

EL MUNDO

Domingo, 15 de noviembre de 2009. AÑO XXI. NÚMERO: 7.272. EDICIÓN MADRID. PRECIO: 2,20 EUROS

MERCADOS

> APUNTES ECONÓMICOS

100 semanas en las que cambió el pensamiento económico

LUIS DE GUINDOS

Las crisis suelen ser ocasiones propicias para que los economistas analicemos lo que hemos hecho mal y reflexionemos sobre las causas de nuestros errores. La autocrítica suele ser más profunda cuanto más intensa es la crisis, y ésta, que aún padecemos, es la más grave desde el final de la guerra mundial. Por ello, no resulta raro que se estén poniendo en cuestión gran parte de los principios que los economistas hemos mantenido de forma preponderante en los últimos 30 años, y que constituían el paradigma dominante de la teoría económica, lo que a su vez fundamentaba una determinada forma de hacer política económica.

Algo parecido ocurrió en la Gran Depresión con la publicación de la Teoría General de Keynes en el año 36. La gravedad de la crisis permitió cuestionar los principios de los economistas clásicos, como los denominaba Keynes, y aceptar su nueva premisa básica; esto es, que la economía de mercado es sustancialmente inestable y puede llevar a periodos largos de alto desempleo e infrautilización de la capacidad productiva. La consecuencia de todo ello es la necesidad de utilizar la política fiscal, dadas las limitaciones de la monetaria, para compensar la demanda privada, y conseguir el pleno empleo.

En esta ocasión, el paradigma dominante en la ciencia económica a lo largo de los últimos 30 años viene dado por dos teorías principales; la hipótesis de la eficiencia del mercado y la teoría de las expectativas racionales. La primera resalta que los precios de los activos financieros reflejan toda la información relevante para su valoración. De esta forma, los precios de estos activos se moverán únicamente cuando surjan nuevas noticias que afecten a su valoración. Por ello, el precio de los activos financieros, principalmente las acciones, será una especie de «paseo aleatorio» y lo que haya ocurrido en el pasado no condiciona el precio futuro. La teoría de las expectativas racionales, por su lado, sostiene que los agentes económicos forman sus expectativas teniendo en cuenta toda la información disponible en cada momento, incluidos los modelos económicos más avanzados. De este modo, no resulta posible que las autoridades económicas «sorprendan» de modo sistemático a los agentes racionales.

La combinación de las dos teorías tenía implicaciones importantes para los responsables de política económica. Las autoridades económicas no deben interferir en el funcionamiento de los mercados, y su misión consiste en limitarse a establecer un marco monetario y presupuestario predecible, que facilite un nivel reducido de inflación. Así, desde la recesión de 1982, el mundo entró en un largo periodo de gran estabilidad, muy superior al vivido desde el final de la II Guerra mundial, en el comportamiento de las principales variables económicas, como la evolución del PIB, la producción industrial, el comercio internacional, y el empleo. Por ello, a este período se le denomina la Gran Moderación, y se atribuye su existencia, en gran parte, a la mejora en el manejo

de la política económica, muy especialmente la monetaria. Es lógico, que a lo largo de este período, las primas de riesgo sobre los diferentes activos se estrecharan, y el nivel de deuda del sector privado creciera de forma muy importante, mientras los precios de la vivienda se veían impulsados por los bajos niveles, tanto nominales como reales, de los tipos de interés, y por fenómenos de innovación financiera como la titulización de activos.

Sin embargo, este paradigma se ha visto claramente cuestionado por la crisis actual ¿Cómo es posible mantener la hipótesis de la eficiencia de los mercados, cuando se han desarrollado burbujas gigantescas en los precios de los activos, cuyo estallido ha generado la peor crisis económica desde la Gran Depresión? ¿Cómo se pueden mantener las principales conclusiones de la teoría de las expectativas racionales cuando ha sido necesario acudir a una expansión monetaria y fiscal sin precedentes para evitar el colapso económico?

La respuesta a estas cuestiones nos lleva a otros planteamientos que, de algún modo, perfeccionan, más que invalidan, el paradigma con el que hemos vivido a lo largo de los últimos 30 años. En primer lugar, la hipótesis de la eficiencia del mercado lo que nos dice es que los precios de los activos financieros reflejan la información disponible, pero eso no es garantía de que los precios de mercado sean siempre correctos. Y es que, en un entorno de muy bajos tipos de interés, y consecuentemente de elevado apalancamiento, la hipótesis de la eficiencia no funciona correctamente, ya que los precios se ven impulsados artificialmente al alza como consecuencia de un nivel irracional de endeudamiento, que distorsiona el cálculo de los intervinientes en el mercado.

