya ha reducido la demanda en sectores sensibles a la pandemia como los viajes, el turismo y la hostelería. Peor aún, la recuperación aún no ha llegado a muchos de los trabajadores más afectados por la “ recesión dual ” , especialmente a las personas sin educación universitaria, las mujeres con salarios más bajos y las personas de color en sectores vulnerables.

Además, la participación en la fuerza laboral sigue siendo baja, en gran parte porque el cierre de escuelas ha obligado a muchos padres (predominantemente mujeres) a dejar la fuerza laboral para cuidar a sus hijos. Las afirmaciones con motivaciones políticas de que la ampliación de los beneficios por desempleo ha fomentado una baja participación en la fuerza laboral desaparecerán cuando esos beneficios expiren este mes. De hecho, la experiencia de los estados que decidieron recortar los beneficios mejorados antes ya ha refutado el argumento de que esas disposiciones estaban socavando los incentivos laborales.

La recuperación ha sido buena para los accionistas, los propietarios de viviendas y los ricos. Los mercados de valores están alcanzando máximos históricos y los precios de las viviendas han subido un 25% con respecto al año anterior. La cantidad de multimillonarios continúa creciendo, con su riqueza general aumentando en un 62% desde 2020. En general, la desigualdad ha seguido aumentando mientras que la movilidad económica ha disminuido, dejando un número creciente de estadounidenses más atrás.

El plan presupuestario de $ 3,5 billones propone importantes inversiones en infraestructura social para cambiar esta trayectoria. Estos incluyen $ 726 mil millones para servicios preescolares, cuidado de niños para familias trabajadoras, colegios comunitarios gratuitos, aumento de fondos para universidades y colegios universitarios históricamente negros, y expansiones de becas Pell y atención primaria de salud. También hay más de $ 300 mil millones destinados a vivienda pública, el Fondo Fiduciario de Vivienda, asequibilidad de la vivienda y fideicomisos de equidad y tierras comunitarias.

Para fomentar un crecimiento sostenible y equitativo, el plan incluye casi $ 200 mil millones para el desarrollo de energías limpias y $ 135 mil millones para abordar los incendios forestales, las sequías y otros desafíos impulsados ​​por el clima. A medida que aumenta la evidencia de los efectos adversos del cambio climático, el rechazo y la resistencia a las políticas de mitigación y adaptación han disminuido tanto en los EEUU como en todo el mundo. Encuestas recientes muestran que más de dos tercios de los estadounidenses ahora quieren que el gobierno haga más para abordar el cambio climático. A medida que más comunidades experimentan sus efectos adversos, los votantes se unen cada vez más a los principales inversores para exigir acciones.

El plan de $ 3,5 billones se financiaría a través de una combinación de nuevos ingresos fiscales, refuerzo de la aplicación de impuestos, ahorros en atención médica e ingresos del crecimiento a largo plazo. Los principales generadores de ingresos son un aumento en la tasa de impuestos corporativos al rango del 28%, un impuesto corporativo mínimo global en el rango del 20% y tasas impositivas más altas sobre la renta personal y las ganancias de capital para los estadounidenses ricos (aquellos con ingresos imponibles de más de $ 400.000) . Encuestas recientes indican que existe un sólido apoyo de los votantes a través de las líneas partidistas a los aumentos de impuestos tanto para las corporaciones como para las personas de altos ingresos.

Un informe reciente de Moody's Analytics concluye que durante la próxima década, el presupuesto de $ 3,5 billones junto con el IIJA aceleraría la recuperación de la economía hacia el pleno empleo, aumentaría el empleo en 20 millones e impulsaría el crecimiento a largo plazo, cuyos beneficios se acumularían principalmente, a familias de ingresos bajos y medios. Además, incluso si estos planes aumentan el déficit más de lo anticipado, este sigue siendo un momento especialmente propicio para que el gobierno federal solicite préstamos para aumentar las inversiones en infraestructura, dados los retornos anticipados y las tasas de interés extraordinariamente bajas.

La inversión en infraestructura es una doble: a corto plazo, estimula la demanda a través de fuertes efectos multiplicadores fiscales y fortalece las bases de la oferta del crecimiento económico y la competitividad a lo largo del tiempo. Los planes de infraestructura que se debaten este mes generarían estos beneficios macroeconómicos de manera que también fomentarían una mayor equidad y resiliencia climática. El Congreso tiene las claves para un futuro de crecimiento inclusivo y sostenible para Estados Unidos. Ahora necesita reunir el valor para usarlos.

(Laura Tyson, ex presidenta del Consejo de Asesores Económicos del Presidente de EE. UU., Es profesora de la Escuela de Graduados de la Escuela de Negocios de Haas y presidenta de la Junta de Fideicomisarios del Centro Blum en la Universidad de California, Berkeley. Lenny Mendonca, socio senior emérito de McKinsey & Company, es ex asesor económico y comercial del gobernador Gavin Newsom de California y presidente de la Autoridad de trenes de alta velocidad de California)

- Ricitos de oro está muriendo (Project Syndicate - **21/9/21**)

Nueva York.- ¿Cómo evolucionarán la economía y los mercados mundiales durante el próximo año? Hay cuatro escenarios que podrían seguir la “estanflación leve” de los últimos meses.

La recuperación en el primer semestre de 2021 ha dado paso recientemente a un crecimiento mucho más lento y a un aumento de la inflación muy por encima del objetivo del 2% de los bancos centrales, debido a los efectos de la variante Delta, los cuellos de botella de la oferta tanto en los mercados de bienes como en los de trabajo, y escasez de algunos productos básicos, insumos intermedios, bienes finales y mano de obra. Los rendimientos de los bonos han caído en los últimos meses y la reciente corrección del mercado de acciones ha sido modesta hasta ahora, quizás reflejando esperanzas de que la estanflación leve resultará temporal.

Los cuatro escenarios dependen de si el crecimiento se acelera o desacelera, y de si la inflación se mantiene persistentemente más alta o se desacelera. Los analistas de Wall Street y la mayoría de los formuladores de políticas anticipan un escenario de “Ricitos de oro” de crecimiento más fuerte junto con una inflación moderada en línea con el objetivo del 2% de los bancos centrales. Según este punto de vista, el reciente episodio estanflacionario está impulsado en gran medida por el impacto de la variante Delta. Una vez que se desvanece, también lo harán los cuellos de botella de suministro, siempre que no surjan nuevas variantes virulentas. Entonces el crecimiento se aceleraría mientras la inflación caería.

Para los mercados, esto representaría una reanudación de la perspectiva de “comercio de reflación” de principios de este año, cuando se esperaba que un crecimiento más fuerte respaldaría ganancias más sólidas y precios de las acciones aún más altos. En este escenario optimista, la inflación disminuiría, manteniendo las expectativas de inflación ancladas en torno al 2%, los rendimientos de los bonos aumentarían gradualmente junto con las tasas de interés reales y los bancos centrales estarían en condiciones de reducir la flexibilización cuantitativa sin sacudir los mercados de acciones o bonos. En renta variable, habría una rotación de los mercados estadounidenses a los extranjeros (Europa, Japón y mercados emergentes) y de las acciones de crecimiento, tecnología y defensivas a las acciones cíclicas y de valor.

El segundo escenario implica “sobrecalentamiento”. En este caso, el crecimiento se aceleraría a medida que se despejaran los cuellos de botella de la oferta, pero la inflación se mantendría obstinadamente más alta, porque sus causas resultarían no ser temporales. Con los ahorros no gastados y la demanda reprimida ya alta, la continuación de políticas monetarias y fiscales ultraflexibles impulsaría aún más la demanda agregada. El crecimiento resultante estaría asociado con una inflación persistente por encima del objetivo, lo que refuta la creencia de los bancos centrales de que los aumentos de precios son meramente temporales.

La respuesta del mercado a tal sobrecalentamiento dependería entonces de cómo reaccionen los bancos centrales. Si los responsables de la formulación de políticas se mantienen rezagados, los mercados de valores pueden seguir subiendo durante un tiempo, ya que los rendimientos de los bonos reales siguen siendo bajos. Pero el consiguiente aumento de las expectativas de inflación eventualmente impulsaría los rendimientos de los bonos nominales e incluso reales a medida que aumentaran las primas de riesgo de inflación, lo que obligaría a una corrección en las acciones. Alternativamente, si los bancos centrales se vuelven agresivos y comienzan a combatir la inflación, las tasas reales subirían, elevando los rendimientos de los bonos y, nuevamente, forzando una mayor corrección en las acciones.

Un tercer escenario es la estanflación en curso, con una inflación alta y un crecimiento mucho más lento en el mediano plazo. En este caso, la inflación continuaría siendo alimentada por políticas monetarias, crediticias y fiscales laxas. Los bancos centrales, atrapados en una trampa de deuda por los altos índices de deuda pública y privada, tendrían dificultades para normalizar las tasas sin desencadenar una caída del mercado financiero.

Además, una serie de perturbaciones negativas persistentes de la oferta a mediano plazo podrían frenar el crecimiento a lo largo del tiempo y aumentar los costos de producción, lo que aumentaría la presión inflacionaria. Como he señalado anteriormente, estos choques podrían provenir de la desglobalización y el creciente proteccionismo, la balcanización de las cadenas de suministro globales, el envejecimiento demográfico en las economías emergentes y en desarrollo, las restricciones migratorias, el “desacoplamiento” chino-estadounidense, los efectos del cambio climático en los precios de las materias primas, las pandemias, la guerra cibernética y la reacción violenta contra la desigualdad de ingresos y riqueza.

En este escenario, los rendimientos de los bonos nominales subirían mucho más a medida que las expectativas de inflación se desanclaran. Y los rendimientos reales también serían más altos (incluso si los bancos centrales permanecen detrás de la curva), porque el crecimiento rápido y volátil de los precios impulsaría las primas de riesgo de los bonos a más largo plazo. En estas condiciones, los mercados de valores estarían preparados para una fuerte corrección, potencialmente en territorio de mercado bajista (reflejando al menos una caída del 20% desde su último máximo).

El último escenario presentaría una desaceleración del crecimiento. El debilitamiento de la demanda agregada resultaría no solo un susto transitorio, sino un presagio de la nueva normalidad, especialmente si el estímulo monetario y fiscal se retira demasiado pronto. En este caso, una demanda agregada más baja y un crecimiento más lento llevarían a una inflación más baja, las acciones se corregirían para reflejar las perspectivas de crecimiento más débiles y los rendimientos de los bonos caerían aún más (porque los rendimientos reales y las expectativas de inflación serían más bajas).

¿Cuál de estos cuatro escenarios es más probable? **Si bien la mayoría de los analistas de mercado y los responsables políticos han estado impulsando el escenario Ricitos de oro, mi temor es que el escenario de sobrecalentamiento sea más destacado**. Dadas las políticas monetarias, fiscales y crediticias flexibles de hoy, el desvanecimiento de la variante Delta y sus cuellos de botella de suministro asociados recalentarán el crecimiento y dejarán a los bancos centrales atrapados entre la espada y la pared. Enfrentados a una trampa de deuda y una inflación persistentemente por encima de la meta, es casi seguro que se debilitarán y quedarán rezagados en la curva, incluso cuando las políticas fiscales sigan siendo demasiado laxas.

Pero a mediano plazo, a medida que una variedad de choques negativos persistentes de oferta golpeen la economía mundial, podemos terminar con una estanflación o sobrecalentamiento mucho peores que una leve estanflación: una estanflación total con un crecimiento mucho más bajo y una inflación más alta. La tentación de reducir el valor real de grandes ratios de deuda nominal a tipo fijo llevaría a los bancos centrales a adaptarse a la inflación, en lugar de luchar contra ella y correr el riesgo de una crisis económica y de mercado.

Pero los coeficientes de deuda actuales (tanto privados como públicos) son sustancialmente más altos que en los setenta estanflacionarios. Los agentes públicos y privados con demasiada deuda e ingresos mucho más bajos se enfrentarán a la insolvencia una vez que las primas de riesgo de inflación eleven las tasas de interés reales, preparando el escenario para las crisis de deuda estanflacionarias sobre las que he advertido.

El escenario panglossiano que actualmente se cotiza en los mercados financieros puede eventualmente convertirse en una quimera. En lugar de fijarse en Ricitos de Oro, los observadores económicos deberían recordar a Cassandra, cuyas advertencias fueron ignoradas hasta que fue demasiado tarde.

