

¿El menor crecimiento económico es COYUNTURAL O ESTRUCTURAL?

MARÍA TERESA GARAYAR*

En este nuevo milenio hemos visto primero un significativo aumento de la tasa de crecimiento de la economía mundial con baja inflación y, luego, una inquietante reducción de dicha tasa; aunque siempre acompañada por una baja inflación, a pesar de las políticas monetarias expansivas adoptadas por los países para reactivar sus economías. Estamos, pues, ante un contexto donde el desenvolvimiento de las economías avanzadas se ve afectado por problemas que hasta hace poco sólo las economías emergentes sufrían.

* Especialista Senior del BCRP.
maria.garayar@bcrp.gob.pe

En un primer momento, se consideró que la mayor tasa de crecimiento de la economía correspondía a un nuevo paradigma y que el bienestar generado sería sostenido. Sin embargo, hace ya cinco años reventó la burbuja inmobiliaria a la que se acusa de ser la causante de los problemas actuales. En un principio se esperaba que esa explosión fuese un fenómeno temporal del que la economía mundial se recuperaría rápidamente. No obstante, luego de los mencionados cinco años aún no se ve la luz al final del túnel. El mercado sigue esperanzado en una política monetaria más expansiva conjunta por parte de los bancos centrales de China, EE.UU. y la zona euro que reactive la economía; aunque algunos participantes todavía temen que esta política eleve las tasas de interés, lo que no se ha producido, tal como se puede apreciar en el Gráfico 1.

CAUSAS

- No existe consenso aún sobre las causas, consecuencias, ni sobre las soluciones a la actual crisis.
- Algunos atribuyen la crisis al inusitado aumento del ahorro, generado por la mayor propensión a ahorrar de los países emergentes, lo que origina una falta de consumo que no puede ser compensada por la alta propensión al gasto de los países desarrollados, ahora afectados por un menor crecimiento económico.
- Otros culpan a las bajas tasas de interés favorecidas por los bancos centrales de las mayores economías ante la baja inflación imperante como el principal motivo que originó una mala asignación de recursos. Adicionalmente, ante la abundancia de liquidez, se generalizó un entorno de prácticas laxas de evaluación, generación y seguimiento de créditos, en tanto que para obtener una mayor rentabilidad se desarrollaron valores con una asignación del riesgo considerada baja sólo por el supuesto de que no se podía producir una caída en el precio de las garantías que los respaldaban.
- Finalmente, hay quienes señalan que el alto nivel de endeudamiento genera la crisis. Así, mientras unos culpan al bajo nivel de gasto, otros lo consideran excesivo.

Sin embargo, hay otros factores a tomar en cuenta.

FACTORES

I. No se está considerando los efectos generados por la entrada de un nuevo e importante participante, China

La apertura económica de China ocasionó la caída en la inflación hacia finales del siglo pasado y las consiguientes crisis. Al abrirse el comercio, el mundo recibió la producción de una gran cantidad de per-

sonas¹ con salarios inicialmente bastante bajos. Esto aumentó el nivel de bienestar del resto del mundo al bajar el nivel de precios.

En un principio, el mundo entero se benefició del bajo precio de los salarios de los habitantes de China, al reducirse significativamente los costos de producción de infinidad de productos. Empresas de todo el mundo trasladaron sus fábricas a China, atraídos por una mano de obra homogénea, abundante y barata. Para esto, debieron trasladar su acervo tecnológico y capacitar a la población.

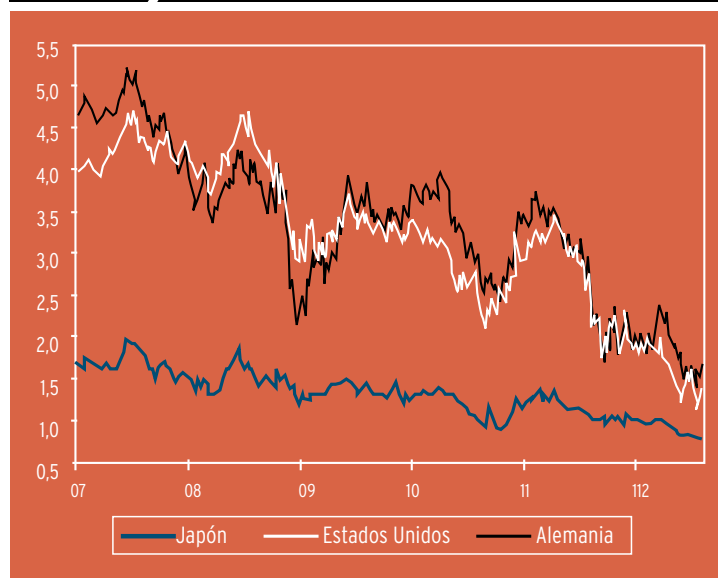
Consecuentemente, como en un sistema de vasos comunicantes, el precio de los salarios empezó a nivelarse a nivel mundial, lenta pero irreversiblemente.