Esto nos lleva directamente a otra consideración prioritaria; la necesidad de intentar evitar la aparición de burbujas en los precios de los activos y al papel de la política monetaria al respecto. La política monetaria, como ha ocurrido en el pasado reciente, no puede limitarse a alcanzar únicamente un objetivo de estabilidad de precios al consumo. Debe además tomar en consideración las consecuencias del crecimiento del crédito, y de los precios de los activos sobre la actividad económica. Se trata de incluir en el análisis, lo que algunos han denominado el «acelerador financiero» o el «ciclo de apalancamiento», actuando preventivamente cuando el crecimiento del crédito, o el aumento del precio de los activos, excedan de lo razonable, lo que implica necesariamente un juicio sobre su valor.

Un crecimiento excesivo del crédito, como consecuencia de unos tipos de interés demasiado bajos, acaba inflando los precios de los activos, lo cual vía su utilización como garantía, permite acelerar aún más la actividad crediticia de los bancos. Y todo esto, puede ocurrir en un contexto de estabilidad de precios al consumo. Por ello, la principal lección de la crisis actual es que la distorsión de la estructura de tipos de interés durante un período dilatado, vía una infravaloración del riesgo, acaba llevando a un conjunto de decisiones incorrectas de ahorro e inversión, y de valoración de activos. Su ajuste, como estamos ahora experimentando, siempre se acaba produciendo y es desgraciadamente doloroso en términos de actividad y empleo.

luisdeguindos@hotmail.com

© Mundinteractivos, S.A.

EL MUNDO

Domingo, 15 de noviembre de 2009. AÑO XXI. NÚMERO: 7.272. EDICIÓN MADRID. PRECIO: 2,20 EUROS

MERCADOS

> ENTREVISTA

JÜRGEN THUMANN

«Una bajada de impuestos nos ayudaría más contra la crisis» El presidente de la mayor patronal europea, Business Europe, habla con optimismo sobre las oportunidades que se abren para las empresas de la UE tras la crisis. Aboga por mantener los mercados abiertos y reducir barreras.

MARÍA RAMÍREZ

Con apenas 19 años, la muerte de su padre convirtió a Jürgen Thumann en empresario. Casi cinco décadas después, su compañía produce plásticos farmacéuticos en España y baterías en China. Su casa sigue siendo Düsseldorf, pero desde julio para más a menudo en Bruselas, donde preside Business Europe, la mayor patronal europea, que representa a 40 organizaciones de 34 países. En un respiro, el antiguo jefe de la patronal alemana habla animado del final de la crisis. Su lema es «el mercado abierto», el que en 1989 permitió a empresas como la suya invertir en Europa centro-oriental y el que globalmente, según él, ayudará a salir del agujero actual.

- ¿La recesión hace peligrar ese mercado global?

- Técnicamente, estamos fuera de la recesión, aunque tenemos una situación económica y un mercado muy frágiles. Pero a largo plazo habrá grandes oportunidades con EEUU y con otras regiones gracias a nuevos acuerdos comerciales. A corto plazo, hay que ser cautos. Pero en los próximos 20 años creceremos... Hay que mantener completamente abierto nuestro mercado. Casi el 70% de las inversiones extranjeras directas son de la UE y EEUU. Necesitamos los inversores aquí, en Europa. Tenemos que estar muy alerta contra lo de «compra americano» o «compra chino». En algunos países europeos hay voces que dicen: «¿Por qué no protegemos un poquito nuestro mercado?» Debemos mantener nuestros mercados abiertos y reducir barreras, también no tarifarias, lo que nos permitiría generar más bienes y servicios.

- ¿Impide el euro fuerte la recuperación?