(Nouriel Roubini, profesor emérito de la Stern School of Business de la Universidad de Nueva York, es economista jefe del Atlas Capital Team y director ejecutivo de Roubini Macro Associates. Es un ex economista senior para asuntos internacionales en el Consejo de Asesores Económicos de la Casa Blanca durante la Administración Clinton. Ha trabajado para el Fondo Monetario Internacional, la Reserva Federal de los Estados Unidos y el Banco Mundial, y fue profesor de economía en la Stern School of Business de la Universidad de Nueva York. Su sitio web es NourielRoubini.com , y es el anfitrión de NourielToday.com)

- Domesticar los vientos estanflacionarios (Project Syndicate - **22/9/21**)

Cambridge.- Una serie de datos recientes sugiere que la economía global está mostrando signos de estanflación, esa extraña mezcla al estilo de la década de 1970 de aumento de la inflación y disminución del crecimiento. Aquellos que lo han notado, y todavía son muy pocos, caen en dos grandes campos. Algunos ven el fenómeno como temporal y rápidamente reversible. Otros temen que dé lugar a un nuevo período de crecimiento insatisfactorio, pero esta vez con una inflación inquietantemente alta.

Pero un tercer escenario, que se basa en ambos puntos de vista, puede ser el más plausible. Es más probable que los vientos estanflacionarios sean parte del próximo viaje de la economía global que una característica de su destino. Pero la forma en que los responsables políticos naveguen en este viaje tendrá importantes implicaciones para el bienestar económico, la cohesión social y la estabilidad financiera a largo plazo.

La muy necesaria recuperación económica mundial ha estado perdiendo fuerza recientemente debido a que el crecimiento de sus dos principales locomotoras, China y Estados Unidos, no ha superado las expectativas del consenso. La variante Delta del coronavirus, más contagiosa, ha frenado el gasto en algunos sectores, como el ocio y el transporte, al tiempo que ha obstaculizado la producción y los envíos en otros, en particular la manufactura. La escasez de mano de obra se está generalizando en un número creciente de economías avanzadas. Agregue a eso una escasez de contenedores de envío y el reordenamiento continuo de las cadenas de suministro, y no debería sorprender que los vientos en contra para una recuperación global fuerte y sostenible estén acompañados de una inflación más alta y persistente.

El aumento de la inflación está ejerciendo presión sobre los bancos centrales que desean mantener una política monetaria excepcionalmente flexible. Al mismo tiempo, la desaceleración del crecimiento económico presenta un problema para los bancos centrales que están más inclinados a reducir las medidas de estímulo. Todo esto también corre el riesgo de erosionar el apoyo político a las políticas fiscales y estructurales muy necesarias para impulsar la productividad y el potencial de crecimiento a largo plazo.

Algunos economistas, y la mayoría de los responsables de la formulación de políticas, creen que las tendencias estanflacionarias actuales pronto serán silenciadas por una combinación de fuerzas del mercado y cambios en el comportamiento humano. Señalan las recientes caídas en los precios de la madera que anteriormente se dispararon como indicativos de cómo la competencia y el aumento de la oferta frenarán la inflación. Creen que la fuerte caída en los casos de variantes delta en el Reino Unido presagia lo que les espera a EEUU y otros países que aún se encuentran en las garras de la última ola de COVID-19. Y se consuelan con la multiplicación de los signos del auge de la inversión empresarial en respuesta a las interrupciones del suministro.

Otros son más pesimistas. Argumentan que los vientos en contra de la demanda se intensificarán debido a las reducciones en los esquemas fiscales que respaldaban los ingresos de los hogares, citando la expiración de las prestaciones complementarias por desempleo y las transferencias directas de efectivo. También les preocupa el agotamiento gradual de las reservas de efectivo que muchos hogares acumularon inesperadamente como resultado del apoyo gubernamental excepcionalmente generoso durante la pandemia.

Por el lado de la oferta, los pesimistas de la estanflación dan la bienvenida a una mayor inversión empresarial, pero temen que sus beneficios no lleguen lo suficientemente rápido, especialmente a medida que se reorientan las cadenas de suministro. Por lo tanto, en su opinión, las interrupciones de la oferta persistirán durante mucho más tiempo y los bancos centrales se quedarán atrás en la respuesta política necesaria.

Sospecho que es probable que ninguno de estos escenarios domine el período que se avecina. Pero influirán en la alternativa que sí se materialice.

Idealmente, los responsables de la formulación de políticas responderían de manera oportuna y autorreforzada a la creciente evidencia de estanflación. Estados Unidos lideraría avanzando más rápido en un pivote de política, con la Reserva Federal ya deshaciendo parte de su política monetaria ultra flexible y el Congreso permitiendo a la administración del presidente Joe Biden avanzar en sus planes para mejorar la productividad de Estados Unidos y el crecimiento a más largo plazo impulsando las inversiones en infraestructura física y humana. Mientras tanto, las autoridades financieras nacionales e internacionales se coordinarían mejor para fortalecer la regulación prudencial, especialmente en lo que respecta a la asunción de riesgos excesivos entre los participantes del mercado no bancario.

Estas medidas conducirían a una disminución de las presiones inflacionarias, un crecimiento más rápido e inclusivo y una auténtica estabilidad financiera. Y un resultado tan deseable se puede lograr siempre que la respuesta política necesaria proceda de manera integral y oportuna.

En ausencia de tal respuesta, los problemas del lado de la oferta serán de naturaleza más estructural y, por lo tanto, más prolongados de lo que espera el campo transitorio. Las presiones inflacionarias resultantes se verán amplificadas por los salarios más altos que muchas empresas tendrán que ofrecer para atraer a los trabajadores de los que carecen actualmente y retener a los que tienen. Con los bancos centrales rezagados en su respuesta de política, las expectativas inflacionarias corren el riesgo de desestabilizarse, socavando directamente el paradigma de baja volatilidad que ha ayudado a impulsar los precios de los activos financieros cada vez más.

Debido a que la Fed se vería obligada a pisar el freno de la política monetaria, es poco probable que persista una inflación más alta. Desafortunadamente, reducirlo tendría el costo de un crecimiento más bajo y menos inclusivo, especialmente si los planes de la administración Biden permanecen estancados en el Congreso (lo que sería más probable en el escenario de alta inflación). En lugar de una estanflación prolongada, la economía mundial repetiría lo que experimentó después de la crisis financiera mundial de 2008: bajo crecimiento y baja inflación.

La reciente aparición de tendencias estanflacionarias sirve como un recordatorio oportuno de la urgente necesidad de medidas integrales de política económica. Cuanto más rápido se materialice esa respuesta, mayor será la probabilidad de anclar la recuperación económica, el bienestar social y la estabilidad financiera. Pero si los responsables de la formulación de políticas se demoran, la economía mundial no se salvará gracias a fuerzas autocorregibles ni se verá empujada a una trampa estanflacionaria prolongada. En cambio, el mundo volverá a la “nueva normalidad” anterior de bajo rendimiento económico, cohesión social estresada y volatilidad financiera desestabilizadora.

(Mohamed A. El-Erian, presidente del Queens 'College de la Universidad de Cambridge, es ex presidente del Consejo de Desarrollo Global del presidente estadounidense Barack Obama. Fue nombrado uno de los 100 mejores pensadores globales de Foreign Policy durante cuatro años consecutivos. Es autor de dos bestsellers del New York Times, incluido el más reciente The Only Game in Town: Central Banks, Instability y Avoiding the Next Collapse)

- Los bancos centrales y el ajuste de cuentas financiero que se avecina (Project Syndicate - **4/10/21**)

Nueva York.- Desde principios de 2020, los bancos centrales de las economías avanzadas han tenido que elegir entre buscar la estabilidad financiera, una inflación baja (típicamente del 2%) o una actividad económica real. Sin excepción, han optado por la estabilidad financiera, seguida de la actividad económica real, con la inflación en último lugar.

Como resultado, el banco central sólo-economía avanzada a las tasas de interés plantean desde el inicio de la pandemia COVID-19 ha sido de Noruega Norges Bank, que elevó su tasa de interés de cero a 0,25% el 24 de septiembre Si bien se ha dado a entender que es probable un aumento adicional de la tasa en diciembre, y que su tasa de política podría alcanzar el 1,7% hacia fines de 2024, eso es simplemente una evidencia más de la extrema renuencia de las autoridades monetarias a implementar el tipo de aumentos de tasas que se requieren para lograr una inflación del 2%.

La abrumadora reticencia de los bancos centrales a aplicar políticas de tipos de interés y de balance compatibles con sus objetivos de inflación no debería sorprender. En los años transcurridos entre el inicio de la Gran Moderación a mediados de la década de 1980 y la crisis financiera de 2007-08, los bancos centrales de las economías avanzadas no dieron suficiente peso a la estabilidad financiera. Un buen ejemplo fue la pérdida por parte del Banco de Inglaterra de todos los poderes de supervisión y regulación cuando se le concedió la independencia operativa en 1997.

El resultado fue un desastre financiero y una grave recesión cíclica. Confirmando la lógica de “una vez mordido, dos veces tímido”, los bancos centrales respondieron a la pandemia de COVID-19 aplicando políticas agresivas sin precedentes para garantizar la estabilidad financiera. Pero también fueron mucho más allá de lo que se requería, eliminando todas las restricciones de política para apoyar la actividad económica real.

Los bancos centrales hicieron bien al priorizar la estabilidad financiera sobre la estabilidad de precios, considerando que la estabilidad financiera en sí misma es un requisito previo para la estabilidad de precios sostenible (y para el otro objetivo de algunos bancos centrales, el pleno empleo). El costo económico y social de una crisis financiera, especialmente con el apalancamiento público y privado tan alto como lo es hoy, empequeñecería el costo de sobrepasar persistentemente la meta de inflación. Evidentemente, deben evitarse tasas de inflación muy elevadas, porque también pueden convertirse en una fuente de inestabilidad financiera; pero si prevenir una calamidad financiera requiere algunos años de inflación alta de un solo dígito, el precio vale la pena.

Espero (y deseo) que los bancos centrales, en particular la Reserva Federal de EEUU, estén listos para responder de manera adecuada si el gobierno federal de EEUU supera su “límite de deuda” el 18 de octubre o alrededor de esa fecha. Un estudio reciente de Mark Zandi de Moody's Analytics concluye que un impago de la deuda soberana de Estados Unidos podría destruir hasta seis millones de puestos de trabajo en Estados Unidos y eliminar hasta 15 billones de dólares de riqueza privada estadounidense. Esta estimación me parece optimista. Si el incumplimiento soberano se prolongara, los costos probablemente serían mucho más altos.

En cualquier caso, un incumplimiento soberano de Estados Unidos también tendría un impacto global dramático y devastador, que afectaría tanto a las economías avanzadas como a los mercados emergentes y en desarrollo. La deuda soberana de EEUU se mantiene ampliamente a nivel mundial y el dólar de EEUU sigue siendo la moneda de reserva principal del mundo.

Incluso sin una herida autoinfligida como la incapacidad del Congreso de Estados Unidos para aumentar o suspender el techo de la deuda, la fragilidad financiera abunda hoy en día. Los balances de los hogares, las empresas, las finanzas y el gobierno han crecido hasta niveles récord este siglo, lo que hace que los cuatro sectores sean más vulnerables a los shocks financieros.

Los bancos centrales son los únicos actores económicos capaces de abordar las crisis de financiación y liquidez del mercado que ahora forman parte de la nueva normalidad. No hay suficiente resistencia en los balances de los bancos no centrales para hacer frente a una venta de activos en dificultades o una corrida de los bancos comerciales u otras instituciones financieras de importancia sistémica que tienen pasivos líquidos y activos ilíquidos. Esto es tan cierto en China como en Estados Unidos, la eurozona, Japón y el Reino Unido.

Es probable que la burbuja inmobiliaria de China, y la deuda de los hogares asegurada contra ella, se derrumbe tarde o temprano. Evergrande, promotor inmobiliario peligrosamente endeudado, podría ser el catalizador. Pero incluso si las autoridades chinas logran evitar un colapso financiero en toda regla, una depresión económica profunda y persistente sería inevitable. Agregue a eso una marcada disminución en la tasa de crecimiento potencial de China (debido a la demografía y las políticas hostiles a las empresas), y la economía mundial habrá perdido uno de sus motores.

En las economías avanzadas (y en muchos mercados emergentes), los activos de riesgo, en particular la renta variable y el sector inmobiliario, parecen estar sustancialmente sobrevalorados, a pesar de las correcciones menores recientes. La única forma de evitar esta conclusión es creer que las tasas de interés reales de largo plazo actuales (que son negativas en muchos casos) están en sus valores fundamentales o cerca de ellos. Sospecho que tanto la tasa de interés real segura a largo plazo como las primas de riesgo variadas están siendo deprimidas artificialmente por creencias distorsionadas y burbujas perdurables, respectivamente. Si es así, las valoraciones actuales de los activos de riesgo están totalmente desvinculadas de la realidad.

