

TIEMPOS DE PELIGRO PARA ESTADOS UNIDOS

La economía que Greenspan se dispone a dejar en otras manos se encuentra en un estado menos saludable de lo que popularmente se cree

ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT
/THE ECONOMIST

A pesar de su muy atractiva humildad, los homenajes que se confieren a Alan Greenspan, director de la Reserva Federal de Estados Unidos, se vuelven más exuberantes cada día. Mucho antes de su retiro, el 31 de enero, comentaristas económicos, políticos e inversionistas lo han aclamado de manera amplia y extravagante. Después de todo, durante buena parte de los 18 años de su encargo, Estados Unidos disfrutó de rápido crecimiento y baja inflación, y logró sortear con mucho éxito bastantes de los escollos financieros que enfrentó la economía. En sus días finales de gloria, podría parecer mezquino cuestionar su récord. Sin embargo, la salida de Greenspan podría marcar el punto más alto de la economía estadounidense, después del cual vendrá un periodo de lento crecimiento. Esto último no se dará a consecuencia de su partida, sino por lo que deja detrás: los desequilibrios económicos más grandes de la historia del país.

No se debe exagerar la influencia de Greenspan —tanto la buena como la mala— en la economía. Como todos los banqueros centrales, a él lo asaltaban grandes incertidumbres acerca del funcionamiento de la economía, así como de los límites de la política monetaria (pues afecta la inflación, pero no puede incrementar la tasa de crecimiento a largo plazo). El controlaba sólo las tasas de interés a corto plazo, no los rendimientos de los bonos, ni los impuestos ni la regulación. Sin embargo, quizá por estas restricciones Greenspan ha sido desde hace mucho el más importante hacedor de políticas económicas del mundo, y lo fue durante un periodo excepcional, cuando la globalización y la información tecnológica transformaron la economía mundial.

Su reinado coincidió con la apertura al comercio y al capital global proveniente de China, India y la antigua Unión Soviética, así como de otras economías otrora cerradas. Y las políticas de Greenspan ayudaron a sustentar la globalización: la fuerte demanda de Estados Unidos y el inmenso apetito de importaciones que facilitaron su gestión, hicieron más fácil que estas economías emergieran y se incorporaran a los mercados abiertos.

En lo que se refiere a la economía estadounidense, sin embar-



Trabajos en una planta de automóviles en Estados Unidos. Parte de la actual prosperidad del país se basa no en ganancias genuinas en el ingreso, tampoco en un alto crecimiento de la productividad, sino en préstamos sobre el futuro ■ Ap

go, las políticas de la Reserva Federal en la última década parecen reportar dolorosos costos de largo plazo. Es cierto que la economía ha demostrado extraordinaria elasticidad a la luz de la más grande ruptura de la historia, en 2000-2001, de una burbuja en el mercado de valores, de los ataques terroristas y el incremento triplicado de los precios del petróleo. Los admiradores de Greenspan atribuyen esto a la inflada credibilidad de la Fed bajo su mandato. Otros señalan la flexibilidad de precios y salarios, la rápida inmigración, un sistema bancario más sano y la globalización, como los factores que han vuelto la economía más resistente a los golpes.

La incrementada flexibilidad de la economía podría, de hecho, aportar un buen elemento antichoques. Un incremento en la productividad ha impulsado el crecimiento. Pero la razón principal de que el crecimiento en Estados Unidos haya permanecido fuerte en los años recientes ha sido el estímulo monetario masivo. La Reserva Federal mantuvo negativas las tasas de interés reales por muchos años, y aún ahora dichas tasas permanecen bajas. Gracias a la globalización, la nueva tecnología y la flexibilidad de la que se ha hecho tanto alarde —factores que en conjunto contribuyeron a reducir los precios de muchos bienes—, el dinero barato no ha penetrado en la inflación tradicional, sino en los precios en aumento de activos, primero acciones y ahora hipotecas.

The Economist criticó por largo tiempo a Greenspan por no tratar de restringir la burbuja del mercado de valores a finales de la década de 1990, y luego, tras

su estallido, por inflar una burbuja en el mercado hipotecario manteniendo bajas las tasas de interés por demasiado tiempo. El problema no son los precios en aumento de los activos en sí mismos, sino más bien su efecto en la economía. Debido a los préstamos hipotecarios que se hacen contra las ganancias del capital, los dueños de casas han podido consumir más de lo que ganan.

El fuerte gasto del consumidor ha disparado el crecimiento del PIB, pero al costo de una tasa de ahorro negativa, una carga creciente de la deuda hipotecaria y un enorme déficit de la cuenta corriente.

Quemar los muebles

Al sucesor de Greenspan, Ben Bernanke, le gusta explicar el déficit actual en cuenta corriente como la consecuencia inevitable de una saturación de ahorros en el resto del mundo. Sin embargo, buena parte de la culpa yace en las políticas de la misma Reserva Federal, la cual ha permitido que el crecimiento de la demanda doméstica sobrepase la oferta durante nada menos que diez años.