- Lo importante es que las divisas cambien lentamente. Si el euro se aprecia despacio, no es un problema para las empresas. Si pasa en un periodo de tiempo muy corto, es difícil ajustarse. No soy uno de esos que creen que con un cambio de 1,50 es muy difícil competir y 1,60 ó 1,70 es el fin del mundo. Podemos gestionar bien el cambio actual, entre 1,48 y 1,50. Incluso si el euro fuera más fuerte, si pasa en un periodo de 12 meses, las empresas europeas pueden vivir con ello. No olvidemos los beneficios de un euro fuerte, que abarata los materiales que pagamos en dólares. Hay que mirar las dos caras de la moneda.

- ¿Teme que países como España se queden atrás?

- No lo podemos permitir. Tenemos 27 Estados miembros y hay que asegurarse de que todo el mundo se beneficia del mercado común. España tiene, por decirlo amablemente, «desafíos especiales» por el mercado inmobiliario. Tengo

un negocio farmacéutico en España y va muy bien. Hay que mirar a diferentes sectores.

- ¿Qué opina de la subida de impuestos?

- No conozco los detalles, y la fiscalidad no es competencia europea. En principio, cuando aumentas los impuestos mientras el paro sube y la economía no prospera, hay que tener cuidado... Mejor esperar a la recuperación e incluso considerar una bajada de impuestos por un periodo corto, que nos ayudaría más. El Gobierno generará más impuestos si consigue animar a la recuperación.

- ¿Cómo ha gestionado el Gobierno alemán el caso de Opel?

- Estoy en contra de cualquier ayuda financiera, también en el caso de Opel, porque creo que es parte de nuestro libre mercado el que salgan de él las compañías que no estén bien gestionadas o tengan un modelo empresarial frágil. No podemos permitir que el Gobierno se meta aquí y allí y se gaste millones de los contribuyentes en salvar compañías aunque tengan, como ésta, 50.000 puestos de trabajo. Otras empresas están quebrando y destruyendo empleo. Como no puede salvar a todas, porque no puede financiarlo, el Estado debe quedarse fuera.

Cuando gastamos en Alemania 4.500 millones de euros de dinero de los contribuyentes, ¿qué significa para las otras compañías? ¿cómo ayuda eso a Seat? Según la regla de los empleos, los cálculos dicen que a Volkswagen, donde trabajan 400.000 personas, le tocarían 50.000 millones. Cuidado con los subsidios, o entraremos muy rápido en una carrera entre nuestros Gobiernos incluso dentro de la UE, y no tendremos ganadores, sólo perdedores.

© Mundinteractivos, S.A.

EL MUNDO

Domingo, 15 de noviembre de 2009. AÑO XXI. NÚMERO: 7.272. EDICIÓN MADRID. PRECIO: 2,20 EUROS

MERCADOS

> ANÁLISIS

¿La próxima gran burbuja?

ROBERT J. SAMUELSON

Cuando Nouriel Roubini habla, el mundo escucha. Roubini es, por supuesto, el economista de la Universidad de Nueva York otrora anónimo, cuyas terribles advertencias de una crisis financiera demostraron ser tristemente proféticas. La semana pasada, Roubini estaba gritando. En el Financial Times, advertía de que la Reserva y los demás bancos centrales están alimentando una nueva burbuja de activos que -aunque no corre un peligro inmediato de estallar- lo hará algún día con desastrosas consecuencias.

Éste es el argumento de Roubini. La Reserva está manteniendo próximos a cero los tipos de interés a corto plazo. Inversores y especuladores compran dólares baratos a crédito y los utilizan para adquirir diversos activos (acciones, bonos, oro, petróleo, materias preciosas, divisas extranjeras). Los precios suben. Se pueden ganar enormes beneficios.

Pero esto no puede durar, advierte Roubini. La Reserva subirá los tipos de interés con el tiempo. O acontecimientos ajenos (un enfrentamiento con Irán, el temor a una recesión doble) van a cambiar la psicología del mercado. Entonces, los inversores se lanzan a retirar la inversión antes del plazo, y la liquidación provoca un batacazo. La bolsa, los precios de los bonos y los bienes de primera necesidad se desploman. Las pérdidas se acumulan, la confianza cae y la economía real se resiente.

«La Reserva y los demás administradores no parecen darse cuenta de la monstruosa burbuja que están creando», escribe Roubini. «Cuanto más tiempo sigan ciegos, más acusadamente se desplomarán los mercados». ¿No hemos visto esta película antes? Bueno, tal vez.