Siempre que se materialicen las inevitables correcciones de precios, los bancos centrales, los supervisores y los reguladores deberán trabajar en estrecha colaboración con los ministerios de finanzas para limitar el daño a la economía real. Será necesario un desapalancamiento significativo de los cuatro sectores (hogares, sociedades no financieras, instituciones financieras y gobiernos) para reducir la vulnerabilidad financiera y aumentar la resiliencia. La reestructuración ordenada de la deuda, incluida la reestructuración de la deuda soberana en varios países en desarrollo altamente vulnerables, deberá formar parte de la restauración atrasada de la sostenibilidad financiera.

Los bancos centrales, actuando como prestamistas de último recurso (LLR) y creadores de mercado de último recurso (MMLR), volverán a ser los ejes de lo que seguramente será una secuencia caótica de eventos. Sus contribuciones a la estabilidad financiera mundial nunca han sido más importantes. Las metas del 2% de inflación y el empleo máximo pueden esperar, pero la estabilidad financiera no. Dado que las operaciones LLR y MMLR se llevan a cabo en la zona de penumbra entre la iliquidez y la insolvencia, estas actividades del banco central tienen marcadas características cuasifiscales. Por lo tanto, la crisis que ahora aguarda entre bastidores inevitablemente disminuirá la independencia del banco central.

(Willem H. Buiter es profesor adjunto de asuntos públicos e internacionales en la Universidad de Columbia)

- El miedo a la inflación de COVID (Project Syndicate - **5/10/21**)

Bruselas.- La inflación de los precios al consumidor en la eurozona se aceleró aún más en septiembre hasta un máximo de 13 años del 3,4% interanual, lo que provocó una ola de titulares alarmados. La inflación anual en Estados Unidos se situó en el 5,3% en agosto. Entonces, ¿qué tan preocupados deberían estar los legisladores europeos y estadounidenses por un posible aumento inflacionario prolongado?

En la eurozona, al menos, son de esperar los titulares actuales de inflación. La experiencia sugiere que una crisis económica conduce primero a un susto deflacionario y luego a uno inflacionario. A raíz de la crisis financiera mundial de 2008, las preocupaciones deflacionarias en el fondo de la recesión subsiguiente fueron seguidas por un repunte de la inflación durante la recuperación subsiguiente.

Un patrón similar ha sido evidente en la crisis de COVID-19. Durante parte del año pasado, los precios en la eurozona cayeron y se habló de los persistentes efectos deflacionarios de la pandemia.

Por tanto, conviene cierta perspectiva. Para empezar, la inflación reportada suele ser el aumento del índice de precios al consumidor en comparación con hace 12 meses. Por tanto, los precios inusualmente bajos del año anterior distorsionan la cifra. Hoy, este efecto base no es simplemente un factor entre muchos detrás del aumento de las cifras de inflación; es clave para comprenderlos, dado el punto más bajo en el período del año anterior.

La forma más fácil de mirar más allá del aumento temporal de precios creado por el efecto base impulsado por COVID de 2020 es calcular la inflación de los últimos 24 meses en lugar de 12. Sobre esta base, las últimas cifras de la zona euro no sugieren una fuerte dinámica de inflación: la tasa de inflación general (medida por el Índice Armonizado de Precios al Consumidor) fue de 3.4% en septiembre, pero el índice ha aumentado solo 1.5% por año durante los últimos dos años. Del mismo modo, la inflación de los precios al consumidor en Alemania fue del 4,1% en septiembre de 2021, un máximo de 29 años, pero el índice subió solo un poco por encima del 2% anual cuando se midió durante un período de dos años que une el efecto COVID-19.

La inflación general también se ve influenciada por la volatilidad de los precios de la energía. Por lo tanto, no debería sorprender que la tasa de inflación subyacente anual de la eurozona (que excluye los precios de la energía) se haya mantenido plana en los últimos años, manteniéndose en un rango estrecho de alrededor del 1-1.5% cuando se mide en intervalos de dos años.

Pero hay una clara diferencia transatlántica, con una inflación de dos años aumentando en los EE. UU. los precios al consumidor estadounidense han aumentado en más de un 3,3% por año en promedio durante los últimos 24 meses. Incluso el índice de gastos de consumo personal básico (PCE) ahora se está ejecutando en más del 2.5% durante los últimos dos años, claramente por encima del rango de 1.5-2% que era común en la década anterior.

Otra razón por la que algunos temen que la inflación pueda acelerarse desde estos niveles relativamente modestos es el rápido aumento de los precios de muchas materias primas. Pero esto también era de esperar en el contexto de una recuperación mundial.

Si bien los precios de los futuros del petróleo crudo se volvieron negativos brevemente en el punto álgido de la turbulencia del mercado financiero inducida por la pandemia a principios de 2020, el petróleo se cotiza ahora a 70-80 dólares por barril . Un patrón similar de montaña rusa ocurrió después de la crisis financiera mundial. Los precios de los futuros del gas se han disparado recientemente en Europa, pero este pico solo puede ser temporal. Con precios en los centros europeos cinco veces superiores al nivel de EEUU, el arbitraje con gas de esquisto estadounidense más barato hará que los precios europeos vuelvan a bajar con el tiempo. Los precios de otras materias primas, como los metales, también tienden a subir cuando la industria se recupera.

Los precios más altos de las materias primas aumentan la inflación general a corto plazo, pero no es necesario que inicien una espiral inflacionaria. Es cierto que uno se desarrolló a raíz de las crisis de los precios del petróleo de la década de 1970. Pero eso se debió a que los trabajadores y consumidores de regiones importadoras de materias primas como Europa (y, en menor grado, los EEUU) se negaron a aceptar la pérdida de poder adquisitivo resultante de una energía más cara y exigieron salarios más altos para compensar.

Hoy en día, es mucho menos probable que ocurra una espiral de este tipo. Después de todo, el auge de los precios de las materias primas de principios de la década de 2000 no fue seguido por un aumento sostenido de la inflación. Esto se debió en parte a que la intensidad energética y de materias primas de las economías avanzadas ha disminuido con el tiempo, como han argumentado Olivier Blanchard y Jordi Gali. Los precios actuales del petróleo y muchas otras materias primas parecen altos en relación con el año pasado, pero se mantienen por debajo del pico de 2008.

Los bancos centrales se preocupan y, por lo general, comienzan a endurecer la política cuando una mayor inflación genera mayores expectativas de inflación entre los consumidores. Aquí nuevamente, hay una divergencia transatlántica. Las encuestas de consumidores de la Comisión Europea muestran que las expectativas de inflación cayeron durante la profunda recesión de 2020 y desde entonces han aumentado. Pero su nivel actual sugiere que los consumidores de la eurozona no creen que la presión alcista sobre los precios sea más fuerte que durante la recuperación de 2010-11 de la crisis financiera mundial. Por el contrario, una encuesta de consumidores similar realizada por la Reserva Federal de Nueva York muestra que las expectativas de inflación a mediano plazo en los EEUU ahora han alcanzado el 4%.

Los principales bancos centrales de hoy parecen barcos empujados peligrosamente cerca de acantilados deflacionarios por el impacto del COVID-19. Ahora el viento está cambiando y sus anclas antiinflado se deslizan. Para el Banco Central Europeo, algún deslizamiento podría ser algo bueno, porque anteriormente estaba anclado demasiado cerca de la costa. Pero la Reserva Federal de EEUU debería comenzar a preocuparse ahora por la deriva hacia el mar abierto.

(Daniel Gros es miembro de la junta y miembro distinguido del Centro de Estudios de Política Europea)

- “Los gobiernos deben tener un plan para reducir la deuda pública tras el covid” (El Confidencial - **8/10/21**)

(Por Óscar Giménez. Bilbao)

Mark Gertler, a sus 70 años, es uno de los mayores expertos en bancos centrales, después de casi cinco décadas investigando la política monetaria y sus efectos en la economía real, con las transmisiones del sistema financiero entre medias. El economista estadounidense cree que los bancos centrales deben seguir apoyando la recuperación, pero alerta de los excesos creados a futuro. Gertler, profesor de economía de la Universidad de Nueva York, ha recibido esta semana el galardón en la categoría de Economía, Finanzas y Gestión de Empresas (XIII edición) de los Premios Fundación BBVA Fronteras del Conocimiento junto a su amigo Ben Bernanke, expresidente de la Fed y con el que investigó la política monetaria durante 30 años, también galardonado en esta edición junto a Noburo Kiyotaki y John More.

Bernanke y Gertler denominaron “acelerador financiero” al bucle de retroalimentación adversa entre el sector real y el financiero tras haber estudiado la Gran Depresión y otras recesiones. Después, junto a los economistas Peter Karadi, Nobu Kiyotaki y Andrea Prestipino, adaptaron el modelo para analizar el papel crítico de la banca y de la banca en la sombra. Ahora, tras una crisis en la que la causa ha sido puramente exógena como el coronavirus, el comportamiento de la economía se puede explicar bajo el prisma del 'acelerador financiero'. En una entrevista con este medio, Mark Gertler se muestra optimista por el apoyo de los estímulos monetarios, pero avisa de que habrá que acometer políticas para corregir los excesos en el futuro.

PREGUNTA. Hace 20 años, investigó con Ben Bernanke sobre si los bancos centrales deben intervenir en las variaciones de los precios de los activos, ¿qué piensa ahora?

RESPUESTA. Creo que lo mejor que pueden hacer los bancos centrales es ajustar los tipos de interés en función de la inflación. Para intervenir en otros activos, lo mejor es una regulación financiera inteligente.

P. La respuesta monetaria ha sido clave contra el covid, ¿hay límites para los bancos centrales?

R. La causa principal de esta crisis ha sido el covid, y ahora hay que luchar contra el covid y contra sus efectos. Por ahora, no hay límites.

P. ¿Hay riesgos para la economía de retirar demasiado pronto los estímulos?

R. Creo que los bancos centrales serán prudentes, y es difícil saber qué harán las autoridades fiscales, pero si el coronavirus es eliminado o sustancialmente controlado, la economía mejorará.

P. ¿Y hay riesgo de inflación o de burbujas?

R. Hay riesgo de inflación, pero controlable. El mayor peligro es que el covid provoque daños estructurales.

P. ¿Es posible que haya elementos inflacionistas que pasen de coyunturales a estructurales?

R. Creo que los bancos centrales responderán, y la pregunta es si necesitarán subir los tipos de interés para contrarrestar la inflación. Nuevamente, no veo inflación fuera de control que haga intervenir a los bancos centrales. Si tuvieran que hacerlo, se ralentizaría la recuperación de la economía, y lo importante ahora es eliminar casi del todo el virus y sus efectos.

P. ¿Hay amenaza de estanflación?

R. Hay algunos riesgos, porque cuando los bancos centrales tengan que reducir los estímulos, se ralentizará la economía con más inflación que antes, pero en realidad los paquetes de estímulos están alejando este escenario de bajo crecimiento.

P. ¿Le preocupa el aumento de deuda de países y empresas? En España, la ratio de deuda sobre PIB ha aumentado 30 puntos básicos...

R. Por el momento, tengo algunas preocupaciones sobre el crecimiento de la deuda pública. En tiempos buenos hay que estar preocupado por reducir la deuda, pero no en momentos de crisis. Pero para los países más endeudados es importante tener un plan a largo plazo de reducción de deuda para convencer al mercado de que tienes un plan.

P. Desde hace años, hay avisos de inversores como Bill Gross sobre burbujas en el mundo de los bonos, ¿qué opina?

R. Los gobiernos han podido incrementar sus niveles de deuda hasta cotas elevadas por los tipos de interés bajos, pero existe el riesgo de que en algún momento aumenten y hay que ser conscientes de ello.

P. Usted ha investigado sobre el sistema financiero, ¿cree que ahora es más fuerte que en 2008? ¿Veremos futuras crisis bancarias?

R. Sí, gracias a que los gobiernos y las instituciones financieras aprendieron la lección de la crisis, con las reformas regulatorias hemos afrontado la crisis del coronavirus en una mejor situación. La historia sugiere que tenemos una crisis, luego se ajusta la regulación, la nueva economía y el sistema financiero innovan bajo ese sistema regulatorio y hay que estar en guardia para los nuevos excesos. El cambio ha sido que los bancos centrales tienen más experiencia en intervenir en crisis.

P. En muchos países, como España, vemos que cada vez hay menos bancos, pero más grandes, ¿es esto bueno para la estabilidad financiera?

R. Es una buena y difícil pregunta. Hay que elegir entre querer tener bancos sanos y diversificados, pero que no sean demasiado grandes para que sean “too big to fail”.

