

Ensayos Económicos

Apuntes de la crisis global

Barry Eichengreen La parábola de los ciegos y el elefante

Axel Leijonhufvud Una recesión fuera de lo común

Daniel Heymann Notas sobre variedades de crisis

José María Fanelli La política económica fuera del corredor. Reflexiones sobre la crisis global y la experiencia latinoamericana

Javier Finkman El norte desde el sur

Sebastián Katz Centro y periferia: la propagación de la crisis a las economías latinoamericanas

Christian Broda, El nuevo equilibrio global

Piero Ghezzi y

Eduardo Levy-Yeyati

Francesco Giavazzi La crisis y la demanda mundial, del corto al mediano plazo

José A. Ocampo Gaviria Implicaciones de política económica de la inestabilidad financiera actual

Jorge Carrera El G20, la crisis y el rediseño de la Arquitectura Financiera Internacional

53

54

In memoriam Alfredo Canavese

Pablo Gerchunoff y Daniel Heymann

“La hipótesis estructural en la teoría de la inflación”

Alfredo Canavese

Enero - Junio de 2009



ie | BCRA
INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

La crisis y la demanda mundial, del corto al mediano plazo

Por Francesco Giavazzi*

Pensando la macroeconomía global en el mediano plazo, el consumo global tendería a caer ante el aumento de la tasa de ahorro en Estados Unidos como consecuencia de la crisis. Al mismo tiempo es difícil imaginar que la inversión aumentará si antes no se recupera el consumo. En este contexto, ¿cómo se compensará la caída del consumo cuando el aumento reciente de los déficits públicos deba revertirse para asegurar la sostenibilidad fiscal? La solución puede venir por un aumento del consumo en el resto del mundo, particularmente en los países en desarrollo, y por un cambio en la composición de la demanda asociado a la mejora del consumo en dichos países que estimule la inversión. Así, aquellos países que inviertan en reestructurar sus economías emergerán de la transición con un mayor stock de capital per cápita y, por lo tanto, con un mayor ingreso per cápita.

En esta crisis, en lo que se refiere a la macroeconomía, hasta el momento nos hemos concentrado en el corto plazo. Ante el shock sin precedentes que experimentó la demanda agregada global, la prioridad fue cómo compensar la caída de la demanda, y la herramienta obvia para lograr este objetivo fue el gasto público. No se realizaron, a lo sumo sólo marginalmente, rebajas de impuestos, dado que la reducción de impuestos hubiera sido probablemente ahorrada en vez de destinada al consumo. Tampoco se confió en la inversión dado que hasta que no se recupere el consumo es improbable que lo haga la inversión, sin importar cuán bajas sean las tasas de interés reales y qué tan rápido se recupere el crédito bancario.

Mientras todavía estamos en la primera fase –la demanda aún está lejos de haberse recuperado– empezamos a pensar en la estrategia de salida. Eventualmente la

* Universidad Bocconi, MIT y NBER. Las opiniones expresadas en este trabajo son del autor y no reflejan necesariamente las del BCRA o sus autoridades.

sostenibilidad fiscal impondrá una reversión del aumento actual de los déficits fiscales, entonces: ¿qué pasará con la demanda mundial?

Christopher D. Carroll, el economista de la Universidad Johns Hopkins que ha estado estudiando el comportamiento de los consumidores norteamericanos por más de una década, piensa que el ahorro de Estados Unidos se estabilizará alrededor del 4% del ingreso disponible de los hogares, el nivel que mostraba a mediados de los noventa antes de las burbujas. Dicho nivel es 4 puntos porcentuales mayor que la tasa de ahorro promedio de los años previos a la crisis (2005-2007), cuando había llegado a 0%. Dado que el ingreso disponible se ubica casi en 70% del PIB, un aumento de 4 puntos porcentuales en el ahorro significa una caída de la demanda agregada equivalente a 3 puntos porcentuales del PIB de Estados Unidos. ¿Cómo será compensada esta caída el día que deba comenzar la consolidación fiscal?

