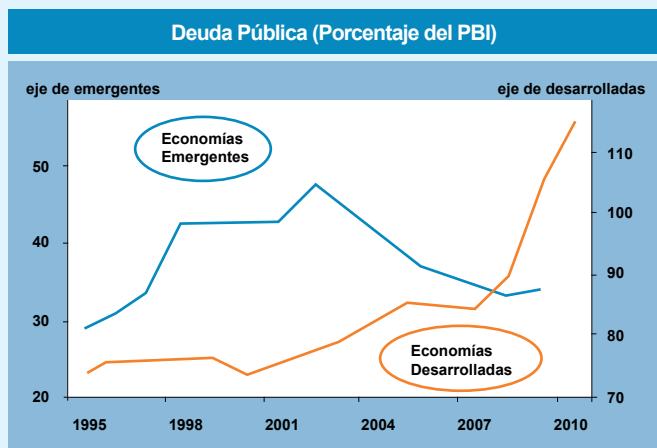




Por Ricardo V. Lago *

Ante el colapso financiero y macroeconómico mundial, está claro que los gobiernos de los países desarrollados no han tenido hasta ahora alternativa al masivo estímulo fiscal y monetario. Era la única forma de acortar la penitencia por los pecados cometidos. Pero ha llegado la hora de retirar el andamiaje, no sea que en lugar de apuntalar el edificio económico empiece a contribuir a derruirlo. Estamos jugando con fuego y cada vez más cerca del polvorín. Hay que plantear un calendario vinculante de transición de la economía virtual del estímulo artificial a la real de incentivos de mercado, austeridad presupuestal y disciplina monetaria.



... en el gráfico se puede observar que su deuda pública consolidada apunta a un nivel del 115% del PBI en 2010, es decir, un incremento del 30% del PBI en tres años.

En efecto, en el gráfico se puede observar que su deuda pública consolidada apunta a un nivel del 115% del PBI en 2010, es decir, un incremento del 30% del PBI en tres años. Contrasta, en cambio, el bajo y relativamente estable coeficiente de deuda de las economías emergentes (alrededor del 34% del PBI, es decir, la cuarta parte).

Jugando con FUEGO

En otras palabras, esta es una crisis "al revés". Y allí radica la que, a mi juicio, es la contradicción fundamental del sistema monetario internacional: las monedas de reserva (dólar, euro, yen, libra) son monedas débiles (por la fragilidad fiscal y laxitud monetaria de sus Gobiernos), en tanto que las ahora monedas fuertes (el yuan, el real brasileño, algunas monedas asiáticas, el sol peruano, el peso chileno, etc.) no son monedas de reserva. ¡Ni son los que están, ni están los que son! Ante este menú, no es extraño que, cada vez más, muchos inversionistas (incluyendo algunos bancos centrales) se estén refugiando en metales preciosos. Mientras no se resuelva esta contradicción -lo que probablemente requiera el establecimiento de un nuevo orden monetario internacional- el precio del oro seguirá subiendo. ¿Hasta dónde? Mi opinión es que podría subir a 1,300 dólares la onza o más en los próximos dieciocho meses.

Las abultadas emisiones de deuda pública de los países desarrollados -para financiar sus déficits presupuestales- nos están llevando a la siguiente encrucijada:

Camino A: O bien la deuda pública absorbe una buena parte del ahorro mundial, entorpeciendo la inversión privada y el crecimiento;

Camino B: O bien los bancos centrales (la FED, el Europeo y el de Japón) monetizan la deuda, es decir, la compran emitiendo moneda.

El primer camino conduce a un "largo invierno" de estancamiento económico y deflación, como el vivido por Japón desde 1991, cuya deuda pública asciende hoy a casi al doble del PBI. El segundo conduce a un fuerte proceso inflacionario como mecanismo de amortización "anticipada y sucia" de la deuda (reducción confiscatoria de su valor en términos reales). Ambos caminos llevan a elevadas tasas reales de interés; el segundo, a reales y nominales. En ambos casos habría estancamiento o, como mucho, crecimiento raquítico.