P. Pero cada vez hay más bancos “too big to fail”...

R. Por eso necesitamos una buena regulación.

P. La banca en la sombra cada vez es más grande, ¿le preocupa?

R. Los reguladores deberían estar preocupados por ello. Ahora el enfoque es que todas las instituciones financieras que tienen efectos sistémicos deben estar reguladas y vigiladas.

P. Usted ha investigado también sobre el descenso de la productividad desde 2008 y la importancia de la inversión en I+D, ¿cómo se puede fomentar la innovación?

R. No es fácil atacar los problemas estructurales, y ahora lo primero es superar el virus. Pero se necesitan acuerdos para gestionar problemas estructurales como la falta de inversión en I+D. Hay que atacar problemas estructurales, como el desempleo estructural o los altos niveles de endeudamiento, creando un clima económico que favorezca la inversión en I+D, ya que son difíciles si no las microintervenciones para incentivarla.

P. Volviendo a los bancos centrales, ¿cómo valora los cambios en los objetivos de inflación de los bancos centrales para tener más flexibilidad?

R. Sirve para ayudar a la economía. Mientras la economía siga debilitada por la crisis, es una buena idea dejar que la inflación pueda irse al 2,5% o al 3% para lanzar un mensaje al mercado de que la prioridad es acompañar la recuperación. Pero cuando los efectos del coronavirus queden atrás, este exceso puede dar problemas de cara al mercado financiero. Sería importante volver a situar el objetivo en el 2%.

P. ¿Le gustaría que siga Jerome Powell presidiendo la Fed?

R. Sí, y cíteme con esta respuesta.

# - Adam Tooze, el cronista estrella de las crisis: “Volver a la austeridad nos llevará al desastre” (El Confidencial - 10/10/21)

(Por [Carlos Barragán](https://www.elconfidencial.com/autores/carlos-barragan-2026/))

Es poco probable que haya un historiador económico en el mundo más en forma que **Adam Tooze**. Si en 2018 dejó a los expertos boquiabiertos con su monumental “Crash”, un libro en el que desgranaba las causas y consecuencias de la crisis financiera, ahora publica “[**El apagón: cómo el coronavirus sacudió la economía mundial**](https://www.planetadelibros.com/libro-el-apagon/333732)” (Crítica), una vibrante crónica sobre lo sucedido durante la pandemia, “la primera crisis integral de la era del Antropoceno”.

Tooze narra con precisión de cirujano lo cerca que estuvimos del **colapso financiero**y asegura que, aunque conseguimos esquivar una debacle gracias a un puñado de economistas, bancos centrales y a la respuesta fiscal de los gobiernos, puede que aún no hayamos aprendido la gran lección de la crisis. **“Esto solo era un ensayo”**, afirma este profesor de la Universidad de Columbia. En esta entrevista, Tooze, que fue nombrado uno de los pensadores más importantes del mundo por la revista [Foreign Policy](https://foreignpolicy.com/2019-global-thinkers/) en 2019, habla de por qué el dogma de la austeridad ha quedado definitivamente desacreditado, de su pesimismo en la lucha contra el cambio climático y del miedo “infundado” de la inflación.

**PREGUNTA. ¿Cómo de cerca estuvimos del colapso económico y financiero durante la crisis de la pandemia?**

RESPUESTA. Muy cerca. No creo que nadie hubiera querido saber lo que habría pasado en marzo de 2020 si no se hubiera intervenido de forma excepcional. Es como si le preguntas a alguien: ¿cómo de cerca has estado de la muerte? En este caso, hay consenso de que estuvimos cerca de la muerte. Una prueba es la monumental respuesta de los bancos centrales: inyecciones de millones de dólares por segundo, casi ocho mil millones cada día… Solo haces eso si estás extremadamente preocupado de lo que está ocurriendo en el mercado financiero. Cuando he hablado con gente que estuvo en primera línea, muestran síntomas de estrés postraumático.

**P. ¿En serio?**

R. De verdad, no pueden dejar de hablar de eso. Tienen “flashbacks” recurrentes. Si estás en el negocio de fondos de inversión donde manejas cantidades de dinero muy grandes, donde la liquidez del Mercado del Tesoro es una preocupación constante, lo que ocurrió en marzo de 2020 fue algo inédito en su vida. Peor que 2008.

**P. Escribe que si los bancos hubieran sido los de 2008, la crisis habría sido devastadora. Pero ahora estaban mejor preparados.**

R. Habría sido una matanza. Si la capitalización hubiera sido tan mala como lo era en 2008 y con el ritmo de contagio del covid, habríamos presenciado una auténtica catástrofe. Por supuesto, dos cosas han cambiado: los bancos estaban mucho mejor capitalizados y la crisis no podía irse de las manos. Las políticas fiscales que llevaron a cabo los gobiernos, especialmente [**Estados Unidos**](https://www.elconfidencial.com/tags/temas/estados-unidos-eeuu-10821/), se pusieron en marcha muy rápido. Hubo muy pocos niveles de bancarrotas o de impagos.

**P. En el libro explica que hemos vivido en un año muy contradictorio donde gobiernos e instituciones tradicionalmente conservadoras les decían a ejecutivos progresistas que debían ser más atrevidos con su política fiscal. Pero ahora muchos de ellos ya están pidiendo una vuelta a la moderación. ¿Qué cree que va a pasar? ¿Vamos a volver a una senda fiscalmente conservadora?**

R. Estamos narrando los acontecimientos según los vivimos. En este momento, esa pregunta que me has hecho sigue vigente. También en Europa. Se está discutiendo entre los verdes y los liberales en Alemania para decidir el futuro programa económico en Berlín, que tendrá unas consecuencias enormes en el continente. Todavía no sabemos hacia dónde va a ir. Incluso en el FMI están teniendo lugar varios debates sobre el tema según cada departamento. Es muy polémico.

**P. Usted se muestra muy crítico con la “ingenuidad” conservadora de volver a un pasado económico que ya no existe. ¿Qué debemos hacer para evitar una nueva crisis? O mejor dicho, ¿qué debemos evitar para no caer en los mismos errores del pasado?**

R. En 2020 hubo muy poca gente conservadora. La verdadera prueba de si hemos aprendido algo lo veremos en 2022 y 2023. El argumento actual de los conservadores es el mismo de siempre: tenemos que defender la sostenibilidad y volver a la estabilidad. Tenemos que restaurar las viejas leyes de la economía. Pero la pregunta es: ¿Qué leyes? ¿Tiene sentido volver al criterio de Maastricht donde el 60% de los ciudadanos europeos viven en países que tienen más del 100% de la deuda sobre el PIB? Volver a esas reglas fiscales conservadoras no nos llevará de nuevo a los prósperos años noventa, sino a un sitio terrible en el que aún no estamos... pero podríamos acabar ahí. La visión conservadora ya no es conservadora porque nos llevará a un sinfín de crisis y provocará que muchos movimientos políticos se radicalicen.

**P. ¿A qué se refiere?**

R. En un momento de crisis, incluso los conservadores se dan cuenta de que todo tiene que cambiar para que todo siga igual. Cuando pasa la crisis, los conservadores se vuelven más ingenuos: quiero que las cosas sean como eran antes. ¡Es totalmente irrealista! No se puede volver al pasado haciendo las mismas cosas que antes. Desde un punto de vista económico tenemos que encontrar un nuevo equilibrio. Ese equilibrio será definido por nuevos parámetros. Y reimponiendo por la fuerza los antiguos parámetros con el objetivo de lograr el antiguo equilibrio no va a funcionar.

**P. Usted dice que una de las principales lecciones de la crisis de 2020 es que la política fiscal es una elección política y no técnica.**

R. Hasta ahora nos decían que solo se podía alcanzar la sostenibilidad de la economía a través de una política objetiva, normativa y positivista. Es decir, que la austeridad y las medidas conservadoras eran inevitables. No teníamos otra opción. Pero eso no es así. Es lícito que la austeridad sea tu preferencia, pero la evidencia empírica ya no sostiene esa tesis. Si decidimos volver a la senda de la austeridad no es por lo que nos diga lo empírico, sino por nuestra posición política. La política es decisiva. Gran parte de la crisis de la eurozona es inducida por la política. Está en nuestras propias manos dirigirnos a un nuevo desastre.

**P. Tanto en su libro “Crash” como en este dedica muchas páginas al papel de la Reserva Federal de EEUU para salvarnos de una crisis aún mayor tanto en 2008 como 2020. Incluso lo llama el Banco Central del mundo.**

R. Alrededor del 50% o 60% de la economía mundial se mueve en dólares. Muchas exportaciones de “commodities” tienen los precios en dólares, muchos balances por todo el mundo tienen deudas en dólares... porque es más barato tomar prestado en esta moneda. Porque, ¿quién no está dispuesto a prestar en dólares? [Evergrande, por ejemplo, tiene mucha financiación con moneda estadounidense](https://www.elconfidencial.com/economia/2021-09-18/evergrande-inmobiliario-amenaza-china-propio-lehman_3291446/). Por eso, lo último que Evergrande y todas las compañías similares querrían ver sería un aumento de los tipos de interés en Estados Unidos.

Evergrande tiene alrededor de 20.000 millones de deuda en dólares. De hecho, un aumento de los tipos de interés en EEUU tiene un efecto inmediato y devastador para el resto del mundo. Significa que la moneda que usa todo el mundo se vuelve más cara. Cómo actúa la Reserva Federal es decisivo para el resto. En marzo de 2020, por ejemplo, el valor del dólar empezó a subir provocando unas repercusiones muy negativas para la economía global. Eso solo se alivió cuando la Reserva Federal empezó a inyectar dólares en el sistema y hubo un efecto de expansión. Y, gracias a esto, a final del año un país como Perú puede prestar a un tipo de interés aceptable a 100 años [gracias a la acción de la Fed](https://www.elconfidencial.com/tags/organismos/reserva-federal-8920/).

**P. Uno de los efectos negativos que tiene este tipo de actuaciones es la desigualdad, ¿no?**

R. La Fed es muy poderosa pero, al mismo tiempo, tiene efectos secundarios porque actúa a través de las finanzas. El dinero nunca es neutral. Cuando entra en el sistema, lo hace en un sitio en concreto. Después se empieza a expandir pero con menos fuerza. Cuando hablamos de política monetaria solemos pensar en agregadores macroeconómicos, pero no pensamos: ¿quién es el primero que recibe la primera inyección de dinero y a quién se lo pasa? A nivel macro, el objetivo de políticas como QE (Quantitative Easing, expansión cuantitativa en español) es estimular la economía, bajar los tipos de interés y aumentar la inversión. Y, el punto más importante, evitar crisis.

**P. Es decir que, aunque tiene efectos negativos, los efectos positivos son mucho más grandes.**

R. Evitar las crisis económicas es imperativo porque tienen efectos muy perjudiciales que duran años y décadas. Y, segundo, el QE estimula la actividad económica. Y eso beneficia a todo el mundo. Cuando el dinero llega al mercado financiero, lo primero que hace es salvar a los “hedge funds” de muchísimas pérdidas. Muchísimas. De una forma muy marginal, reduce el coste del préstamo en Perú. Y de una forma muy, muy marginal ayuda a un pequeño autónomo a mantener su negocio durante la crisis en Florida. Pero en el primer día que el dinero entra al mercado financiero, un millonario de un Hedge Fund se quita el sudor de la frente porque ha sido el primero en beneficiarse. “Gracias, Reserva Federal”. Cualquier gestor inteligente de un fondo entendió lo que había que hacer cuando la Fed salvó a la economía en marzo de 2020.

**P. ¿Qué opina de la gente que critica estas actuaciones de la Fed?**

R. Que tengan consecuencias perjudiciales no significa que el mundo fuera mejor si no lo hubieran hecho. Todo lo contrario. Si no lo hubieran hecho habría habido una crisis devastadora en todos los sentidos. La economía se habría venido abajo. Salvar la economía significa cosas muy distintas para diferentes personas. Sabemos que este tipo de política monetaria expansiva tiene un efecto que beneficia más a los dueños de activos financieros. En EEUU el 10% de la sociedad más rica tiene la inmensa mayoría del S&P 500. Y el 1% tiene muchísimas acciones del S&P 500. Hubo gente que hizo muchísimo dinero durante la pandemia.