Así, el salario de un obrero automotriz de EE.UU. (alrededor de US\$ 40), se volvió insostenible, tanto como el bajo nivel de salarios de los trabajadores en la industria automotriz de China.

Por lo tanto, en este siglo el promedio del ingreso disponible per cápita de la población urbana en China se ha triplicado, llegando a 21,810 yuanes² en 2011, mientras que en los países avanzados, en el mejor de los casos, se ha estancado y el desempleo ha aumentado. En el Gráfico 2 se puede ver la evolución del ingreso disponible en China entre los años 1998 y 2007.

La apertura del comercio ha permitido a China exportar el trabajo de su población sin migrar, inicialmente a un precio muy bajo elevándose posteriormente, lo que generó un movimiento hacia una mayor homogenización de los ingresos y de la riqueza en el mundo. En este ajuste, las economías avanzadas

GRÁFICO 1 Rendimiento de las notas gubernamentales a 10 años



FUENTE: GOLDMAN SACHS

¹ Según el Censo de 2010, 1 339 724 852, alrededor del 19% de la población mundial. Como referencia, en el Perú somos alrededor de 30 millones de habitantes, 0,43% de la población mundial.

² Oficina Nacional de Estadísticas de China http://www.stats.gov.cn/english/pressrelease/t20120130_402787464.htm

han llevado la peor parte y los países emergentes con acervo de materias primas y/o capital humano competitivo han sido los más beneficiados.

II. Al mismo tiempo se están produciendo ajustes ante el esfuerzo de formar un bloque económico en la zona euro

En el año 1999, se lanzó la Unión Monetaria de la zona euro y las nuevas monedas entraron en circulación en 2002. Esta unión, que fue sólo de política monetaria, agrupó a países con distinto grado de desarrollo económico sin consolidar los esfuerzos fiscales ni políticos de la zona. Se mantuvo la soberanía de sus miembros.

Estos factores generaron problemas en varios países, ahora llamados periféricos. En algunos, el origen de los problemas fue el incumplimiento de las metas fiscales. Sin embargo, han resultado afectados otros países que se ajustaron a las normas, ante el influjo de fondos de los países en mejor posición, lo que modificó temporalmente la asignación de recursos hacia una sobre oferta en algunos sectores, por ejemplo, el inmobiliario, que el mercado debe absorber, en tanto que no se desarrollaron otros que ahora podrían servir de respaldo.

En la actual coyuntura en la que todos deben responder y rescatar a los países en dificultades, se presentan problemas para que coincidan las políticas fiscales ante el fuerte esfuerzo social que implica la aceptación de las medidas de austeridad en los países afectados, mientras que los esfuerzos políticos están resultando más declarativos que prácticos.

Estas dificultades constituyen un serio reto y generan dudas sobre la sobrevivencia de la Unión Monetaria.

III. Estos cambios han afectado también al sistema financiero internacional

El actual sistema financiero está mejor equipado para enfrentar una inflación que una deflación.

En primer lugar, en una inflación, la curva de rendimientos es empinada y las instituciones pueden obtener beneficios con el diferencial de tasas en los distintos plazos, así como con el deterioro en el valor real de los saldos.

Sin embargo, en un contexto de inflación baja o negativa, la curva de rendimientos es plana, llegando incluso a presentar rendimientos reales y/o nominales negativos en algunos tramos. Esto dificulta que las instituciones financieras puedan obtener suficientes beneficios arbitrando en el diferencial de plazos.

En segundo lugar, en épocas de inflación, los saldos depositados en los bancos o colocados en préstamos pierden valor (el impuesto inflacionario), lo que no ocurre en épocas de deflación.

