

## Las previsiones de crecimiento del PIB en 2016 han caído del 3,8% al 3,4% en los últimos 12 meses

de deuda con más crédito, pero no nos damos cuenta de que no hay un problema de falta de demanda sino de exceso de capacidad". Incluso, la necesidad de extender estas políticas expansivas a los países emergentes, como la que parece la única posibilidad de sortear una serie de quiebras, puede hacer que el problema se extienda a cada vez más países.

### CUARTO ESCENARIO

• **El 'credit crunch'.** "Si no hay más crecimiento ni inflación y la deuda sigue aumentando, una de las formas de resolver este problema puede ser con *defaults*", advierte José Manuel Amor, socio de investigación sobre macroeconomía y mercados en Análisis Financieros Internacionales. Esta situación se podría intensificar entre las compañías que extraen recursos naturales o que operan en mercados emergentes, que ya están sufriendo impagos y quiebras, aunque es improbable que se generalice. Esto puede crear problemas en el balance de los bancos, lo que contraerá la concesión de crédito. "Sin embargo, este problema está muy concentrado en algunas zonas y entidades, por lo que no se va a llevar al sector por delante", indica Amor.

zo y peligroso a medio y largo plazo de mantener precios de los activos financieros al alza (las burbujas sólo se conocen cuando estallan). En definitiva, es cierto todo lo anterior. Y especialmente si la política monetaria expansiva no se acompaña de reformas y ajustes. Pero, es imprescindible para mantener unas condiciones financieras favorables que ofrezcan tiempo a estos ajustes. Y todo el tiempo que sea necesario.

Admito que estoy preocupado por todo lo que está ocurriendo. Pero, también creo que hemos aprendido mucho de todos estos años de crisis. Simplemente espero que seamos capaces de poner en práctica todas estas enseñanzas. Comenzando por nuestras autoridades monetarias.

Estratega de Citi en España

# La nueva anomalía de la economía mundial



Nouriel Roubini

Desde principios de este año, la economía mundial enfrenta un nuevo período de intensa volatilidad en los mercados financieros, marcado por la brusca caída de los precios de las acciones y otros activos con riesgo. Son diversos los factores en juego: la preocupación por un aterrizaje forzoso de la economía china; el posible decaimiento del crecimiento en Estados Unidos en un momento en que la Fed ha comenzado a elevar las tasas de interés; los temores por la escalada en el conflicto saudí-iraní; y las señales –principalmente el desplome de los precios del petróleo y las materias primas– de una intensa debilidad en la demanda mundial.

Y hay más: la caída de los precios del petróleo –junto con la falta de liquidez en el mercado, el aumento del apalancamiento de las empresas energéticas estadounidenses, de las empresas energéticas y de la frágil deuda soberana en las economías exportadoras de petróleo– están agudizando el temor por graves eventos crediticios (incumplimientos) y una crisis sistémica en los mercados de crédito. Luego tenemos las aparentemente interminables preocupaciones por Europa, con un aumento de la probabilidad de que Gran Bretaña abandone la Unión Europea (el llamado *Brexit*), mientras los partidos populistas de la derecha y la izquierda ganan terreno en todo el continente.

Estos riesgos se ven amplificadas por algunas sombrías tendencias para el mediano plazo, que implican crecimiento mediocre generalizado. De hecho, la economía mundial en 2016 seguirá estando caracterizada por una nueva anomalía en términos del producto, las políticas económicas, la inflación y el comportamiento de los precios de los activos clave y los mercados financieros.

¿Cuál es la causa entonces de la anomalía de la economía mundial actual?

**En primer lugar**, el crecimiento potencial de los países desarrollados y emergentes ha caído debido a la carga de la elevada deuda privada y pública, el rápido envejecimiento poblacional (que implica mayor ahorro y menor inversión) y diversas incertidumbres que limitan el gasto de capital. Además, muchas innovaciones tecnológicas no se han traducido en un mayor crecimiento de la productividad, el ritmo de las reformas estructurales continúa siendo lento y un prolongado estancamiento cíclico ha erosionado la base de habilidades y de capital físico.

**En segundo lugar**, el crecimiento real ha resultado anémico y ha estado por debajo de su tendencia potencial debido al doloroso proceso de desapalancamiento en curso, primero en

La economía real está gravemente enferma pero, hasta hace poco, los mercados financieros se disparaban con el apoyo de la expansión adicional de los bancos centrales. La pregunta era: ¿Cuánto tiempo podían divergir?



Una trabajadora de una planta tecnológica en la localidad china de Dongguan, durante un descanso.