**P. Otra de las ideas que desarrolla en su libro es que la pandemia ha acabado de una vez por todas con algunas creencias neoclásicas sobre cómo funciona la economía. Me refiero, sobre todo, a cómo entendemos la inflación y los tipos de interés.**

R. Si te interesa la economía es imposible que no te estés preguntando qué hay detrás de las fuerzas actuales. ¿Por qué los tipos de interés bajan? ¿Por qué la inflación no se recupera? Hay muchos factores a largo plazo. La incorporación de cientos de millones de trabajadores asiáticos a las cadenas de suministro globales desde los noventa ha podido influir. También el hecho de que no haya habido grandes planes de inversiones en los países ricos desde hace mucho tiempo. Ha habido un desequilibrio entre inversiones y ahorro en muchos de los países ricos. Y si eres keynesiano nunca te creíste que realmente los neoclásicos tuvieran una buena explicación sobre los tipos de interés. Si lees Keynes, ves que él no dice eso. La inversión se mueve por los “animal spirits” (“espíritus animales”, en referencia a las emociones) de los que hablaba Keynes. Y los tipos de interés se mueven según los mercados del dinero. Los economistas nunca se han puesto de acuerdo en los tipos de interés.

**P. Ahora está repuntando, pero muchos economistas insisten en que es por razones coyunturales. ¿Cómo ve los titulares y las declaraciones alarmistas sobre la inflación?**

R. Nunca habíamos tenido estos cuellos de botella masivos en las cadenas de suministro que han surgido por la pandemia. Estamos navegando a ciegas. Sabemos desde 2008 que tú puedes cambiar por completo la hoja de balance del sistema financiero, puedes coger bonos de los balances de los bancos e inyectar un montón de efectivo. Y su impacto en la inflación es cero. Antes pensábamos que, al aumentar la oferta del dinero, aumentaría la inflación. Pero eso no ocurrió hace años y esta vez hemos hecho lo mismo.

Hay un “shock” grande con temas específicos en los mercados de energía de petróleo y gas que tiene que ver con inversiones complejas y temas políticos. Hay una demanda muy grande para la recuperación empujada por el crecimiento en Asia y EEUU. Hay demasiado alarmista, [sobre todo en Alemania](https://www.elconfidencial.com/mundo/europa/2021-09-24/entrevista-christian-odendah-alemania-suiza-union-europea-elecciones_3294611/), que hablan de una inflación devastadora. No hay evidencia de que eso vaya a pasar. Son ajustes por el reequilibrio del mercado después de un shock como el de la pandemia. No hay ninguna razón por la cual debamos tener miedo a la inflación.

**P. Usted se muestra muy pesimista con el esfuerzo global desde un punto de vista económico para frenar el cambio climático. ¿Por qué?**

R. No hay ninguna razón para ser optimistas. En EEUU, en [Reino Unido](https://www.elconfidencial.com/tags/lugares/reino-unido-2762/) y en Europa solo se habla de que los precios de energía son demasiado altos. La pandemia ha demostrado la inconsistencia de los argumentos que nos han prohibido formular una respuesta coherente contra el cambio climático. ¡Pero también contra la pandemia! Ocho mil personas en el mundo están muriendo por covid cada día. 2.000 en EEUU. Y no tenemos un programa global coherente que vacune al resto del planeta. No estamos considerando la posibilidad de que todas las nuevas infecciones acaben en una nueva variante.

Si no podemos solucionar eso, que está delante de nuestra cara, imagínate los efectos del cambio climático que puede haber en 20 o 30 años. Y eso nos enseña lecciones muy agrias sobre nuestro futuro y los límites de nuestra habilidad para tener una respuesta colectiva. En este caso al menos teníamos una bala de plata: ¡La vacuna! Imagínate que alguien desarrollara una tecnología que acelerara muchísimo la descarbonización de nuestra economía y cuesta unos cuantos miles de millones. ¡No tengo claro que todos se pusieran de acuerdo para pagarlo! No soy nada optimista. De hecho, conforme pasa el tiempo, más pesimista soy.

- Medidas para evitar la estanflación (El Economista - **15/10/21**)

(Por Mohamed A. El-Erian)

Un conjunto de datos recientes sugiere que la economía global emite señales de estanflación, esa extraña combinación al estilo de los años 1970 de inflación en alza y crecimiento estancado. Quienes lo perciben -aunque todavía son demasiado pocos- entran en dos categorías amplias. Algunos ven el fenómeno como temporal y rápidamente reversible. Otros temen que conduzca a un período renovado de crecimiento insatisfactorio, pero esta vez con una inflación alarmantemente alta.

Pero un tercer escenario, que se nutre de estas dos visiones, bien puede ser el más factible. Es más probable que los vientos estanflacionarios sean parte de la trayectoria inminente de la economía global más que un factor estructural. Pero la manera en que los responsables de las políticas recorran esta trayectoria tendrá implicaciones importantes para el bienestar económico, la cohesión social y la estabilidad financiera de más largo plazo.

La recuperación económica global tan necesitada pierde ímpetu recientemente porque el crecimiento en sus dos locomotoras principales, China y EEUU, no cubrió expectativas. La variante Delta del coronavirus, más contagiosa, frenó el consumo en verano en algunos sectores, como el ocio y el transporte, afectando a la vez a la producción, particularmente en la industria. La escasez de mano de obra se vuelve más generalizada en una cantidad creciente de economías avanzadas. Si a esto le sumamos una escasez de contenedores de transporte y el reordenamiento en curso de las cadenas de suministro, no debería sorprender que los vientos de frente para una recuperación global fuerte y sostenible vengan acompañados de una inflación más alta y persistente.

Una inflación más elevada presiona sobre aquellos bancos centrales que desean mantener una política monetaria excepcionalmente laxa. Al mismo tiempo, una desaceleración del crecimiento económico presenta un problema para los bancos centrales que están más inclinados a reducir las medidas de estímulo. Todo esto también amenaza con erosionar el respaldo a políticas fiscales y estructurales muy necesarias para impulsar la productividad y el potencial de crecimiento de largo plazo.

Algunos economistas, y la mayoría de los políticos, creen que las actuales tendencias estanflacionarias pronto se verán debilitadas por una combinación de fuerzas de mercado y cambios en el comportamiento humano. Apuntan a las recientes caídas de los precios de la madera, anteriormente en alza, como un indicador de cómo la competencia y la mayor oferta enfriarán la inflación, especialmente ahora que el virus retrocede. Y se consuelan con las múltiples señales de una inversión empresarial en auge.

Otros son más pesimistas. Sostienen la demanda interna sufrirá debido a las reducciones en los planes de ayuda a los trabajadores, y recuerdan que las ayudas directas a los sectores más afectados están en retirada. También les preocupa el hecho de que el ahorro acumulado durante el confinamiento no se libere con la rapidez que se esperaba.

Del lado de la oferta, los pesimistas de la estanflación acogen con beneplácito una mayor inversión empresarial, pero temen que sus beneficios no lleguen lo suficientemente rápido, en especial por los problemas de las cadenas de suministro. En su opinión, las alteraciones de la oferta por lo tanto persistirán durante mucho más tiempo y los bancos centrales se retrasarán a la hora de ofrecer la respuesta política necesaria.

Sospecho que es probable que ninguno de estos escenarios domine el futuro. Pero influirán en la alternativa que termine materializándose.

En teoría, los responsables de las políticas económicas están preparados para responder a la estanflación y EEUU llevaría la delantera al progresar más rápido en determinados aspectos. Por ejemplo, la Fed ya replantea parte de su política monetaria ultra-laxa y el Congreso le permite a la Administración del presidente Joe Biden avanzar con sus planes para mejorar la productividad y el crecimiento a más largo plazo al impulsar inversiones públicas. Por su parte, las autoridades internacionales están mejor coordinadas para evitar situaciones preocupantes en los mercados.

Estas medidas conducirían a una caída de las presiones inflacionarias, un crecimiento más rápido y más inclusivo y una estabilidad financiera genuina. Y un desenlace tan deseable es alcanzable si la respuesta política necesaria se desarrolla de una manera integral y oportuna.

Si no existe ese tipo de respuesta, los problemas del lado de la oferta tendrán una naturaleza más estructural y, por lo tanto, se prolongarán más de lo que se esperaba. Las presiones inflacionistas resultantes se verán amplificadas por los salarios más elevados que muchas empresas tendrán que ofrecer para atraer a los trabajadores con los que hoy no cuenta y conservar a los que ya tienen. Si los bancos centrales se demoran en su respuesta, las expectativas sobre los precios corren el riesgo de desestabilizarse, multiplicando la volatilidad.

En ese caso, las medidas contra la inflación vendrían acompañadas de un crecimiento menor y menos inclusivo, especialmente si los planes de la Administración Biden siguen atascados en el Congreso (algo que sería más factible en el escenario de inflación alta). En lugar de una estanflación prolongada, la economía global repetiría lo que experimentó después de la crisis financiera global de 2008: bajo crecimiento y baja inflación.

La reciente aparición de tendencias estanflacionarias sirve como un recordatorio oportuno de la necesidad urgente de tomar medidas integrales en materia de política económica. Cuanto antes se materialice una respuesta de este tipo, mayor será la probabilidad de anclar la recuperación económica, el bienestar social y la estabilidad financiera. Pero si los responsables de las políticas se demoran, el mundo regresará a la “nueva normalidad” anterior de bajo crecimiento económico, cohesión social inexistente y volatilidad financiera desestabilizadora.

(Mohamed A. El-Erian - Asesor económico principal en Allianz y rector del Queens College en la Universidad de Cambridge)

- El-Erian avisa a los inversores: “Las olas de liquidez tienden a romperse en algún momento” (El Economista - **18/10/21**)

Mohamed El-Erian, principal asesor económico de Allianz, y uno de los economistas más respetados del momento ha repasado la actualidad económica y financiera analizando las principales amenazas que vislumbra para los mercados y para el crecimiento global. El-Erian ha lanzado una advertencia a los inversores: “Las olas de liquidez tienden a romperse en algún momento. Yo estaría atento”.

En una entrevista con Foxbusiness, El-Erian se ha mostrado cauto ante el elevado optimismo que existe en los mercados. Tras años de tranquilidad podríamos estar cerca de un punto de inflación que lleva a los mercados a presentar un comportamiento más “salvaje”.

“Me preocupa un poco que en este maravilloso mundo en el que hemos estado viviendo de baja volatilidad, todo lo que está subiendo pueda acabarse. Pero mucho depende de los cambios de comportamiento”, advertía el experto.

“Si yo fuera un inversor, reconocería que estoy atravesando una enorme ola de liquidez gracias a la Fed. Pero recordaría que las olas tienden a romperse en algún momento. Así que estaría muy atento”.

El-Erian cree que la economía se enfrenta a una serie de riesgos que podrían seguir reduciendo el crecimiento mientras que los precios se mantienen al alza. “Por muy triste que sea decir esto, es lo que espero, las cosas empeorarán antes de mejorar”, asegura el economista.

“Vamos a tener más escasez de bienes. Vamos a tener precios más altos. La inflación se mantendrá en el nivel del 4 o 5%. Y va a tomar tiempo resolver estas cosas, no se pueden resolver de la noche a la mañana”, asegura el economista de Allianz.

La inflación va ser más duradera de lo que se preveía porque los factores que la están provocando van a seguir presionando al alza durante un tiempo más, entre ellos la escasez de trabajadores en ciertos sectores y el la subida de los salarios como consecuencia.

“No estoy de acuerdo con que la inflación se transitoria. Hay una parte que es transitoria, que está relacionada con el covid, pero hay cosas que son fundamentalmente mucho más profundas que eso. Implican un cambio en el comportamiento. Así que deberíamos esperar otro año, al menos, de inflación alta y persistente”, advierte el experto.

El-Erian cree que la Fed debería “relajar” los estímulos monetarios que continúa inyectando a la economía en respuesta al covid. “Eso tenía sentido en el punto más grave de emergencia. No tiene sentido ahora, por lo que deberían soltar el pedal del estímulo monetario”.

Además, El-Erian hace una llamada a los reguladores y el banco central: “Tenemos que considerar muy seriamente la toma de riesgo financiero excesivo porque lo que sucederá si no tenemos cuidado es más inflación que perturbará los mercados financieros y luego socavará la economía”. Si la liquidez sigue fluyendo a la economía y la inflación sigue avanzando, los agentes podrían empezar a creer en una inflación futura más elevada (expectativas), lo que su vez agudizaría el alza presente de la inflación.

“Y finalmente, tenemos que incorporar más personas a la fuerza laboral. Estas cosas son factibles. Lo que requieren es la voluntad política para implementarlas”, asegura el experto. Ahora mismo EEUU tiene un problema con el descenso de la participación laboral. Millones de americanos han dejado de buscar trabajo y se mantienen apartados de la población activa en medio de una escasez de trabajadores histórica. Recuperar a esa parte de la población es fundamental para resolver la escasez actual y elevar el crecimiento potencial.

