

Ha sido profunda y devastadora, pero es posible que la peor recesión global desde la década de 1930 haya llegado a su fin. Encabezadas por China, las economías emergentes de Asia han revivido con rapidez, y varias se expanden a tasas anualizadas de más de 10% en el segundo trimestre. Algunas economías ricas también han regresado al crecimiento, aunque en forma más modesta, entre abril y junio. La producción de Japón se elevó a una tasa anualizada de 3.7%, y Alemania y Francia lograron crecer a poco más de 1%. En EU el mercado de la vivienda ha mostrado signos de estabilización, el ritmo de la pérdida de empleos se vuelve más lento y la gran mayoría de pronosticadores espera que la producción crezca entre julio y septiembre. La mayor parte de las economías son todavía mucho más pequeñas que hace un año. Sin embargo, desde una perspectiva trimestral, están doblando la esquina.

Esta es una buena noticia. El primer paso en cualquier recuperación es que la producción deje de contraerse. Pero la pregunta más interesante es qué forma adoptará la recuperación. El debate se centra en torno a tres escenarios: V, U y W. Una recuperación en V sería vigorosa, al liberarse la demanda contenida. Una en forma de U sería más débil y vacilante. Y en una en forma de W, el crecimiento volvería por unos meses y luego volvería a caer.

**LA ECONOMÍA MUNDIAL HA DEJADO DE CONTRAERSE, PERO ÉSA ES LA ÚNICA BUENA NOTICIA**

Los optimistas alegan que la escala del descenso augura un fuerte repunte. Señalan que las más profundas recesiones de posguerra en EU fueron seguidas por vigorosas recuperaciones. En los dos años posteriores al bache de 1981-82, por ejemplo, la producción se expandió a una tasa anual de casi 6%, y en esta ocasión la producción ha caído aún más, y por más tiempo, que a principios de la década de 1980.

Los pesimistas, en cambio, piensan que los orígenes de este descenso favorecen una débil recuperación o una doble inmersión. A diferencia de las recesiones típicas de posguerra, este bache fue precipitado por una bancarrota financiera, no por las altas tasas de interés, y cuando los deudores sobreindeudados necesitan reconstruir sus balances y sus sistemas financieros requieren reparación, el crecimiento puede ser débil y descarrilar fácilmente durante años. La crisis bancaria de la década de 1990 en Japón dejó la economía estancada durante una década; un prematuro aumento de



El esquema "dinero por chatarra" es un gran impulso, aunque temporal, a la producción, y las empresas tarde o temprano -prevé EIU- dejarán de recortar inventarios ■ Foto Roberto García Ortiz

## EL ESPEJISMO DE LA RECUPERACIÓN

### El reto de los bancos centrales

Ahora que la economía global parece haber tocado fondo y muchas economías muestran signos de recuperación, surge la pregunta de cuándo podría terminar la fase actual de extraordinaria laxitud en la política monetaria. Dada la mezcla de medidas ortodoxas y heterodoxas que se ha aplicado en casi todas las economías, ya no se trata de una simple pregunta sobre tasas de interés. Más bien, conforme mejoran las condiciones económicas, es probable que los bancos centrales endurezcan algunos componentes de las políticas y mantengan laxos otros.

Específicamente, EIU prevé que la mayoría de los bancos centrales mantendrán sin alteración las tasas de referencia convencionales hasta finales de 2010. En cambio, se espera que comiencen a retroceder mucho antes en algunos otros programas heterodoxos.

Con esos temas en mente, los bancos centrales del mundo se presentaron a su reunión anual en Jackson Hole, Wyoming, EU. Existe el temor de que una política demasiado concesiva, si se mantiene demasiado tiempo, conduzca a una inflación incontrolable. Al mismo tiempo, hay la preocupación de que apretar antes de tiempo pudiera frustrar una frágil recuperación. Por tanto, el reto de los bancos centrales es determinar el momento y la extensión del endurecimiento de políticas, y procurar que la transición sea tan ordenada

como sea posible para evitar crear perturbaciones tempranas en los mercados financieros.

En realidad, es posible que las respuestas a la mejora de condiciones económicas sean más minuciosas que la mera determinación del momento oportuno para elevar las tasas de interés. Esperamos que los bancos centrales equilibren la necesidad de responder a una elevación gradual del apetito de riesgo (que implicaría la necesidad de restricciones) con un deseo de evitar medidas que pudieran socavar la recuperación de la economía real. Por esta razón creemos que la mayoría de los principales bancos centrales mantendrán inalterables sus tasas convencionales durante lo que resta de 2009 y tal vez en todo 2010. Los encargados de las políticas se mostrarán renuentes a elevar las tasas de referencia, pues tales incrementos afectarían las tasas comerciales y podrían detener la inversión y el crédito.

