**La complacencia será puesta a prueba en 2018**

Stephen S. Roach,

NEW HAVEN – Después de años de desesperación post-crisis, el consenso generalizado de los pronosticadores hoy es bastante optimista respecto de las perspectivas para la economía global en 2018. Se estima que el crecimiento mundial del PIB es cada vez más sólido, sincrónico y libre de inflación. Los mercados financieros exuberantes no podrían pedir más.

Si bien siento un gran respeto por la comunidad de pronosticadores y el juicio colectivo de los mercados financieros, sospecho que el consenso de complacencia de hoy pasará por una dura prueba en 2018. La prueba podría ser consecuencia de una sacudida -especialmente en vista del creciente riesgo de una guerra caliente (con Corea del Norte) o una guerra comercial (entre Estados Unidos y China) o un colapso de la burbuja de activos (pensemos en el Bitcoin). Pero tengo el presentimiento de que terminará siendo algo mucho más sistémico.

El mundo está preparado para la reversión de tres mega tendencias: una política monetaria poco convencional, la dependencia de los activos de la economía real y un arbitraje global de los ahorros potencialmente desestabilizador. En riesgo están los principios fundamentales que sustentan el optimismo actual. Sospecho que uno de estos pilares de la complacencia, o más de uno, se derrumbará en 2018.

Desafortunadamente, la suerte ya está echada para este momento de reflexión. Afligidos por una profunda sensación de amnesia, los bancos centrales han repetido el mismo error que cometieron en la burbuja previa a la crisis de 2003-2007 -mantuvieron políticas monetarias excesivamente acomodaticias durante demasiado tiempo-. Desorientados por metas de inflación en un mundo sin inflación, las autoridades monetarias han diferido la normalización de las políticas durante demasiado tiempo.

Pareciera que eso ahora está cambiando, pero sólo a regañadientes. Si algo están haciendo los bancos centrales es señalar que la futura normalización puede ser incluso más glacial que la de mediados de los años 2000. Después de todo, se dice, si la inflación todavía no alcanza el objetivo, ¿cuál es el apuro?

Lamentablemente hoy existe un importante giro que no existía en aquel entonces -los balances inflados de los bancos centrales-. Desde 2008 hasta 2017, la tenencia combinada de activos de los bancos centrales en las principales economías avanzadas (Estados Unidos, la eurozona y Japón) se expandió 8,3 billones de dólares, según el Banco de Pagos Internacionales. Con un incremento del PIB nominal en esas mismas economías de apenas 2,1 billones de dólares en el mismo período, los restantes 6,2 billones de dólares de exceso de liquidez han distorsionado los precios de los activos en todo el mundo.

Allí reside el quid del problema. Las economías reales se han visto apuntaladas artificialmente por estos precios de activos distorsionados, y la normalización glacial no hará más que prolongar esta dependencia. Sin embargo, cuando los balances de los bancos centrales finalmente comiencen a achicarse, las economías dependientes de activos una vez más estarán en peligro. Y probablemente los riesgos sean mucho más graves hoy que hace diez años, debido no sólo al exceso de balances inflados de los bancos centrales, sino también a la sobrevaloración de los activos.

Esto es particularmente válido en Estados Unidos. Según el economista y premio Nobel Robert J. Shiller, el ratio precio-beneficio ajustado cíclicamente (CAPE por su sigla en inglés) de 31,3 hoy en día es un 15% más alto que a mediados de 2007, al borde de la crisis de las hipotecas de alto riesgo. Por cierto, el ratio CAPE ha sido más alto que hoy sólo en dos ocasiones en su historia de 135 años -en 1929 y en 2000-. Y no son precedentes tranquilizadores.

Como resultó evidente tanto en 2000 como en 2008, no hace falta demasiado para que los mercados de activos sobrevaluados caigan estrepitosamente. Es allí donde entra a jugar la tercera mega tendencia -un ajuste doloroso del mix de ahorro global-. En este caso, todo tiene que ver con China y Estados Unidos -los extremos polares de la distribución del ahorro en el mundo.

China hoy está en una modalidad de absorción del ahorro; su tasa de ahorro doméstica ha caído de un pico del 52% en 2010 al 46% en 2016, y parece ir en camino a un 42% o menos, en los próximos cinco años. El excedente de ahorro chino está cada vez más dirigido hacia adentro para respaldar a los consumidores de la clase media emergente -y no está tan disponible para financiar a los ahorristas deficitarios en problemas en otras partes del mundo.

Por el contrario, Estados Unidos, el país deficitario más necesitado del mundo, con una tasa de ahorro doméstico de apenas el 17%, está optando por un estímulo fiscal. Eso empujará el ahorro nacional total inclusive más para abajo -a pesar de las garantías vacías de autofinanciación de la economía de la oferta-. En su carácter de amortiguadores de impacto, los mercados financieros sobrevaluados probablemente se vean presionados por el arbitraje entre los países con ahorro excedente y ahorro deficitario más grandes del mundo. Y las economías reales dependientes de los activos no estarán muy lejos.

En este contexto, es importante destacar que la economía mundial tal vez no sea tan resiliente como parece creer el consenso -lo que plantea interrogantes sobre si puede afrontar los desafíos que se avecinan en 2018-. Los pronósticos del FMI normalmente son un buen indicador del consenso global. La última proyección del FMI parece alentadora en la superficie, al anticipar un crecimiento del PIB global del 3,7% en el período 2017-18, una aceleración de 0,4 puntos porcentuales respecto del anémico ritmo del 3,3% de los dos últimos años.

Sin embargo, es exagerado decir que este crecimiento global es vigoroso. No sólo no cambió mucho respecto de la tendencia post-1965 de un crecimiento del 3,8%, sino que las alzas esperadas en 2017-2018 se producen después de una recuperación excepcionalmente débil luego de la Gran Recesión. Esto cobra un significado adicional para una economía global que se desaceleró a un crecimiento promedio de apenas el 1,4% en 2008-2009 -una caída sin precedentes de su tendencia de más largo plazo.

La falta de un rebote vigoroso clásico significa que la economía global nunca recuperó el crecimiento perdido en la peor crisis de los tiempos modernos. Históricamente, esas recuperaciones en V han servido el útil propósito de absorber un déficit excesivo y ofrecer una protección para soportar las inevitables sacudidas que siempre parecen golpear a la economía global. La falta de este colchón resalta la vulnerabilidad persistente, en lugar de señalar una nueva resiliencia -no exactamente el escenario optimista abrazado por el consenso petulante de hoy.

Una cita que se suele atribuir al físico y premio Nobel Niels Bohr lo define de la mejor manera: "La predicción es muy difícil, especialmente si es sobre el futuro". La perspectiva para 2018 dista mucho de ser certera. Pero con los cambios tectónicos que se asoman en el paisaje macroeconómico global, no son estos tiempos de complacencia