- Banca central con cara seria (Project Syndicate - **18/10/21**)

Basilea.- ¿Con qué frecuencia ha escuchado que la Reserva Federal de los Estados Unidos tiene un mandato doble para promover tanto la estabilidad de precios como el máximo empleo? ¿Sabías que la afirmación es falsa? Bajo la Ley de Reforma de la Reserva Federal de 1977, la Reserva Federal también tiene un tercer mandato: asegurar tasas de interés moderadas a largo plazo.

No hay nada inusual en este objetivo. Los bancos centrales a lo largo de los años han tratado de evitar aumentos repentinos en los rendimientos de los bonos del gobierno. En la década de 1930, por ejemplo, el Tesoro de los Estados Unidos quería que la Fed pusiera un tope a los rendimientos de los bonos, lo que llevó a un compromiso por el cual la Fed acordó mantener las condiciones del mercado ordenadas. Incluso el histórico Acuerdo entre el Tesoro y la Fed de 1951, que restauró la independencia del banco central después de la Segunda Guerra Mundial, requirió que la Fed “asegurara el financiamiento exitoso de los requisitos del gobierno y, al mismo tiempo, minimizara la monetización de la deuda pública”.

De hecho, la Fed tiene un cuarto objetivo, porque (como prácticamente todos los demás bancos centrales) es responsable de garantizar un sistema financiero estable. El problema, aquí, es que la mayoría de los principales bancos centrales antes de la crisis financiera de 2008 solo tenían un instrumento de política monetaria para llevar a cabo estas tareas: el tipo de interés a un día en los mercados interbancarios. Por lo tanto, el pensamiento académico convencional en la década de 1990 se centró en un único instrumento a corto plazo, que resultó muy conveniente para mantener a los bancos centrales fuera de problemas políticos.

Pero tener más objetivos que instrumentos de política es una violación de la famosa Regla de Tinbergen, llamada así por Jan Tinbergen, el economista holandés que ganó el primer Premio Nobel de Ciencias Económicas en 1969. Tinbergen argumentó que objetivos de política requieren instrumentos de política independientes, y después de la crisis de 2008, los bancos centrales hicieron frente al desafío transformando sus balances en un instrumento clave de política monetaria.

Esta evolución no fue simplemente una consecuencia de que la tasa de política alcanzara el límite inferior de cero, ni fue particularmente poco convencional, teniendo en cuenta que los bancos centrales siempre han hecho un uso extensivo de sus balances. No obstante, todavía tenemos que sentir el impacto económico completo de un conjunto de herramientas de políticas más amplio y diverso.

Considere el Banco Central Europeo. Cuando el tipo de interés a corto plazo era su único instrumento, se aplicaba la misma política monetaria a todos los miembros de la eurozona, independientemente de las circunstancias nacionales. Con una política de balance, podría abordar en parte esta brecha en nombre de perseguir una inflación del 2% en toda la eurozona. Por ejemplo, un programa especial de préstamos a mediano plazo para los bancos (con las mismas condiciones que se aplican a todos) resulta atractivo para los bancos de países con escaso acceso al mercado o donde los préstamos bancarios son más caros. Se puede argumentar de manera similar la compra de activos financieros en mercados bajo presión.

Por tanto, las políticas de balance del BCE pueden proporcionar un mayor estímulo monetario en los países donde más se necesitan. En una declaración reciente sobre su revisión de la estrategia de política monetaria, enfatizó el uso continuo de “compras de activos y operaciones de refinanciamiento a más largo plazo” y que “consideraría, según sea necesario, nuevos instrumentos de política”.

**Poner el balance en el centro de la política monetaria equivale a una revolución. Como sostuve en una monografía reciente del Instituto Nacional de Investigación Económica y Social, la expansión monetaria radical, cueste lo que cueste, ha evitado tres grandes shocks (la crisis financiera mundial de 2008, el casi colapso del euro en 2012 y COVID-19), de desencadenar una depresión mundial en un momento en que las políticas fiscales en Estados Unidos y Europa eran restrictivas. El tirón prolongado de las fuerzas deflacionarias justificó esta elección de política.**

**Pero todas las innovaciones políticas crean nuevos peligros, y ahora existe un mayor riesgo de que el cambio a la laxitud fiscal del gobierno invada la independencia de la política monetaria. Además, las mayores exposiciones al riesgo financiero (especialmente en los mercados de bonos) podrían hacer que el ajuste monetario sea una tarea más peligrosa, con un mayor riesgo de error de política.**

**Aún más preocupante es que el éxito de las políticas de balance ha creado expectativas poco realistas sobre lo que pueden lograr los bancos centrales. La escala ilimitada y la diversidad de los instrumentos del balance significan que el público puede esperar, lógicamente, si no sabiamente, que los bancos centrales logren muchos objetivos nuevos.**

Por ejemplo, los ambiciosos programas y planes de infraestructura pública para una transición más rápida a una economía verde podrían ser promovidos por el apoyo del banco central (o regulatorio) para la emisión de bonos privados. La vivienda asequible para los jóvenes podría promoverse de manera similar. Lo que sea, y se puede esperar que el banco central al menos escuche. Y los políticos bien podrían estar dispuestos a ordenar a los bancos centrales que asuman nuevos objetivos. Después de todo, la simple réplica de que “los bancos centrales no hacen esto” ya no funciona. Las sociedades modernas son complejas y se han depositado grandes expectativas en las autoridades públicas.

¿Cómo, entonces, proteger a los bancos centrales? Para implementar la política monetaria de manera efectiva, deben conservar el derecho a vender cualquier activo que compren, ya sean bonos verdes, bonos de infraestructura, valores respaldados por hipotecas, valores extranjeros o cualquier otra cosa. Pero además de eso, necesitamos una revisión independiente de los costos y beneficios de sus transacciones. La Oficina de Evaluación Independiente del Fondo Monetario Internacional es un modelo que podría emularse para este propósito.

Los bancos centrales también pueden solicitar ocasionalmente orientación gubernamental explícita cuando las transacciones de activos están motivadas por objetivos de política no monetaria. Deben hacerse arreglos explícitos similares cuando los reguladores reduzcan las ponderaciones de riesgo de los activos favorecidos por el gobierno.

Nada de esto será fácil. Los banqueros centrales son perfectamente capaces de explicar con franqueza por qué las acciones que toman se ajustan a sus responsabilidades fundamentales para garantizar la estabilidad macroeconómica y financiera. Pero una fuerte presión sobre los bancos centrales para que hagan más significa que algunas acciones socavarán la credibilidad de su compromiso con sus funciones básicas.

No hay tiempo que perder en la creación de procedimientos para minimizar este peligro. Los bancos centrales independientes capaces de aplicar medidas innovadoras (y por lo tanto controvertidas) han sido uno de los grandes éxitos de la política económica de los últimos 20 años. La erosión de su independencia es una amenaza que debe resistirse plenamente.

(Philip Turner, profesor invitado de la Universidad de Basilea, es visitante del Instituto Nacional de Investigaciones Económicas y Sociales de Londres. Anteriormente fue subdirector del Departamento Monetario y Económico y miembro de la alta dirección del Banco de Pagos Internacionales)

- El juego de la inflación (Project Syndicate - **21/10/21**)

Cambridge.- La inflación está ahora en la portada de los periódicos de todo el mundo, y por una buena razón. Los precios de cada vez más bienes y servicios están aumentando de una manera que no se había visto en décadas. Este pico inflacionario, acompañado de una escasez de oferta real y temida, está alimentando la ansiedad tanto de los consumidores como de los productores. Al amenazar también con empeorar la desigualdad y descarrilar una recuperación económica sostenida e inclusiva muy necesaria de la pandemia de COVID-19, también se está convirtiendo en un tema político candente.

Por su parte, los responsables de la formulación de políticas de los bancos centrales del Reino Unido y Estados Unidos han comenzado a alejarse de la narrativa de la inflación “transitoria”. (La transición cognitiva en el Banco Central Europeo es menos pronunciada, lo que tiene sentido, dado que la dinámica de la inflación allí es menos pronunciada). Pero el pivote está lejos de ser completo y no es lo suficientemente rápido, particularmente en la Reserva Federal de EEUU (la institución monetaria más poderosa y de importancia sistémica). Los retrasos en el Congreso en la aprobación de medidas para aumentar la productividad y mejorar la participación de la fuerza laboral tampoco están ayudando.

**Las razones del aumento de la inflación son bien conocidas. La demanda boyante se enfrenta a un suministro inadecuado, como resultado de la interrupción de las cadenas de suministro y transporte, la escasez de mano de obra y una escasez de energía.**

Si bien es notable, este aumento de precios no presagia un regreso al escenario de la década de 1970 de tasas de inflación de dos dígitos. La indexación rígida de precios de costo es más rara en estos días. Las condiciones iniciales en cuanto a la formación de expectativas inflacionarias son mucho menos inestables. Y la credibilidad de los bancos centrales es mucho mayor, aunque actualmente se enfrenta a su prueba más severa en décadas.

**Sin embargo, la inflación será mucho más pronunciada de lo que habían pensado los altos funcionarios de la Fed cuando rechazaron repetidamente las crecientes presiones sobre los precios como un fenómeno temporal. Incluso hoy, sus pronósticos de inflación, a pesar de haber sido revisados ​​al alza varias veces, aún subestiman lo que está por venir.**

Las expectativas de inflación basadas en encuestas compiladas por la Reserva Federal de Nueva York han aumentado por encima del 4% en un horizonte temporal de uno y tres años. Se están ampliando las tendencias inflacionarias de empuje de los costos. Las tasas de abandono entre los trabajadores estadounidenses se encuentran en niveles récord a medida que los empleados se sienten más cómodos dejando sus trabajos para buscar puestos mejor pagados o lograr un mejor equilibrio entre el trabajo y la vida. Se habla más de huelgas laborales. Y todo esto se ve agravado por los consumidores y las empresas que presentan la demanda futura, principalmente en respuesta a las preocupaciones sobre la escasez de productos y el aumento de los precios.

El actual brote de inflación es parte de un cambio estructural general en el paradigma macroeconómico global. Hemos pasado de una situación de demanda agregada deficiente a una en la que la demanda está bien en general. En particular, las ventas minoristas de EEUU aumentaron un 13,9% interanual superior al esperado en septiembre, lo que indica que todavía hay bastantes focos de poder adquisitivo reprimido que se traduce en demanda efectiva.

Por supuesto, esto no quiere decir que no haya problemas relacionados con la composición de la demanda que deban abordarse. La desigualdad, no solo de ingresos y riqueza, sino también de oportunidades, sigue siendo una preocupación urgente.

Una inflación más alta y persistente subraya estas preocupaciones, porque sus implicaciones son multifacéticas: económicas, financieras, institucionales, políticas y sociales. Esos efectos serán cada vez más desiguales en su impacto, y afectarán especialmente a los pobres. A nivel mundial, las consecuencias de la oleada inflacionaria corren el riesgo de sacar a algunos países en desarrollo de ingresos más bajos de un camino secular de convergencia económica.

Todo esto hace que sea aún más importante que la Fed y el Congreso actúen con prontitud para garantizar que la actual fase inflacionaria no termine socavando innecesariamente el crecimiento económico, aumentando la desigualdad y alimentando la inestabilidad financiera. **Se necesita una marcada reducción en el estímulo monetario, que aún opera en modo de hiper-emergencia, a pesar del desafortunado momento que gobierna el cambio al nuevo marco de política de la Fed**. Y los legisladores estadounidenses pueden ayudar avanzando con más fuerza en iniciativas de mejora de la oferta, tanto para el capital como para la mano de obra, que caen directamente en su dominio. Eso significa aprobar medidas para modernizar la infraestructura, impulsar la productividad y aumentar la participación de la fuerza laboral.

Los formuladores de políticas también deben fortalecer la regulación y supervisión prudenciales del sector financiero, especialmente el sistema no bancario. Y, dadas las mayores presiones sobre los márgenes de beneficios corporativos y la capacidad superior de las grandes empresas para sortear las interrupciones del suministro, deberán vigilar de cerca la concentración de las empresas.

Es una buena noticia que, después de interpretar mal inicialmente y de manera persistente la dinámica de la inflación de EEUU, más funcionarios de la Fed ahora están empezando a enfrentarse a la situación. La Fed haría bien en ponerse al día incluso más rápido. De lo contrario, terminará en medio de un juego de culpas que erosionará aún más la credibilidad de las políticas y socavará su posición política.