Por tanto, un "endurecimiento" temprano vendría en la forma de una salida parcial de las medidas heterodoxas, muchas de las cuales han consistido en que los bancos centrales aporten liquidez mediante la compra de valores del sistema bancario. Esto ha ayudado a remplazar la liquidez que los bancos sacaron de la economía real para reforzar sus balances. Conforme los bancos comerciales pierden la aversión al riesgo y

recobran la capacidad de prestar, los bancos centrales pueden retirar liquidez sin restringir en realidad el acceso al financiamiento para la economía real.

De hecho, el 12 de agosto la Reserva Federal de EU dijo que reduciría sus compras de bonos del Tesoro y que esperaba poner fin al esquema de 300 mil mdd en octubre de este año. Sin embargo, también dejó en claro que intenta mantener su tasa de referencia "excepcionalmente baja" por un "periodo prolongado".

Sin embargo, los bancos centrales continúan teniendo sus diferencias. En particular, el Banco de Inglaterra ha decidido elevar la expansión monetaria cuantitativa, lo cual subraya el escepticismo que aún rodea la robustez y durabilidad de cualquier recuperación económica, principalmente como reflejo de inquietudes de que las recientes mejoras en datos económicos sean productos temporales del gigantesco apoyo gubernamental. Habrá que retirar el estímulo fiscal. Una vez que esto ocurra, existe el riesgo de que la producción económica vuelva a debilitarse para producir lo que muchos describen como una recuperación en W. Aunque no es ese nuestro pronóstico para la economía mundial, sí prevemos que EU sufrirá un alentamiento de ese tipo en 2011, luego del repunte vaticinado para 2010.

FUENTE EIU

impuestos en 1997 la volvió a hundir en la recesión.

### V de vulnerable

Ninguno de estos paralelismos es exacto, porque el bache global actual combina varios tipos de descensos y una respuesta política sin precedente. En economías que fueron de burbuja, es sobre todo una recesión a nivel de balances contables. El consumo impulsado por el endeudamiento ha caído, pero la escala del colapso fue ensanchada y profundizada por el congelamiento de la maquinaria del financiamiento global, un dramático derrumbe de la confianza y la reducción de inventarios. Luego fue contrarrestada por el estímulo más grande de la historia. La forma de la recuperación depende de cómo interactúen esas fuerzas.

A corto plazo la forma podría parecer engañosamente una V, conforme el estímulo surta efecto y el ciclo de inventarios se invierte. En Asia emergente, el descongelamiento del financiamiento al comercio, una revaloración de las acciones y un fuerte estímulo fiscal están produciendo un repunte. El apoyo del gobierno, en especial los subsidios al empleo y los incentivos para comprar autos nuevos, han impulsado la demanda en Alemania y Francia. Al aumentar los pedidos de exportación y crecer la confianza, los próximos meses podrían ser sorprendentemente boyantes. Aun en EU, el estímulo fiscal está prendiendo, el esquema "dinero por chatarra" es un gran impulso, aunque temporal, a la producción, y las empresas, tarde o temprano, dejarán de recortar inventarios.

Sin embargo, un repunte basado en ajustes de inventarios es necesariamente temporal, y uno basado sólo en el estímulo gubernamental no durará. Más allá de estos dos factores hay poca razón para celebrar. El mercado de la vivienda en EU podría volver a languidecer conforme los embargos aumenten, el alto desempleo cobre su precio y un crédito fiscal temporal para los compradores de vivienda termine. Aun si la vivienda se estabiliza, el gasto de consumo se mantendrá débil mientras los hogares pagan sus deudas. En EU y otras economías posteriores a la burbuja, un verdadero repunte en V parece fantástico. En otras partes ocurrirá sólo si una vigorosa demanda doméstica recoge la estafeta del estímulo gubernamental. En Japón y Alemania, donde el desempleo aún crecerá, eso parece improbable.

Las probabilidades son mejores en economías emergentes, en especial en China. Pero aun ahí se necesita un conjunto de reformas, desde una divisa más fuerte hasta una reforma de los subsidios, para elevar el ingreso de los trabajadores y alentar el consumo. Hasta que esa transición ocurra, la recuperación global será frágil y probablemente muy débil. Una sombra U, con un fondo largo y plano de crecimiento débil, es la forma más probable de los próximos años.

Fuente: EIU