Como el valor de los inmuebles hace unos años, los precios de los activos han subido espectacularmente. Desde su mínimo del 9 de marzo, la bolsa estadounidense ha avanzado más de un 50%. El índice de valores de los 22 países, con mercados emergentes (que incluye a Brasil, China y la India), ha duplicado su valor desde su mínimo reciente. El barril del crudo, en torno a los 80 dólares, ha incrementado su valor un 150% con respecto a su mínimo reciente de 31 dólares. El oro roza máximos históricos en torno a los 1.090 dólares la onza. Mientras tanto, el dólar ha perdido terreno frente a las demás divisas. La mitad del pronóstico de Roubini parece verosímil.

Pero la otra mitad es menos convincente: que los precios, impulsados por préstamos baratos, han alcanzado niveles especulativos. Recuerde que la economía parecía estar en caída libre a principios de este año. Los aterrorizados consumidores y las cautas compañías acumulaban líquido, recortaban el gasto drásticamente y vendían títulos en mercados extranjeros a precios por debajo del mercado nacional. Desde entonces, los ánimos y los indicadores económicos han prosperado. Los precios superiores de los títulos y los bienes de primera necesidad se han recuperado casi por completo de las grandes pérdidas asumidas durante aquellos meses presas del pánico. Los precios de la actualidad

están por lo general rozando los máximos anteriores. El máximo del crudo rozaba los 150 dólares el barril.

Del mismo modo, el S&P 500, alrededor de los 1.065 puntos, se ha dejado un tercio de su valor máximo alcanzado el 9 de octubre de 2007 (1.565,15 puntos) y ronda los niveles de la jornada electoral de 2008 (1.005,75 enteros). Comparando con los históricos de la relación precio/ingresos por acción -el cociente entre el precio de un título y su rentabilidad porcentual- estos niveles pueden justificarse, (BEG ITAL) siempre que la recuperación económica continúe (END ITAL). Con masivos expedientes de regulación, los gastos de las empresas se han reducido de manera acusada. «La esperanza es que cuando consumidores y empresas empiecen a gastar, las plusvalías desciendan rápidamente a mínimos (beneficios)», dice Howard Silverblatt, de S&P.

Tampoco está claro que las compras en dólares a crédito estén promoviendo la especulación. «En EEUU y Europa, los bancos están reduciendo sus préstamos», dice Hung Tran, economista del Instituto de Finanzas Internacionales, una organización dedicada al estudio de las instituciones financieras internacionales. «Se pueden ver fondos de cobertura con niveles de endeudamiento (dinero prestado) inferiores a los de 2007». Lo que sucedió realmente, dice, es que a medida que los inversores perdieron el miedo, desplazaron los fondos de la renta a otros mercados, elevando los precios. Cita el capital de salida este año de los fondos de inversión de capitales que supera los 300.000 millones de dólares.

De hecho, eso es lo que quiere la Reserva, argumenta Drew Matus, economista del Bank of America. Los bajos tipos en los mercados de divisas y las cuentas de compensación «intentan obligar a hacer algo [con el dinero]» gastarlo o invertirlo. Prevenir la depresión significa apuntalar el consumo y los mercados de activos.

Por tanto, sigue sin comprobarse la nueva burbuja de Roubini. Pero esto no invalida su advertencia. Hemos aprendido por las bravas que hay una delgada línea entre la promoción del crecimiento económico y el fomento de las burbujas. En perspectiva, las relajadas políticas de la Reserva contribuyeron tanto a la burbuja tecnológica de finales de la década de los años 90, como a la reciente burbuja inmobiliaria, aunque en qué medida es objeto de debate.

Los signos más preocupantes de los excesos especulativos, dice Tran, implican la participación de algunos países en vías de desarrollo en Latinoamérica y Asia. Han recibido considerables entradas de capital (dinero del extranjero). Ellas han aupado las bolsas locales y plasman el descontento con el dólar. Sus bancos centrales -imitando las prácticas de la Reserva- también han mantenido artificialmente bajos los tipos de interés, alimentando el crecimiento rápido del crédito. Algunas de sus bolsas han superado los máximos anteriores. Estos países se enfrentan a un dilema. El aumento de los tipos puede atraer más flujos de capital extranjero especulativo; mantenerlos bajos puede estimular el préstamo especulativo en divisa local.