En tercer lugar, ante la desconfianza en la solidez de las instituciones, los acreedores retiran sus fondos antes que los deudores paguen, originando o empeorando los problemas de liquidez de las instituciones, lo que a su vez inicia un nocivo proceso de remate de los mejores activos para obtener liquidez. Este proceso se agudiza en tiempos de escepticismo.

En este contexto, la inseguridad y falta de confianza en la solidez de las instituciones existentes da lugar a que el rendimiento de los valores más seguros baje hasta ser negativo. Es más, en la actualidad, debemos pagar a estas instituciones para que tomen nuestro dinero, ya que sólo en estos emisores tenemos la confianza suficiente de que nos lo devolverán.

Ya no se trata de saber cuánto van a rendir nuestras inversiones, sino de tener la seguridad de que podremos recuperar el total de nuestros fondos.

En ese proceso, la mayoría de aquellos que han buscado obtener una mayor rentabilidad por sus inversiones, han terminado arriesgando, en diversa medida, el monto de su capital original.

IV. Demografía

Uno de los factores importantes que se debe considerar en el mundo actual es la composición de la población por edad.

La mayor parte de las economías avanzadas, entre las que destaca Japón, presentan una población en la que el promedio de edad es alto y creciente. Esto implica una conducta muy especial por parte ésta: alta propensión al ahorro, más cautelosa, rentista, etc. Además, la población joven debe afrontar el mayor gasto social que significa tener una creciente población envejecida. Esto explica que las familias tengan un alto nivel de ahorros y baja propensión al consumo.

Por el contrario, cuando un país cuenta con una población predominantemente joven, tiene altas posibilidades de presentar un mayor crecimiento económico y gozar de menores cargas sociales por parte de la población envejecida, lo que hace que la población esté más dispuesta a asumir riesgos.

Cabe indicar que, a pesar de ser aún un país emergente, China, por su política de promover las familias con un solo hijo, también está en camino de convertirse en una población envejecida, como puede observarse en el Gráfico 3.

Un estudio de Naciones Unidas³ de 2000 indica que a China le tomará 20 años para que su pobla-

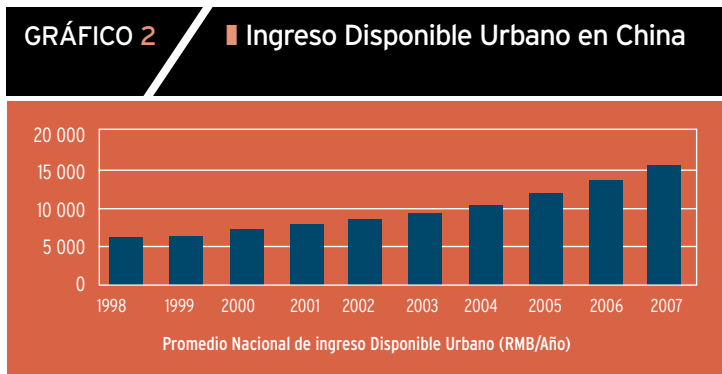
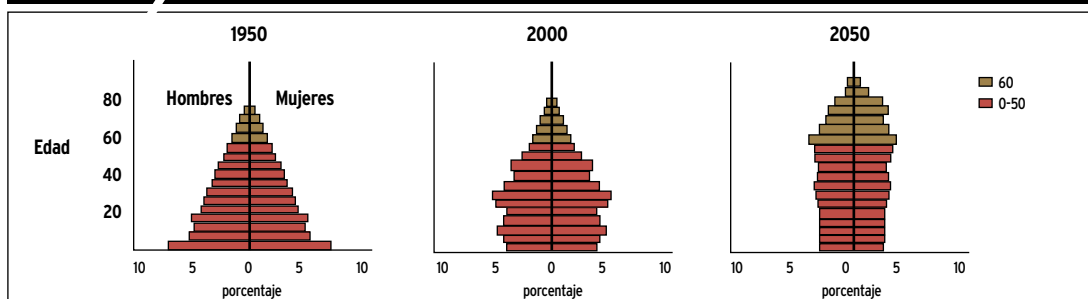


GRÁFICO 3 | Evolución de las pirámides de población en China



FUENTE:
"ENVEJECIMIENTO DE
LA POBLACIÓN 1950-2050"
PUBLICADO POR LA
DIVISIÓN DE POBLACIÓN
DE LAS NACIONES UNIDAS.

ción mayor de 65 años aumente de 10% a 20% (2017 - 2037), lo que tomó 23 años en Japón (1984 - 2007), 61 años en Alemania (1951 - 2012), 64 años en Suecia (1947 - 2011) y 57 años en Estados Unidos (1971 - 2028).