Estamos jugando con fuego y cada vez más cerca del polvorín. Hay que plantear un calendario vinculante de transición de la economía virtual del estímulo artificial a la real de incentivos de mercado, austeridad presupuestal y disciplina monetaria.



Las curvas de rendimiento de los bonos del tesoro de los EE.UU., los países europeos y el Japón parecen estar apuntando al camino A. En cambio, el irresistible ascenso de los precios de los metales preciosos, los *commodities* y las acciones nos indicarían que vamos hacia el camino B. Y aquí tenemos, por tanto, una segunda contradicción.

El desequilibrio presupuestal excede el 10% del PBI en los EE.UU., Reino Unido, Japón, España y otros (Alemania y Francia muestran niveles menos alarmantes, inferiores al 5%). Cifras que, por cierto, en general, hacen caso omiso de la mirada de garantías públicas otorgadas a los bancos, las mismas que normalmente no se contabilizan en los presupuestos. Es el mayor desequilibrio de las finanzas públicas a nivel global desde la Segunda Guerra Mundial.

Esta semana, el tesoro de los EE.UU. sale al mercado a emitir bonos por el monto récord de 112 mil millones de dólares, cifra cercana al PBI anual del Perú. Dicha emisión tendrá que competir con los bonos que emiten otros países y con otras alternativas de inversión como las bolsas de valores, el oro, los *commodities* y los bonos corporativos. Veremos cómo resulta. Yo anticipo una subida de las tasas de interés (caída del precio de los bonos) a vencimientos de tres o más años.

Hay un posible camino C. Se abriría esta posibilidad con el logro de un acuerdo mutuamente verificable y exigible del G20 sobre un plan de reducción progresiva de los desequilibrios presupuestales. Amén de conseguir avances en la negociación sobre los intermediarios financieros y la supervisión de estos, incluida su coordinación a nivel supranacional.

Todo ello y más se discutirá en la cumbre del G20 esta semana, los días 24 y 25 de septiembre, en Pittsburgh.¹ ¿Estará el G20 a la altura de las circunstancias?

Hasta la fecha, el único verdadero logro de las cumbres del G20 ha sido el convenio de abril, en Londres, para detener el resurgir del proteccionismo, ¡que no es poco! En esto parece que aprendimos la lección de la gran depresión de los años treinta. En cuanto al sistema financiero, los estímulos macroeconómicos y, ahora, la estrategia de salida o retiro paulatino de estos, los acuerdos han sido vagos y poco vinculantes.

Mi opinión, y ojalá me equivoque, es que el G20 no va a conseguir encaminarnos hacia el camino C y -ante el miedo pavoroso a un invierno económico solo comparable al del doctor Zhivago- se avecina, por tanto, un recorrido más cercano al B que al C.

Lo resume con claridad Gary Dorsch en su reciente diagnóstico en *Global Money Trends* (ver Anexo 1), que traduzco:

“¿Quién dice que los bancos centrales no pueden inflar la economía hacia la prosperidad? Este juego interminable de devaluaciones y burbujas solo llegará a su fin cuando los activistas del arbitraje despierten de su letargo y empiecen a vender los bonos del tesoro de largo plazo (forzando al alza las tasas de interés)... Hasta entonces, los bancos centrales del G20 continuarán con el zigzag, los juegos malabares de palabras sobre la cuerda floja, jugando al escondite...”

En definitiva, lo más probable es que las tasas de interés de los vencimientos largos y los precios del oro sigan mirando para arriba. ■

* Economista y profesor. Ha sido alto funcionario del Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo, el Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo y del Gobierno de México.

¹Países que componen el G20:

(a) G8: Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Reino Unido y Rusia;
(b) Emergentes: Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasil, China, India, Indonesia, México, República de Corea, Sudáfrica, Turquía;

(c) España y Holanda han asistido a las últimas dos cumbres como invitados a nivel individual.