Pero el dilema se deriva de los bajos tipos de la Reserva y el débil dólar. La conclusión: lo diestramente que la Reserva administre su política importa en la misma medida al mundo y a EEUU. Si se precipita, puede tumbar la recuperación económica; si tarda demasiado, puede generar burbujas y tumbar la recuperación.

© 2009, The Washington Post Writers Group

© Mundinteractivos, S.A.

Libertad para perder

PAUL
KRUGMAN

Imaginen por un momento una historia de dos países. Ambos han sufrido una grave recesión y han perdido puestos de trabajo como consecuencia, pero no en igual medida. En el país A, el empleo ha caído más del 5% y la tasa de paro ha aumentado más del doble. En el país B, el empleo sólo ha caído medio punto y el paro sólo es ligeramente más alto de lo que era antes de la crisis.

¿No piensan que el país A podría tener algo que aprender del país B?

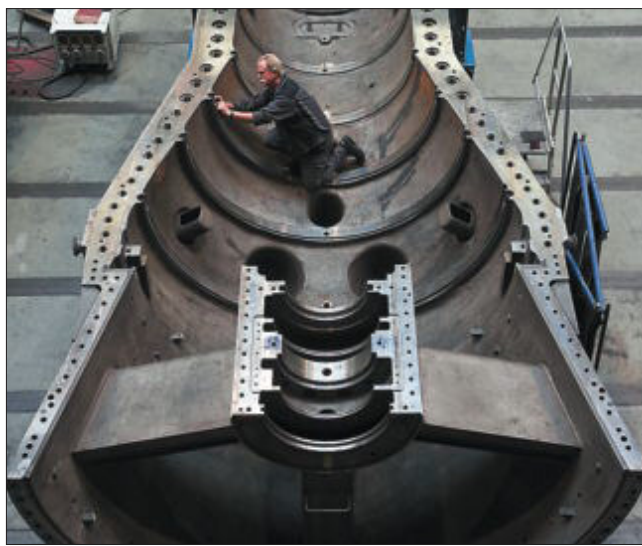
Esta historia no es hipotética. El país A es EE UU, donde la Bolsa ha subido y el PIB está aumentando, pero la terrible situación del empleo no hace más que empeorar. El país B es Alemania, cuyo PIB se llevó un varapalo cuando el comercio mundial se hundió, pero que ha tenido un éxito considerable a la hora de evitar pérdidas masivas de puestos de trabajo. En EE UU no se ha prestado mucha atención al milagro laboral de Alemania, pero es real, es sorprendente y plantea serios interrogantes acerca de si el Gobierno estadounidense está haciendo lo correcto para luchar contra el paro.

Aquí en EE UU, la filosofía que subyace tras la política laboral puede resumirse en "si creces, el trabajo llegará". Es decir, realmente no tenemos una política laboral: tenemos una política del PIB. La teoría es que estimulando el gasto general podemos hacer que el PIB crezca más deprisa, y esto inducirá a las empresas a dejar de despedir trabajadores y a volver a contratarlos.

La alternativa serían unas políticas que abordasen el problema del paro de forma más directa. Podríamos, por ejemplo, tener unos programas de empleo similares a los del New Deal. Puede que algo así sea políticamente imposible ahora (Glenn Beck describiría cualquier cosa parecida a la Administración para la Mejora del Trabajo como un plan para contratar a racistas violentos pro Obama), pero deberíamos mencionarlo, para que conste, que en su momento culminante la Administración para la Mejora

del Trabajo y el Cuerpo Civil de Conservación dieron trabajo a millones de estadounidenses a un precio relativamente bajo para el presupuesto estatal.

En lugar de eso, o además, podríamos tener unas políticas que apoyasen el empleo en el sector privado. Dichas políticas podrían ir desde normas laborales que disuadan de despedir a gente hasta incentivos económicos para las empresas que contraten trabajadores o bien reduzcan la jornada para evitar despidos.



Un trabajador de la empresa alemana MAN, en la fábrica de Oberhausen. / ASSOCIATED PRESS

Y eso es lo que los alemanes han hecho. Alemania entró en la Gran Recesión con una rígida legislación para la protección del empleo. A esto se ha sumado un plan de trabajo de horario reducido que ofrece subvenciones a las empresas que reduzcan la jornada de los trabajadores en lugar de despedirlos. Estas medidas no han evitado una seria recesión, pero Alemania ha superado con una pérdida de empleo notablemente menor.