## Hasta la fecha, los mercados no han reaccionado al creciente riesgo geopolítico

EEUU, luego en Europa y ahora en los mercados emergentes altamente apalancados.

**En tercer lugar**, las políticas económicas –especialmente las monetarias– se han ido tornando cada vez menos convencionales. De hecho, la distinción entre la política monetaria y la fiscal se ha desdibujado cada vez más. Diez años atrás, ¿quién había escuchado términos como política con tasas de interés nulas (ZIRP), expansión cuantitativa (QE), expansión del crédito (CE), orientación prospectiva (FG), tasas de depósito negativas (NDR) o intervención no esterilizada en el mercado cambiario (UFxInt)? (Todas las siglas corresponden a los nombres en inglés). Nadie, porque no existían.

Pero ahora estas herramientas no convencionales de política monetaria son lo habitual en la mayoría de las economías avanzadas, e incluso en algunos mercados emergentes. Y las acciones y señales recientes del Banco Central Europeo y el Banco de Japón refuerzan la percepción de que hay más políticas no convencionales en camino.

Algunos afirmaron que estas políticas monetarias no convencionales –y el enorme crecimiento de los balances de los bancos centrales que las acompañan– implicarían la degradación de las monedas fiduciarias. El resultado, sostenían, será la inflación desbocada (e incluso, la hiperinflación), un elevado aumento de las tasas de interés a largo plazo, el colapso del valor del dólar estadounidense, un salto en el precio del oro y otras materias primas, y el reemplazo de las devaluadas monedas fiduciarias con criptomonedas, como *bitcoin*.

En lugar de eso –y esta es la **cuarta aberración**– la inflación aún es demasiado baja y continúa cayendo en las economías avanzadas a pesar de las políticas no convencionales de los bancos centrales y el vertiginoso aumento de sus balances. El desafío para los bancos centrales es aumentar la inflación o incluso evitar la deflación. Simultáneamente, las tasas de interés a largo plazo continuaron descendiendo en los últimos años; el valor del dólar ha aumentado; los precios del oro y las materias primas cayeron bruscamente; y *bitcoin* fue la moneda con peor desempeño en 2014-2015.

El motivo por el que la inflación ultrabajada continúa siendo un problema es que la relación causal tradicional entre la oferta monetaria y los precios se ha roto. Un motivo de esto que los

bancos están acumulando la oferta monetaria adicional en forma de reservas excedentes en vez de prestarla (en términos económicos: la velocidad del dinero ha colapsado). Además, las tasas de desempleo continúan siendo elevadas y esto otorga poco poder de negociación a los trabajadores. Y en los mercados de productos en muchos países continúa existiendo capacidad excedente, con grandes brechas en la producción y una baja capacidad de fijación de precios por parte de las empresas (un problema de capacidad excedente exacerbado por la sobreinversión china).

Ahora, después de una enorme caída en los precios de la vivienda en los países que experimentaron una bonanza y posterior desplome, los precios del petróleo, de la energía y de otras materias primas han colapsado. Llamemos a esto la **quinta anomalía**: el resultado de la desaceleración china, el aumento en la oferta energética y de metales industriales (después de una exitosa exploración y sobreinversión en nueva capacidad) y la fortaleza del dólar, que debilita los precios de las materias primas.

La reciente agitación en el mercado ha iniciado la deflación de la burbuja mundial de activos generada por la QE, aunque la expansión de las políticas monetarias no convencionales puede alimentarla un tiempo más. La economía real en la mayoría de las economías avanzadas y emergentes está gravemente enferma, pero sin embargo, hasta hace poco, los mercados financieros se disparaban con el apoyo de la expansión adicional de los bancos centrales. La pregunta es durante cuánto tiempo pueden divergir los mercados financieros y la economía en general.

De hecho, esta divergencia es un aspecto de la última anomalía. El otro que los mercados financieros no han reaccionado mucho, al menos hasta ahora, a los crecientes riesgos geopolíticos, como los originados en Oriente Próximo, la crisis de identidad europea, las crecientes tensiones en Asia, y los persistentes riesgos de una Rusia más agresiva. Nuevamente, ¿durante cuánto tiempo puede mantenerse esta situación, en la cual los mercados no solo ignoran a la economía real sino que además descuentan el riesgo político?

Bienvenidos a la nueva anomalía del crecimiento, la inflación, las políticas monetarias y los precios de los activos. Pónganse cómodos... parece que durará un buen rato.

Presidente de Roubini Global Economics y profesor de Economía en la Escuela de Negocios Stern de la Universidad de Nueva York

© Project Syndicate, 2016