Muchos piensan que en el mediano plazo la respuesta es China. Pero es improbable que China, al menos por un tiempo, pueda compensar tal caída de la demanda. La economía china representa sólo un tercio de la de Estados Unidos. Así, para compensar un aumento del ahorro norteamericano de 4% del ingreso disponible de los hogares, el gasto chino debería incrementarse cerca de 10% de su PIB, una magnitud improbable en el futuro cercano, período en el que el incremento de los déficits fiscales en los países desarrollados deberá revertirse.

Una solución es buscar una expansión de la demanda en el resto del mundo: India, Brasil y, posiblemente también, en Argentina. Esto es ciertamente posible, y sumando un grupo suficientemente grande de países a esta estrategia podría compensarse la caída en el consumo de Estados Unidos.

Pero consideremos el problema desde una perspectiva diferente. Ubiquémonos en la frontera entre el mediano y el largo plazo y pensemos al equilibrio en el mercado mundial de bienes como $Ahorro = Inversión$. Si la tasa de ahorro mundial aumenta (lo hará si el aumento en la tasa de ahorro de Estados Unidos no es compensada por reducciones suficientemente grandes en las tasas de ahorro de otros países), la única manera por la cual podremos mantener el pleno empleo es a través de mayor inversión. Pensemos en el esquema del modelo de crecimiento de Solow: un aumento en la tasa de ahorro incrementa el *stock* de capital *per cápita* de estado estacionario: en la transición, el equilibrio en el mercado de bienes es mantenido a través de un aumento en la inversión. En el modelo de

Solow la inversión se incrementa —y el equilibrio del mercado de bienes se mantiene— por la necesidad de aumentar el *stock* de capital *per cápita* de estado estacionario. Pero el modelo no explica qué factor debería inducir a las firmas a invertir —o por lo menos, no explícitamente—. Necesitamos una historia que cuente por qué las firmas deberían querer incrementar la inversión en un escenario de caída de la demanda agregada.

¿Qué podría convencer a las empresas de aumentar la inversión hoy en día? Una aceleración del progreso tecnológico —como la ocurrida a mediados de los noventa— es siempre una posibilidad, pero no vemos otra revolución de Internet en camino. Una alternativa interesante son los efectos de un cambio en la composición de la demanda mundial inducido por una reestructuración industrial.

Asumamos que en el nuevo estado estacionario el consumo norteamericano es menor y el del resto del mundo es mayor. Si se espera que el menor consumo norteamericano sea permanente, y que sea compensado por un mayor consumo en el resto del mundo, el tipo de bienes demandados podría cambiar (al menos si creemos que la composición del consumo depende del nivel de ingreso *per cápita* de un país). Ya estamos viendo un poco de esto: productores de *commodities* primarios (en América Latina en particular) están en una buena situación relativa porque la demanda de *commodities* primarios permanece elevada: es la demanda automotores alemanes de alta gama la que virtualmente ha desaparecido.

Si esto es verdad, entonces el modelo de Solow funciona. Ante un aumento permanente de la tasa de ahorro global, inicialmente el equilibrio en el mercado de bienes se mantiene a través de un incremento de la inversión. En el nuevo estado estacionario tanto el consumo como la inversión son mayores que en el estado estacionario anterior, y tanto la distribución geográfica del consumo como su composición habrían cambiado: relativamente más consumo en China, relativamente menos en Estados Unidos, relativamente mayor demanda de, por ejemplo, electrodomésticos básicos, relativamente menor demanda de automotores de alta gama.

Esta observación tiene un interesante corolario. Volviendo a Solow: aquellos países que inviertan en reestructurar sus economías emergerán de la transición con un mayor *stock* de capital *per cápita* y, por lo tanto, con un mayor ingreso *per cápita*. Así, el país que haga la reestructuración —y que la haga bien— saldrá más rico de la crisis.