¿Debería EE UU probar algo que vaya en esta misma línea? En una entrevista

reciente, Lawrence Summers, el economista de más rango de la Administración de Obama, se mostraba despectivo: "Puede que sea deseable que una cantidad determinada de trabajo sea compartida por más personas. Pero eso no es tan deseable como aumentar la cantidad total de trabajo". Cierto. Pero, en realidad, no estamos aumentando la cantidad total de trabajo (y el Congreso no parece dispuesto a gastar lo suficiente en estímulos económicos como para

cambiar ese hecho desafortunado). Así que, ¿no deberíamos plantearnos otras medidas, aunque sólo sean una solución provisional?

Ahora bien, la objeción habitual a las políticas laborales de tipo europeo es que son malas para el crecimiento a largo plazo; que proteger el empleo e incentivar el reparto del trabajo hace que las empresas de los sectores en expansión tengan menos posibilidades de contratar personal y reduce los incentivos para que los trabajadores se pasen a ocupaciones más productivas. Y, en tiempos nor-

males, es posible defender el mercado laboral de tipo estadounidense con "libertad para perder" empleo, en el que las empresas pueden despedir trabajadores a su antojo, pero también se encuentran con pocos obstáculos para contratar a otros.

Pero éstos no son tiempos normales. Ahora mismo, los trabajadores que pierden su empleo no se pasan a los trabajos del futuro, sino que pasan a las filas de los parados y se quedan ahí. El paro a largo plazo ya ha alcanzado sus niveles más altos desde los años treinta, y sigue subiendo.

Y el paro a largo plazo provoca daños a largo plazo. Los trabajadores que han estado desempleados durante demasiado tiempo suelen tener dificultades para volver al mercado laboral incluso cuando la situación mejora. Y también hay costes ocultos (nada menos que para los niños, que sufren física y emocionalmente cuando sus padres se pasan meses o años en paro).

Así que es hora de probar con algo diferente. Hablando claro, creo que un estímulo económico ordinario lo bastante grande lograría hacer el milagro. Pe-

Alemania ha tenido un éxito considerable a la hora de evitar pérdidas masivas de puestos de trabajo

ro como eso no parece factible, tenemos que hablar de alternativas más baratas que aborden el problema del empleo de forma directa. ¿Debemos introducir un crédito fiscal que favorezca el empleo, como el propuesto por el Instituto de Política Económica? ¿Debemos introducir la subvención de tipo alemán para el reparto del trabajo propuesta por el Centro para la Investigación en Política Económica? Ambas opciones merecen ser tenidas en cuenta.

El hecho es que tenemos que empezar a hacer algo más, y diferente de lo que ya estamos haciendo. Y la experiencia de otros países indica que ha llegado la hora de una política cuyo objetivo, explícito y directo, sea crear empleo. ■

Paul Krugman es profesor de Economía de la Universidad de Princeton y premio Nobel de Economía 2008.

© New York Times Service, 2008.
Traducción de News Clips.

Dispersión en la salida

SARA BALIÑA Y
DANIEL MANZANO

Sorteada la fase más delicada de la crisis financiera, el foco de atención del escenario macroeconómico internacional para los próximos trimestres girará en torno a la velocidad de recuperación de las principales economías desarrolladas, una vez que se ha constatado la mayor capacidad de resistencia del bloque de economías emergentes.

Una salida de la crisis a distintas velocidades es, sin duda, uno de los escenarios más factibles, no sólo atendiendo a la dicotomía que existe entre economías en relación con la acumulación de desequilibrios internos que requieren de una corrección en las tasas de inversión agregadas y/o de los ratios de endeudamiento privado, sino también a los últimos registros del PIB co-

rrespondientes al tercer trimestre de 2009. Mientras Alemania y Francia ya encadenan dos trimestres consecutivos de crecimiento y Estados Unidos registra el primer avance trimestral, el Reino Unido continúa en recesión, al igual que economías europeas de menor dimensión como la española. La dispersión en la magnitud de la reactivación económica se pueda erigir como uno de los rasgos definitorios del panorama internacional durante 2010.