Parte de la actual prosperidad del país se basa no en ganancias genuinas en el ingreso, tampoco en un alto crecimiento de la productividad, sino en préstamos sobre el futuro. Las palabras de Ludwig von Mises, economista austriaco de principios del siglo XX, resumen muy bien esta ilusión: “A veces resulta conveniente que un hombre encienda la chimenea con sus muebles. Pero no debe engañarse a sí mismo creyendo que ha descubierto un nuevo método maravilloso para calentar sus posesiones”.

Como resultado de una gene-

ración de empleo más débil que la normal y un apático crecimiento del salario real, los ingresos estadounidenses se han incrementado de manera más lenta que en recuperaciones precedentes. De acuerdo con Morgan Stanley, durante los pasados cuatro años el total de las compensaciones laborales del sector privado creció sólo 12% en términos reales, comparado con un promedio de 20% de incremento registrado en periodos similares de las previas cinco expansiones.

Sin aumentos importantes en ingresos, el crecimiento del consumo se ha basado, en gran medida, en los incrementos de los precios inmobiliarios y del crédito. En los meses recientes, Greenspan en persona advirtió que los precios inmobiliarios podrían descender y eso restringiría el consumo. Además sugirió que, en algún momento, los extranjeros podrían estar menos dispuestos a financiar el actual déficit en cuenta corriente.

Hasta ahora los bancos centrales de Asia y los países productores de petróleo se han mostrado complacidos de comprar mercancías en dólares con la finalidad de mantener a la baja sus propias divisas. Sin embargo, su disposición a acumular reservas en dólares tiene un límite. La semana pasada los funcionarios chinos insinuaron que están buscando diversificar las reservas chinas en moneda extranjera. Al parecer, durante los próximos dos años el dólar caerá y los rendimientos de los bonos aumentarán en la medida en que los inversionistas demanden compensaciones más altas por el riesgo que asumen.

Cuando el aumento de los precios inmobiliarios se estabi-

liza y en consecuencia la oportunidad de retirar acciones del mercado se acaba, el gasto de los consumidores se tambalea. Y en virtud de que el consumo y la construcción de casas han representado 90% del crecimiento del PIB en los años recientes, es probable que esto provoque una grave desaceleración de la economía.

Las entregas de la Fed a sus nuevos directores son siempre momentos difíciles. Con frecuencia han sido seguidas por desórdenes financieros, como la caída del mercado de valores de 1987, sólo dos meses después de que Greenspan se hizo responsable del cargo. Las desigualdades prevalecientes motivan que esta entrega se lleve a cabo en un contexto económico inusualmente vulnerable.

Las tasas de interés que Bernanke heredará son más bien de carácter neutral; ni constriñen ni estimulan la economía. Pero la demanda doméstica de EU necesita crecer de manera más suave para que los índices de ahorro y el déficit de cuenta corriente retrocedan a niveles sustentables. Si la demanda sigue creciendo, deberá impulsar tasas más altas, lo cual será riesgoso en virtud de las pesadas deudas de los propietarios de casas. Después de 13 incrementos en las tasas de interés, el flujo de dinero fácil está disminuyendo y muchos propietarios de casa estadounidenses se verán fatalmente desprotegidos. En palabras de Warren Buffet, “sólo cuando la marea baja puede verse quién está nadando desnudo”.

¿Cómo debería responder Bernanke a la caída de precios inmobiliarios y a una desaceleración aguda de la economía? Si bien se muestra más refractario aún que Greenspan a la idea de constreñir las burbujas de precio de los bienes, sí parece inclinado a reducir las tasas de interés cuando las burbujas explotan, para prevenir una depresión.

Al parecer continuará la actual política asimétrica de no elevar las tasas de interés para contener el aumento de precio de los bienes, pero siempre reduciendo intereses después de la caída de precios. Esto es peligroso en la medida en que alienta riesgos excesivos al permitir que las desigualdades crezcan aún más, empeorando una eventual corrección. Si las desigualdades se desarrollan, EU requiere pasar por un periodo durante el cual la demanda doméstica crezca más lentamente que la producción.

La gran pregunta es si el resto del mundo se detendrá también. La buena noticia es que el crecimiento tiene ahora una base más amplia, ya que la demanda en el área europea y Japón se ha recuperado y los temores sobre un aterrizaje difícil en China se han desvanecido. EU mantuvo en marcha al mundo en tiempos problemáticos. Pero ahora es tiempo de que otros tomen el liderazgo.

FUENTE: EIU

ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT
/THE ECONOMIST

¿QUIÉN ES BEN BERNANKE?

El futuro responsable de la Reserva Federal es un gran desconocido que deberá enfrentar a los inversionistas en 2006

En un mal año para el presidente George W. Bush, dos de sus nombramientos de 2005 obtuvieron un clamoroso elogio. El de John Roberts para encabezar la Suprema Corte, y el de Ben Bernanke para dirigir la Reserva Federal. El paralelo entre los dos hombres no termina allí, como este año lo descubrirán los inversionistas.