(Mohamed A. El-Erian, presidente del Queens 'College de la Universidad de Cambridge, es ex presidente del Consejo de Desarrollo Global del presidente estadounidense Barack Obama. Fue nombrado uno de los 100 mejores pensadores globales de Foreign Policy durante cuatro años consecutivos. Es autor de dos bestsellers del New York Times, incluido el más reciente The Only Game in Town: Central Banks, Instability y Avoiding the Next Collapse)

- Debemos empezar a tomarnos en serio la inflación (El Confidencial - **25/10/21**)

(Por Juan Ramón Rallo)

Durante muchos años se nos había dicho que la curva de Phillips, la relación negativa entre empleo e inflación, estaba muerta. Eran muchos los que postulaban una relación aplanada de entre ambas variable: el volumen de empleo podía incrementarse sin que la inflación lo hiciera. Desde luego, en contextos en los que la oferta de un factor productivo es elástica (y en parte puede serlo porque la demanda de dinero es muy intensa, de modo que hay predisposición a aumentar la oferta a un precio estable) es posible que se dé esa curva de Phillips aplanada, pero presuponer que eso será así en cualquier contexto y para cualquier magnitud de aumento del gasto es un sinsentido. De hecho, aunque solemos referirnos a la curva de Phillips en relación con el nivel de empleo del factor trabajo, en realidad podríamos establecer una curva de Phillips para el nivel de empleo de cualquier factor productivo: conforme la disponibilidad efectiva de un factor productivo se va agotando -porque desaparecen sus “stock” y su capacidad para producirlos se halla a corto plazo en el límite-, su precio acaba aumentando. Esa es la situación en la que nos encontramos en estos momentos: la famosa inflación por cuellos de botella no es más que la curva de Phillips en funcionamiento (de hecho, su influencia ya se está dejando notar en el factor trabajo, puesto que los salarios están aumentando en EEUU al mayor ritmo en 20 años).

Que los precios de los cuellos de botella se incrementen es absolutamente necesario para poder empezar a solucionarlos: el aumento de precios relativos señaliza aquellas partes de la economía que resultan relativamente más escasas y relativamente más valiosas. Si muchos agentes económicos necesitan emplear un mismo factor productivo y no hay suficientes unidades del mismo como para abastecer a todos ellos, entonces es necesario que ese factor productivo se encarezca para lograr dos objetivos: por un lado, que aquellos agentes económicos que generan un menor valor consumiendo tal factor productivo escaso dejen de demandarlo (lo cual, claro, implica una contracción de la actividad de determinadas industrias); por otro, incentivar lo más rápidamente posible un aumento de la oferta de ese factor productivo. El problema, pues, no es tanto que algunos precios estén aumentando, sino las causas por las que están aumentando y las consecuencias que pueden derivarse de ese incremento.

**Por el lado de las causas, es evidente que la pandemia ha sacudido las estructuras de producción globales (por quiebras y subinversión) y ello vuelve la oferta más inelástica. Pero tampoco deberíamos obviar el potente paquete de estímulo del gasto (desde el lado fiscal y monetario) que se ha insuflado durante los últimos meses a nuestra economía. De hecho, ese estímulo se sigue insuflando sin cambio alguno en la actualidad, lo que vuelve su influencia mucho más inflacionista que cuando se aprobó en un principio: estimular el gasto cuando el gasto agregado está paralizado tiene escasa influencia sobre los precios, pero seguir haciéndolo al mismo ritmo cuando el gasto agregado se ha disparado (por ejemplo, el gasto de las familias en EEUU se ubica en máximos históricos) por supuesto que sí la tiene.** Si hay un desequilibrio entre oferta y demanda en muchos sectores, alimentar artificialmente la demanda solo alimentará el desequilibrio: por ejemplo, si una de las funciones del alza de precios era que algunos agentes económicos dejaran de demandarlos, los estímulos pueden contribuir a que todos los demandantes estén dispuestos a abonar el mayor precio y a que nadie restrinja si gasto (salvo a precios todavía mayores).

**Por el lado de las consecuencias, una elevación prolongada de los precios puede engendrar dos tipos de efectos perversos: uno económico y otro político. El económico es que la inflación penetre en las expectativas de los agentes y entremos en una espiral precios-salarios: parte de esto ya está empezando a suceder desde el lado empresarial y otra parte puede terminar ocurriendo desde el lado salarial si no se ataja la inflación (recordemos que 2021 será el año en el que más poder adquisitivo perderán los trabajadores durante todo el siglo XXI). El político es que, cuanto más tiempo perdure la inflación, mayores serán las tentaciones de establecer controles de precios, esto es, de que el racionamiento de la escasez no se haga en función de criterios económicos (quién es capaz de generar más valor con los factores que escasean) sino de criterios políticos (quiénes consideran nuestros gobernantes que deberían acceder a esos recursos escasos): en China, por ejemplo, los controles de precios a la electricidad han provocado un parón sin precedentes fuera de una crisis. En definitiva, la inflación que estamos experimentando en estos momentos es una parte necesaria y en otra parte artificialmente alimentada y por tanto innecesaria: deberíamos dejar de cebarla artificialmente porque, cuanto más tiempo nos acompañe, más peligrosa se volverá para nuestro futuro.**

- Qué políticas requiere el alza de la inflación (El Economista - **28/10/21**)

(Por Barry Eichengreen)

Hoy la inflación ocupa las primeras planas de los periódicos de todo el mundo, y con razón. Los precios de más y más bienes y servicios están aumentando de una manera no vista en décadas. Este pico inflacionario, junto con la escasez de la oferta, sea esta real o temida, está generando ansiedad en consumidores y productores. También en un asunto político candente, ya que amenaza con agravar la desigualdad y descarrilar la muy necesaria recuperación económica sustentable e inclusiva tras la pandemia del Covid-19.

Por su parte, las autoridades de los bancos centrales de Reino Unido y Estados Unidos han comenzado a alejarse de la narrativa de una inflación “transitoria”. Esta transición cognitiva en el Banco Central Europeo es menos pronunciada, lo que tiene sentido dado que la dinámica inflacionaria allí es menos drástica. Pero está lejos de llegar a su punto álgido, y menos aún con la velocidad deseada, en particular en la Reserva Federal estadounidense, la institución monetaria mundial más poderosa y sistémicamente importante. Tampoco ayudan mucho las demoras del Congreso de EEUU en aprobar medidas para aumentar la productividad y mejorar la participación de la fuerza de trabajo.

Las razones para el aumento de la inflación son bien conocidas. La boyante demanda está encontrando una oferta inadecuada, resultado de las alteraciones del transporte y las cadenas de suministro, la escasez de trabajadores y las restricciones de energía.

Si bien son notables, estas alzas de precios no anuncian un retorno a las tasas de inflación de dos dígitos que se vivieron en la década de 1970. La intervención de precios apenas se da en los tiempos. Las condiciones iniciales en torno a la formación de expectativas inflacionarias son mucho menos inestables. Y la credibilidad de los bancos centrales es mucho mayor, aunque hoy está enfrentando su prueba más severa en décadas.

Con todo, la inflación será mucho más pronunciada de lo que pensaban los funcionarios de la Fed cuando una y otra vez descartaron las crecientes presiones sobre los precios como un fenómeno transitorio. Incluso hoy sus estimaciones de inflación subestiman lo que tenemos por delante, a pesar de haber sido revisadas al alza ya varias veces.

Las expectativas inflacionarias basadas en encuestas compiladas por la Reserva Federal de Nueva York han subido más de un 4% en el horizonte temporal a uno y tres años plazo. Se están ampliando los efectos colaterales de las tendencias de inflación sobre los costes. Las tasas de abandono entre los trabajadores estadounidenses están en máximos históricos, ya que los empleados se sienten más cómodos renunciando a sus trabajos para buscar otros mejor pagados o un mejor equilibrio entre trabajo y vida. Se habla más de huelgas laborales. Y todo esto se ve exacerbado por los consumidores y empresas que buscar suplir su demanda futura, principalmente en respuesta a inquietudes sobre la escasez de productos y el aumento de los precios.

El actual brote inflacionario es parte de un cambio estructural general en el paradigma macroeconómico global. Hemos pasado de una situación de demanda agregada deficiente a una en que la demanda es suficiente, en términos generales. Notablemente, las ventas al por menor en EEUU aumentaron en un 13,9% interanual en septiembre, cifra mayor a la esperada, lo que indica que todavía hay muchos espacios de gasto disponibles para que el poder de compra se traduzca en demanda efectiva.

Por supuesto, con esto no quiero decir que no haya problemas de composición de la demanda que se deben abordar. La desigualdad sigue siendo una urgente preocupación, no solo de ingreso y riqueza sino también de oportunidades.

Una inflación más alta y persistente subraya esas preocupaciones, ya que sus implicaciones son multifacéticas: económicas, financieras, institucionales, políticas y sociales. Sus efectos serán cada vez menos uniformes y afectarán a los pobres con particular dureza. En términos globales, las consecuencias del aumento inflacionario amenazan con golpear algunos países en desarrollo de bajos ingresos, sacándolos de un camino secular de convergencia económica.

Todo esto hace que sea todavía más importante que la Fed y el Congreso actúen con presteza para asegurarse de que la actual fase inflacionaria no acabe innecesariamente socavando el crecimiento económico, aumentando la desigualdad y alimentando la inestabilidad financiera. **Se necesita una marcada reducción del estímulo monetario, que todavía funciona en modo de emergencia extrema, a pesar de lo desafortunado de los plazos que rigen el nuevo marco de políticas de la Fed**. Y los legisladores estadounidenses pueden ayudar si dinamizan las iniciativas que mejoren la oferta, tanto de capital como de mano de obra, que estén plenamente a su alcance, es decir, aprobar medidas de modernización de infraestructura, fomento de la productividad y aumento de la participación de la fuerza laboral.

Las autoridades también deberían fortalecer la regulación y supervisión cautelares del sector financiero, en especial el sistema no bancario. Y, dadas las mayores presiones sobre los márgenes de utilidades corporativos y la capacidad superior de las grandes empresas de hacerse camino por entre las disrupciones de la oferta, tendrán que estar muy atentas a la concentración de empresas.

Es una buena noticia el que, tras malinterpretar inicialmente la dinámica de la inflación estadounidense, hoy comience a haber más funcionarios de la Fed que estén entendiendo mejor la situación. La Fed misma haría bien en ponerse al día más rápido. De lo contrario, terminará en el medio de una búsqueda de culpables que no haría más que erosionar la credibilidad pública y socavar su reputación política.

(Barry Eichengreen - Profesor de Economía en la Universidad de California-Berkeley y Cambridge)

- ¿Por qué todas las preocupaciones sobre la inflación? (Project Syndicate - **8/11/21**)

Berkeley.- En los últimos tres años, los avances tecnológicos han proporcionado alrededor de un punto porcentual del crecimiento del salario real estadounidense garantizado cada año; es cierto, solo la mitad de la tasa de épocas anteriores, pero aún algo. Sin embargo, los salarios reales están actualmente un 4% por debajo de su valor garantizado al agregar la tendencia fundamental subyacente de la productividad al nivel del índice de costo del empleo (ECI) del salario real antes de la pandemia. ¿Le suena eso a un mercado laboral de “alta presión”?

Aquellos que creen que el mercado laboral de EEUU es en cierto sentido “ajustado” señalan que el ICE aumentó un 3,7% en el año hasta septiembre, muy por encima de su tasa de crecimiento anual del 3% en los años prepandémicos. Pero, debido a que los precios al consumidor de EEUU aumentaron un 5,4% durante el año pasado, el salario real basado en el ECI se redujo un 1,7% en ese período. En una economía de alta presión con un mercado laboral ajustado, los trabajadores tendrían suficiente poder de negociación para obtener aumentos salariales reales.

El pronóstico inmediato es extremadamente difícil y peligroso. Pero el “ahora” que veo hoy es el que pronostiqué hace dos o tres trimestres. Sí, la economía estadounidense en recuperación, como un conductor que acelera repentinamente, está dejando huellas inflacionarias en el asfalto. Pero, como sostuve en mayo, esto no debería preocuparnos, porque “quemar caucho para reincorporarse al tráfico de la carretera no es lo mismo que recalentar el motor”.

**Estados Unidos no se encuentra actualmente en una situación en la que demasiado dinero persiga muy pocos bienes, lo que resultaría en un exceso de demanda de mano de obra y probablemente desencadenaría una espiral inflacionaria. Esto es a pesar del hecho de que la pandemia de COVID-19 en curso y sus interrupciones asociadas continúan causando una falta sustancial de mano de obra.**

En la actualidad, la relación empleo / población general de la economía de los EEUU está tres puntos porcentuales por debajo de lo que solíamos considerar como su nivel de pleno empleo. Las proporciones de mujeres, afroamericanos y trabajadores sin título universitario son, respectivamente, cinco, 4.5 y cuatro puntos porcentuales por debajo de este nivel.