En este contexto, las políticas de retirada de los estímulos públicos, introducidos cuando la recesión amenazaba con convertirse en una depresión a escala global, cobran especial importancia. La secuencia de medidas adoptadas desde que la quiebra de Lehman puso de manifiesto la exigencia de intervenciones públicas coordinadas y de dimensiones desconocidas puede servir de referencia a la hora de establecer una hoja de ruta en las estrategias de salida.

La eliminación gradual de los estímulos

monetarios cuantitativos, vinculados a la expansión de la base monetaria de los bancos centrales, es previsible que constituya la primera piedra de toque. La cancelación de facilidades de crédito creadas *ad hoc* para subsanar disfunciones que a día de hoy no son relevantes desde un punto de vista sistémico y cuya demanda ha caído

La salida de los países de la crisis a distintas velocidades es, sin duda, uno de los escenarios más factibles

de forma muy significativa; el endurecimiento de las políticas de gestión de la liquidez, eliminando las inyecciones ilimitadas o reinstaurando la operativa de subastas competitivas (vigentes antes del estallido de la crisis), y la finalización de los progra-

mas de compras de activos pueden constituir las principales vías de actuación.

El tensionamiento de la política monetaria a través de subidas de los tipos de interés de intervención tardará más en producirse: los pilares que garantizan un crecimiento económico sostenido tanto en Estados Unidos como en el área euro son aún débiles y, al margen de repuntes puntuales, la inflación no constituye un factor de riesgo a medio plazo.

En la mayoría de los casos, el último eslabón en la cadena de intervención pública ha sido el de la política presupuestaria, y probablemente también será el último sobre el que los Gobiernos establezcan restricciones en próximos trimestres, aun a costa de incurrir en déficit públicos abultados e incrementar los ratios de deuda sobre PIB a niveles históricamente elevados. Las ayudas públicas a la demanda interna han determinado buena parte de los registros de crecimiento recientes: una retirada prematura de éstas podría lastimar una recuperación que, hasta hoy, todavía se antoja incipiente. ■

Sara Baliña y Daniel Manzano son profesores de la Escuela de Finanzas Aplicadas de Afi.

El nuevo desorden monetario

**HAROLD
JAMES**

El caos monetario está de vuelta, y esto aviva la exigencia de una revisión del orden monetario internacional. La rápida caída del dólar y la libra, pero también del renminbi —hoy más atado al dólar que nunca—, está alimentando las tensiones. Algunos de los fantasmas de los años treinta del siglo XX también han regresado; en particular, el miedo de ventajas comerciales injustas causadas por la devaluación competitiva. El secretario del Tesoro de EE UU, Timothy Geithner, ya ha acusado a China de manipulación monetaria.

Existen dos estrategias alternativas y marcadamente contrastantes para poner las monedas en orden. Una es organizar una conferencia internacional en la que los expertos puedan sugerir modelos para calcular los tipos de cambio y los políticos puedan negociar acuerdos. La única instancia exitosa de un acuerdo de este tipo es la conferencia de Bretton Woods en 1944, pero aun entonces los tipos de cambio que se fijaron allí resultaron ser poco realistas, y pronto hizo falta una ola importante de alteraciones paritarias (así como mantener controles de divisas).

Otras conferencias centradas en la moneda fueron fracasos rotundos. El presidente Richard Nixon calificó el acuerdo Smithsonian de 1971 como "el acuerdo monetario más importante de la historia del mundo". Pero en poco tiempo estaba hecho jirones, y el mundo avanzó hacia la flotación generalizada.

En 1987, en la conferencia del Louvre, ni siquiera hubo un acuerdo sobre cuáles habían sido las conclusiones. Algunos participantes pensaban que habían acordado una suerte de tipos de cambio semifijos en zonas objetivas, pero el poderoso Bundesbank alemán nunca compartió esa interpretación.

La historia sugiere que es improbable que una negociación colectiva sobre las monedas y una nueva estrategia para abordar la cuestión de las reservas vayan a tener éxito.

El segundo enfoque, y mejor que el anterior, reside en acuerdos en cada país sobre cuál debería ser la base apropiada para la política monetaria. Si esos acuerdos tienen una amplia aceptación y consistencia mutua, el resultado será un sistema monetario internacional estable.

Han existido dos modelos para este tipo de consenso. En el primero, hace un siglo, la confianza estaba apuntalada por el oro; en la ola más reciente de globalización dependía del poder del intelecto humano para solucionar problemas de política. El fin de la inflación y la gran moderación de las últimas tres décadas fueron fundamentales para la liberalización de grandes partes del mundo y para una confianza, un comercio y una prosperidad mayores.

