

# Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo  
Con la colaboración de Alejandro Vera

Octubre 2 de 2013

## Recuperación económica 2013-2014: Impulsos fiscales vs. Impulsos monetarios

A principios de 2011, tras la salida de Larry Summers como director del Consejo Económico de la Administración Obama, se percibía que había triunfado la política de impulsos fiscales keynesianos sobre la política monetarista tradicional, en el caso de los Estados Unidos. Entre los líderes keynesianos se contaban la Sra. Romer (también miembro del equipo Obama) y los Premios Nobel de economía Krugman y Stiglitz, entre otros. Se percibía entonces que los multiplicadores fiscales (impulsados por las obras públicas) estaban dando mejores resultados que las inyecciones de liquidez, las cuales tuvieron que “reinventarse” a través de los conocidos QE I-II-III.

Sin embargo, en la coyuntura 2013-2014, ya no es tan evidente el triunfo keynesiano y el mercado ha sido claro en que la retracción del QE-III debe hacerse con sumo cuidado para no abortar la frágil recuperación, a tasas esperadas de sólo 1.5% en 2013. La Fed todavía se mantiene “optimista” pronosticando tasas del 2% en 2013 y del 2.9% en 2014, pero tras haber recortado recientemente sus pronósticos.

Para la postergación de los recortes en QE-III, la Fed adujo debilidades del sector real a nivel global y una tasa de desempleo que aún no se veía convergiendo hacia el “disparador” del 7% para finales de este año (ver *EARC* No. 58 de septiembre de 2013).

Lo preocupante es que la “munición” de ambos bandos, keynesianos y monetaristas, parece haberse agotado. Por el lado monetarista, la tasa repo ha estado en cero nominal (casi -2% real) desde finales del 2008 y se teme que el resultado de los repetidos QEs esté llevando a inflar artificialmente balances financieros, en el corto plazo, y que pueda generar rebrotes inflacionarios hacia el mediano plazo (2014-2015), ver gráfico adjunto.

Por el lado fiscalista, Estados Unidos recibió un fuerte llamado a la disciplina fiscal al perder su triple-A a manos de la calificadora S&P a mediados del 2011. Sin embargo, dada la turbulencia global, lo que primó fue la liquidez de sus Tesoros frente a la calidad de sus títulos, que ahora se han deteriorado en la parte larga de la curva, en espera de soluciones a sus graves problemas de seguridad social y de carácter sub-nacional (varios Estados quebrados). De hecho, la relación Deuda Pública/PIB continúa en niveles cercanos al 110% y Estados Unidos aún no logra superávits primarios que estabilicen dicha deuda. A esto se suma el nerviosismo de la parálisis estatal que podría generar la falta de un acuerdo entre republicanos y demócratas sobre el límite a la deuda en las próximas semanas.

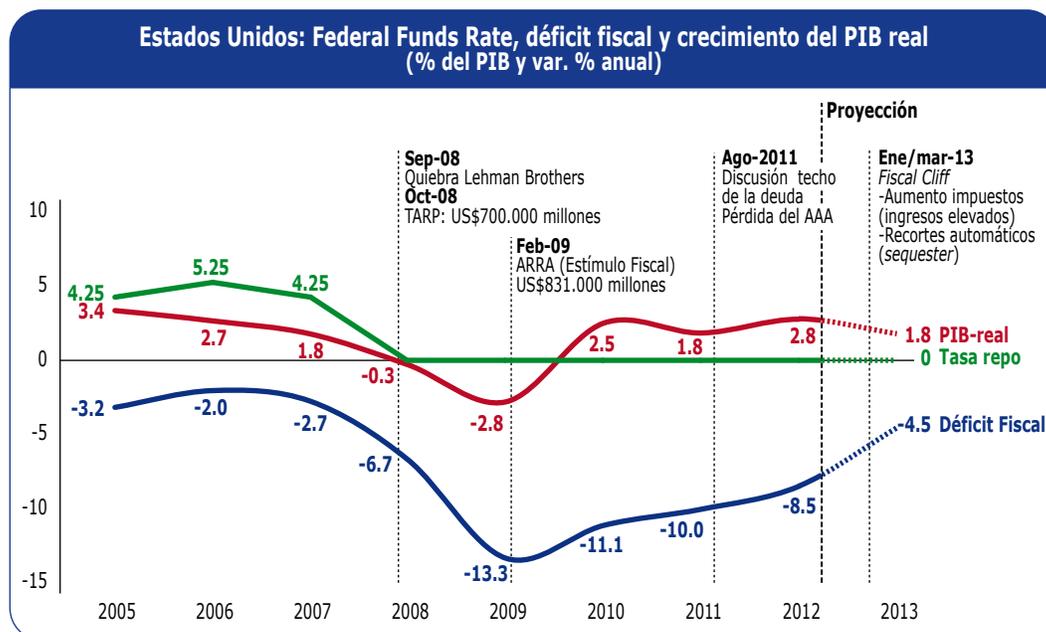
Continúa

Director: Sergio Clavijo  
 Con la colaboración de Alejandro Vera

Recordemos que Summers y Cia pronosticaban que el multiplicador fiscal sería elevado, lo cual suponía que incrementos en el gasto público y/o reducciones en impuestos elevarían más que proporcionalmente el PIB. Bajo este supuesto se aprobó el paquete *ARRA (American Recovery and Reinvestment Act)*, por un valor de US\$831.000 millones a inicios de 2009 (ver gráfico adjunto).

Sin embargo, dichos multiplicadores keynesianos han decepcionado y, como ya comentamos, la economía de los Estados Unidos ha estado registrando crecimientos por debajo de su potencial del 2.5% anual. Muchas obras públicas han tardado en implementarse y muchas otras no han generado el multiplicador deseado. Vale la pena recordar que, en 2010, el FMI calculaba un multiplicador de tan sólo 0.5 para Estados Unidos. Sin embargo, ahora Blanchard y Leigh (2013) afirman que dicho multiplicador podría haber estado en el rango 0.9-1.7, lo cual indica que las actuales políticas de austeridad explicarían la recaída del 2013-2014 (ver *The Economist* del 27 de octubre de 2012).

Así, Estados Unidos enfrenta la encrucijada de haber agotado su política monetaria y de ver como inevitable una mayor disciplina fiscal, recortando con ahínco el gasto militar recientemente (de forma automática, al haber fracasado el acuerdo bipartidista). Parece entonces que la única solución estriba en el mayor dinamismo de las inversiones del sector privado. Recordemos que durante la pos-guerra (1950-1970) el liderazgo del consumo privado (a tasas promedias del 4.2% anual) permitió que el PIB-real creciera a tasas del 5% real por año. En cambio ahora el consumo del sector privado lo hace a tasas cercanas al 2% real por año, lo cual se traduciría en crecimientos del 2.5%-3% por año durante 2014-2015. El problema está en que el propio sector privado luce algo sobre-endeudado, pues tras su desapalancamiento de 2008-2012, actualmente la relación cartera/PIB se ubica en 108%, descendiendo del pico de 130%.



Fuentes: BEA, FMI y FED.