El informe de una misión de Naciones Unidas⁴ de 2007 señala que después del año 2030, la población de 65 años y más en China excederá a la población entre 0 y 14 años. Adicionalmente, indica que la población que trabaja (entre 15 a 64 años) fue 66,7% de la población en 1990 y subió a 70,1% en 2000, calculando que bajaría a 66,3% en 2033.

EXPECTATIVAS

El riesgo actual es que la deflación y el bajo crecimiento económico de las economías avanzadas perduren y se propaguen, lo que dificultaría el repago de la deuda de los países endeudados e impondrían un mayor costo social cuando se lleven a cabo las reformas necesarias.

Muchos esperan que la deflación pueda ser fácilmente combatida con una mayor emisión por parte de los bancos centrales. Sin embargo, ya se han dado varios intentos en ese sentido y hasta ahora no se ha producido la esperada reactivación, ni la temida inflación. Por el contrario, la tasa de crecimiento de las economías avanzadas sigue bajando, y muchas economías europeas están en recesión.

Aún más, la economía japonesa presenta ya un largo periodo de deflación (más de una década) que no ha podido ser combatido ni con bajas tasas de interés, ni con un mayor gasto fiscal a pesar de los esfuerzos realizados. Actualmente, el nivel de su deuda pública está alrededor del 200% de su PBI, bastante alto para una economía avanzada⁵, lo que le causa problemas políticos sin haber podido revertir el proceso de deflación. Por otro lado, el alto nivel de reservas internacionales que mantiene Japón, así como su diversificada producción, su balanza en cuenta corriente positiva y la fortaleza de sus instituciones políticas y sociales, están entre los principales factores que aún protegen su nivel crediticio, por lo que

su moneda, contrariamente a lo deseado, se ha apreciado significativamente en los recientes años, a pesar de la política monetaria expansiva del banco central.

Ante los cambios producidos en los últimos años, el futuro de la economía mundial podría ser más parecido al de Japón. Así, que en lugar de esperar una recuperación en el mediano o largo plazo, podríamos introducir en nuestro análisis la posibilidad de un largo periodo de deflación.

POLÍTICAS PARA DISMINUIR EL PESO DE LA DEUDA

Una de las principales preocupaciones es el elevado peso de la deuda en la economía, medido como la deuda sobre el PBI, en especial de los países considerados desarrollados.

Existen tres formas de disminuir el peso de la deuda respecto al nivel de actividad económica. Disminuir la deuda, aumentar el tamaño de la economía o incumplir el pago de la deuda.

La disminución de la deuda a través del pago puede llegar a ser oneroso si la economía no genera suficientes ingresos para cubrir sus necesidades más urgentes.

En este contexto, se postula que la "mejor" forma en que los países avanzados pueden salir de esta crisis, es a través de una depreciación de su moneda que haga más atractivas sus exportaciones y reduzca el valor de las deudas que mantienen en las monedas que emiten. Con esto podrían conseguir una disminución en el valor real de los salarios sin las consecuencias políticas de una reducción de los salarios nominales. Sin embargo, como el caso de Japón lo demuestra, no es necesariamente fácil generar una depreciación sostenida.

Finalmente, ya los países europeos han aplicado en el caso de Grecia el incumplimiento en el pago de parte de la deuda.

¿Hacia dónde nos dirigimos? Esto está aún por verse. Para conocer el camino de salida debemos primero entender de dónde venimos y mirar las cosas desde una perspectiva distinta. ■

³ http://www.un.org/esa/population/publications/bulletin42_43/zeng_yi.pdf

⁴ http://www.un.org/esa/population/cpd/cpd2007/Country_Statements/China_Agendaltem4.pdf

⁵ Un estudio de Stephen Cecchetti del BIS (<http://www.bis.org/publ/work352.htm>) concluye que el crecimiento económico se ve afectado con un nivel de endeudamiento fiscal superior a 85% del PBI, un endeudamiento de las empresas mayor a 90% del PBI y de las familias alrededor a 85% del PBI.