La búsqueda de un régimen monetario durante el periodo más reciente tuvo dos etapas: en el primer intento de construir los cimientos de una política monetaria estable, el énfasis estaba puesto en la meta monetaria. En la segunda fase, más exitosa, una creciente cantidad de países adoptó metas de inflación, explícitas o implícitas.

Pero las metas de inflación nunca fueron un concepto obvio, y la crisis financiera lo desacreditó. En 2003, Ben

tanto subversivas". Ese sentimiento es hoy más fuerte.

Siempre hubo incertidumbre respecto de hasta dónde los bancos centrales debían intentar corregir o limitar las burbujas de los precios de los activos cuando no había un aumento correspondiente en el nivel general de la inflación. Los crecientes precios de los activos conducen a un incremento general del poder adquisitivo, porque muchos tenedores de activos están dispuestos a

cas inconsistentes. En consecuencia, los bancos centrales corrieron el riesgo de dar la impresión de que nos seguía una línea formulada claramente. La credibilidad asociada con una regla simple desapareció.

Después de la crisis financiera nos hemos vuelto más sabios. La formulación de la política monetaria se ha vuelto un proceso más complejo, pero también un proceso más politizado, razón por la cual es probable que se vuelva más caótico, con marcadas diferencias entre las estrategias nacionales. Sigue siendo poco probable que la Fed y el Banco de Inglaterra se preocupen por el surgimiento de nuevos tipos de burbujas de activos en los mercados accionarios o las materias primas. Pero el Banco Central Europeo (BCE) estará más preocupado.

Mientras las divergencias se vuelven más explícitas, la demanda de un debate político más amplio sobre política monetaria y de una participación política en su formulación se volverá más intensa. El Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra muchas veces ha sido presentado como pionero a la hora de transparentar la política monetaria. Pero, desde el principio, la transparencia que resultó de la temprana publicación de quiénes votaron a favor y en contra de los aumentos de tipos de interés llevó a una identificación pública de los miembros del Comité como halcones o palomas.

Si resulta evidente quién votará a favor de qué medida, habrá una mayor demanda de un debate público sobre a quién se debería elegir: ¿por qué no elegir al Comité de Política Monetaria, ya que, efectivamente, es un gobierno monetario? En Europa, un debate similar sobre la responsabilidad política de los bancos centrales europeos se viene gestando incluso desde antes de que se creara el BCE. Las tensiones entre los defensores de soluciones políticas diferentes derivarán en una demanda de una mayor participación política.

Este ejercicio parece una repetición dramática de la historia entreguerras, cuando resultaba imposible llegar a un consenso sobre políticas y marcos de políticas mutuamente consistentes. En aquel entonces, también, a los bancos centrales se los responsabilizó cuando su marco de política (en ese momento, el patrón oro) se desintegró. En consecuencia, la nacionalización del banco central se volvió una plataforma importante de la izquierda británica o francesa.

Eso, a su vez, despejó el camino para la manipulación de las monedas en beneficio de exportadores, empresarios y sindicatos. El resultado fue un caos monetario internacional, precisamente la pendiente que hoy estamos transitando.

Harold James es profesor de Historia y Asuntos Internacionales en la Universidad de Princeton y profesor de la cátedra Marie Curie en el European University Institute de Florencia. © Project Syndicate, 2009. Traducción de Claudia Martínez.



RAFAEL RICOY

Es probable que la formulación de la política monetaria se politice y se vuelva más caótica

Bernanke, por entonces miembro del Consejo de Gobernadores de la Reserva Federal de EE UU, declaró en un discurso que muchos estadounidenses consideraban las metas de inflación "extrañas, impenetrables y posiblemente un

pedir más dinero prestado, y pueden hacerlo. Muchos europeos intentaron argumentar en los últimos años que la política monetaria también debería tener en cuenta el desempeño de los precios de los activos, mientras que estrategias políticos y académicos estadounidenses, en gran medida, rechazaron esta estrategia.

El problema es que los precios de los activos y la inflación de los precios de consumo pueden avanzar en diferentes direcciones, como lo hicieron en los años 2000, y que sopesar ambos factores produciría recomendaciones políti-