Sin embargo, los economistas a quienes respeto hablan como si la economía estuviera en serios problemas inflacionarios. Jason Furman, ex presidente del Consejo de Asesores Económicos del presidente Barack Obama, cree que “el pecado original fue un plan de rescate estadounidense de gran tamaño”, el paquete de recuperación de $ 1,9 trillón que el presidente Joe Biden convirtió en ley en marzo. En opinión de Furman, hubiera sido mejor tener medidas de política menos agresivas y, por lo tanto, una recuperación más lenta del empleo y el crecimiento este año, porque el plan de Biden “contribuyó a una mayor producción pero también a precios más altos”. Y según el mismo informe del New York Times, el exsecretario del Tesoro de Estados Unidos, Larry Summers, cree que “ahora la inflación corre el riesgo de salirse de control”.

Los preocupados por la inflación luego argumentan que la crisis de COVID-19 ha dañado permanentemente el lado de la oferta de la economía al causar una gran cantidad de jubilaciones anticipadas, así como una interrupción duradera de las cadenas de suministro de las que una gran cantidad de productividad y prosperidad habían dependido. Quizás. Pero argumentos similares a principios de la década de 2010, después de la crisis financiera mundial de 2008, tenían como objetivo justificar políticas que no pisaron el acelerador e intentaron volver a emplear rápidamente a los llamados trabajadores de “producto marginal cero”. Una consecuencia de esta timidez fue la elección de Trump, cuyo ascenso fue impulsado por la furia de quienes pensaban que las “élites” se preocupaban más por los inmigrantes y las minorías que por los trabajadores manuales cuyas oportunidades económicas nunca se habían recuperado a los niveles anteriores a 2008.

Por último, algunos afirman que, independientemente de si el mercado laboral es ajustado o no, la inflación, ya sea impulsada por factores del lado de la oferta o del lado de la demanda, es lo suficientemente alta y destacada como para que las empresas y los hogares la incorporen rápidamente a sus expectativas. Por lo tanto, la serpiente inflacionaria tiene que ser eliminada ahora, mientras es pequeña, antes de que crezca y devore todo lo que tiene valor.

Pero hasta ahora, el aumento de la inflación no se ha incorporado a ninguno de los precios “rígidos” de la economía, según la medida construida por la Reserva Federal de Atlanta. Es cierto que la tasa de inflación de equilibrio actual del mercado financiero a 30 años, del 2,35%, está más de medio punto porcentual por encima de donde se estableció en la segunda mitad de la década de 2010. Pero la tasa de hoy es similar a la de la primera mitad de la década, y ligeramente por debajo del nivel que sería consistente con la meta de inflación de la Reserva Federal de EEUU del 2% anual.

Es muy probable que el repunte actual de la inflación estadounidense sea simplemente caucho en el camino, como resultado de la recuperación posterior a la pandemia. No hay indicios de que las expectativas de inflación se hayan desanclado. El mercado laboral todavía es lo suficientemente débil como para que los trabajadores no puedan exigir aumentos sustanciales de los salarios reales. Los mercados financieros están indiferentes ante la posibilidad de un aumento de la inflación. Y ya está en marcha una contracción fiscal sustancial.

Dados estos hechos, ¿por qué alguien argumentaría que el “pecado original” fue el “Plan de Rescate Americano de gran tamaño”, y que endurecer la política monetaria a partir de ahora es la forma correcta de expiarlo? Yo, por mi parte, simplemente no puedo seguir su lógica.

(J. Bradford DeLong es profesor de economía en la Universidad de California, Berkeley e investigador asociado en la Oficina Nacional de Investigación Económica. Fue subsecretario adjunto del Tesoro de los Estados Unidos durante la administración Clinton, donde estuvo muy involucrado en las negociaciones presupuestarias y comerciales)

- Por qué debe irse Jerome Powell (Project Syndicate - **9/11/21**)

Nueva York.- El presidente de los Estados Unidos, Joe Biden, enfrenta una decisión crítica: a quién nombrar como presidente de la Reserva Federal, posiblemente la posición más poderosa en la economía global.

La elección incorrecta puede tener graves consecuencias. Bajo Alan Greenspan y Ben Bernanke, la Fed no logró regular el sistema bancario de manera adecuada, preparando el escenario para la peor recesión económica mundial en 75 años. Esa crisis y la respuesta de los legisladores han tenido consecuencias políticas de gran alcance, exacerbando la desigualdad y fomentando un persistente sentimiento de agravio en aquellos que perdieron sus casas y trabajos.

Hay una gran cantidad de clichés sobre por qué el presidente actual, Jerome Powell, debería ser reelegido. Hacerlo sería una demostración de bipartidismo. Reforzaría la credibilidad de la Fed. Necesitamos una mano experimentada que nos guíe a través de la recuperación posterior a la pandemia. Etcétera. Escuché los mismos argumentos hace 25 años cuando era presidente del Consejo de Asesores Económicos del Presidente de los Estados Unidos y se estaba considerando la reelección de Greenspan. Fueron suficientes para convencer a Bill Clinton, y el país pagó un alto precio por su decisión.

Irónicamente, el presidente Ronald Reagan dio poca importancia a estos argumentos cuando efectivamente despidió a Paul Volcker en 1987, negándole la reelección después de haber domesticado la inflación. Reagan le debía mucho a Volcker, pero como quería perseguir la desregulación, optó por Greenspan, un acólito de Ayn Rand.

La formulación de políticas económicas requiere un juicio cuidadoso y un reconocimiento de las compensaciones. ¿Qué importancia tiene la inflación frente al empleo y el crecimiento? ¿Qué tan seguros podemos estar de que los mercados son eficientes, estables, justos y competitivos por sí mismos? ¿Cuán preocupados deberíamos estar por la desigualdad? Los dos partidos principales de Estados Unidos siempre han tenido perspectivas marcadamente diferentes pero claramente articuladas sobre estos asuntos (al menos hasta el descenso de los republicanos a la locura populista).

En mi opinión, los demócratas tienen razón al preocuparse más por las consecuencias del desempleo. La crisis de 2008 mostró que los mercados sin restricciones no son eficientes ni estables. Además, sabemos que los grupos marginados se han incorporado a la economía y que las disparidades salariales se han reducido solo cuando los mercados laborales están apretados.

Es probable que los próximos años pongan a prueba a cualquier presidente de la Fed. Estados Unidos ya se enfrenta a duros juicios con respecto a la inflación y qué hacer al respecto. ¿Son los recientes aumentos de precios principalmente contratiempos el resultado de un cierre económico sin precedentes? ¿Cómo debería pensar la Fed sobre la tasa de empleo afroestadounidense, que aún no se ha recuperado a sus niveles anteriores a la pandemia? ¿El aumento de las tasas de interés (y, por tanto, el desempleo) sería una cura peor que la enfermedad?

Del mismo modo, si bien la fijación de precios erróneos de los valores respaldados por hipotecas fue fundamental para el colapso de 2008, ahora hay evidencia de una fijación de precios errónea aún mayor y más generalizada de los activos relacionados con el cambio climático. ¿Qué debería hacer la Fed al respecto?

Powell no es el hombre por el momento. Para empezar, apoyó la agenda desreguladora del ex presidente Donald Trump, poniendo en riesgo la salud financiera del mundo. E incluso ahora, se muestra reacio a abordar el riesgo climático, a pesar de que otros banqueros centrales de todo el mundo lo declaran como el problema definitorio de las próximas décadas. Powell diría que los problemas climáticos no están incluidos en el mandato de la Fed, pero estaría equivocado. Parte del mandato de la Fed es garantizar la estabilidad financiera, y no hay mayor amenaza para eso que el cambio climático.

La Fed también es responsable de aprobar fusiones en el sector financiero, y el historial de Powell sugiere que nunca ha visto una mala. Tal laxitud es lo último que necesita la economía en este momento. Una flagrante falta de competencia y la ausencia de una regulación adecuada ya están permitiendo ganancias descomunales, disminuyendo la oferta de financiamiento para las pequeñas empresas y brindando a los actores dominantes un mayor margen para aprovecharse de los demás.

Algunos comentaristas le han dado crédito a Powell por la respuesta de la Fed a la pandemia. Pero cualquier estudiante de segundo año de la universidad habría sabido que no debía endurecer la política monetaria ni subir las tasas de interés durante una recesión. Además, como ha argumentado Simon Johnson del MIT, Powell no tiene un compromiso profundo con el pleno empleo. Por el contrario, como miembro de la Junta de Gobernadores de la Fed durante la última década, Powell tiene un historial de errores de juicio en el endurecimiento de la política monetaria que se remonta a la “rabieta del taper” de 2013.

Aunque muchos observadores de la Fed insisten en que la desigualdad no es asunto del banco central, el hecho es que las políticas de la Fed tienen importantes efectos distributivos que no pueden ignorarse. Así como un aumento prematuro de las tasas de interés puede frenar el crecimiento, la aplicación deficiente de la Ley de Reinversión Comunitaria permite concentraciones más profundas de poder de mercado.

**Finalmente, el reciente escándalo de ética que involucró operaciones de mercado por parte de altos funcionarios de la Fed ha minado la confianza en el liderazgo de la institución. La aparente insensibilidad de Powell a los conflictos de intereses me ha preocupado durante mucho tiempo, incluso en la gestión de algunos de los programas de respuesta a una pandemia de la Fed. Con cuatro años de que Trump ya haya debilitado la confianza en las instituciones estadounidenses, existe un riesgo real de que la confianza en la integridad de la Fed se vea socavada aún más. Ningún funcionario de la Fed debería necesitar un funcionario de ética para decidir cuándo ciertas operaciones parecerían indecorosas.**

La Fed se parece en cierto modo a la Corte Suprema de Estados Unidos. Se supone que está por encima de la política, pero al menos desde Bush v. Gore, sabemos que eso no es cierto. Trump aclaró eso para los escépticos. También se supone que la Fed es independiente, pero Powell y Greenspan, al seguir la agenda desreguladora de su partido, dejaron en claro que ese tampoco era el caso. Pero mientras la Junta toma decisiones cruciales que afectan todos los aspectos de la economía, históricamente el poder se ha concentrado en la silla, mucho más que en el presidente del Tribunal Supremo. Es el presidente de la Fed quien decide qué someter a votación y qué temas se aceleran o se ralentizan. El tema del clima es solo un ejemplo de dónde importa absolutamente quién está a la cabeza de la mesa.

**Estados Unidos necesita una Reserva Federal que esté genuinamente comprometida con garantizar un sector financiero estable, justo, eficiente y competitivo. Cualquiera que piense que podemos confiar en mercados sin restricciones, o que la regulación ya ha ido demasiado lejos, no está viendo con claridad. No necesitamos un ideólogo como Greenspan ni un abogado con mentalidad de Wall Street como Powell. Más bien, necesitamos a alguien que tenga un conocimiento profundo de la economía y que comparta los valores y preocupaciones de Biden sobre la inflación y el empleo.**

Sin duda son muchas las figuras que podrían cumplir estas condiciones. Pero Biden no tiene que buscar muy lejos para encontrar a alguien que ya haya demostrado su valía. Lael Brainard ya está en la Junta, donde ha demostrado su competencia y se ganó el respeto de los mercados, sin comprometer sus valores. Biden puede tener su pastel y comérselo: un presidente de la Fed que mantiene la continuidad y no agita los mercados, pero comparte su agenda económica y social.

(Joseph E. Stiglitz, premio Nobel de economía y profesor universitario en la Universidad de Columbia, es ex economista jefe del Banco Mundial (1997-2000), presidente del Consejo de Asesores Económicos del Presidente de EEUU y copresidente de la Alta-Comisión de Nivel de Precios del Carbono. Es miembro de la Comisión Independiente para la Reforma de la Fiscalidad Corporativa Internacional y fue el autor principal de la Evaluación del Clima del IPCC de 1995)

**Coda: Los bancos centrales deben prevenir el riesgo que la inflación no sea coyuntural.**

**La última vez que la inflación estuvo por encima del 6% en EEUU, los tipos de interés (fondos federales) que maneja la Fed se encontraban entre el 7 y el 8% (año 1990). Ahora, con el IPC en el 6,2%, los tipos de interés oficiales están entre el 0 y el 0,25%. En la zona euro, la inflación ha superado el 4% y la tasa de depósito que establece el Banco Central Europeo se encuentra en el -0,5%. (Datos disponibles, al 12/11/21)**

**Los bancos centrales muestran hoy más tolerancia a la inflación. Esto aumenta el riesgo que las expectativas se desanclen y la inflación también. Entonces (tarde y mal), las subidas de tipos deberán ser más bruscas y la economía sufrirá más el ajuste.**

**Son los riesgos de ir por detrás de la curva…**





**(Mafalda)**

**Oremos…**