Los designados para la Suprema Corte, abusando del poder e independencia que les otorga la Constitución, con frecuencia se alejan del perfil de su currículum y de las cautelosas opiniones jurisprudenciales que exhiben en las conferencias de ratificación. De esta misma manera, los dos últimos jefes de la Reserva Federal —Paul Volcker y Alan Greenspan— surgieron de la esotérica torre de marfil de la Fed para convertirse en poderosas figuras públicas.

Un problema derivado de tales metamorfosis es el vacío que se crea cuando la persona tiene que dejar el puesto. Es fácil exagerar los riesgos para los inversionistas en el cambio de estafeta de Greenspan a Bernanke, fijado para fines de enero. Bernanke no fue un radical durante sus tres años como miembro de la junta de gobernadores de la Reserva Federal y de su importante Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés), el cual fija las tasas de interés a corto plazo.

“El FOMC tiene tradiciones de largo tiempo y, aunque haya un nuevo director, esas tradiciones no van a cambiar”, señaló Michael Moskow, pilar de la estructura de la Fed como presidente del Banco de la Reserva Federal de Chicago por más de 10 años. “Nos afanamos en lograr el consenso.”

Sin embargo, la exageración en las declaraciones y la reserva son la sangre de los mercados financieros y la prensa de finanzas. Luego de un monótono año en lo que respecta a valores y bonos, la historia de Bernanke —su luna de miel con la Fed, su primera prueba como director, su idiosincrasia personal— estará en los titulares. Y esos titulares afectarán el precio de las acciones, de los bonos y del dólar.

No es una exageración decir que los 18 años durante los cuales Greenspan se desempeñó como director de la Fed, lo hicieron el vocero de los asuntos económicos globales. Nadie en la Casa Blanca, incluso Bernanke, actual director del Consejo de Asesores Económicos, se le acerca en credibilidad y carisma. Así, una de las cosas por las que los inversionistas deben preocuparse en el nuevo año es por el vacío que deja Greenspan.

Diane Swonk, economista de la empresa Mesriow Financial de



El saliente presidente de la Fed, Alan Greenspan, en una cumbre del G-7 de ministros de Finanzas y gobernadores de bancos centrales celebrada en Londres en pasado diciembre. La gente tenía tal confianza en la administración de Greenspan, que cualquier posibilidad de inflación era desechada, sostienen especialistas y consideran que el funcionario será difícil de imitar ■ Reuters

Chicago, considera que las tasas de interés a largo plazo permanecieron estables y el mercado inmobiliario se mantuvo sólido, a pesar de la campaña de 18 meses de la Fed para incrementar las tasas de interés a corto plazo, en parte porque Greenspan en persona sofocó los temores de una inflación. “La gente tenía tal confianza en la administración de Greenspan, que cualquier posibilidad de inflación futura era desechada”, afirma Swonk. Greenspan será difícil de imitar. “Tenía gran ventaja sobre todos, no sólo sobre Bernanke, porque a través de sus negocios de consultoría tenía vastos tentáculos en el sector privado”, dice David Hale, economista que reside en Chicago.

Bernanke, de 52 años, es un académico con limitada experiencia en el sector privado o en los mercados financieros, para no mencionar la política de Washington. Para Hale, “Greenspan era un republicano militante. Hoy sabemos que Bernanke es republicano, pero nadie lo sabía hace dos o tres años.” En

comparación con Greenspan, quien socializaba con presidentes y cultivó el círculo social de Washington durante décadas, Bernanke está encasillado como un antigregario. La comparación es excesiva, pero no del todo carente de base.

“Bernanke no desea personificar a la Fed como lo hizo Greenspan”, afirma Swonk. “El preferiría que la Reserva Federal se conociera como la institución que tiene la capacidad de controlar la inflación y no por la persona a cargo de ella.”

Los mercados globales y los medios financieros, ligados de manera sustancial a la celebridad de Greenspan, enfrentan un ajuste. Hasta ahora la transición ha sido tersa. Las acciones se recuperaron durante la semana del nombramiento de Bernanke, pero los bonos del Tesoro retrocedieron, elevando las tasas de interés a largo plazo. Los rendimientos de los bonos del Tesoro, incluso los del bono a 30 años que será reintroducido este invierno, serán la carta de triunfo en el debut de Bernanke.

Swonk espera que las tasas

de interés a largo plazo, inclusive las hipotecarias, se eleven al máximo este año, reflejando las dudas inaugurales sobre Bernanke, quien ha sido etiquetado, quizá de manera correcta, como menos interesado que Greenspan en luchar contra la inflación. Bernanke sacudió al mercado de bonos con un discurso, el 22 de noviembre, en el que habló de los peligros de la deflación, es decir, la baja continuada y sustancial en los niveles de precios, lo contrario a la inflación. En un comentario del que sin duda se arrepiente, recordó las palabras del economista Milton Friedman de que el gobierno puede luchar contra la deflación arrojando dinero a la economía “desde un helicóptero”, a través de reducciones de impuestos y estímulos monetarios de la Reserva Federal.

Nadie vio ninguna señal de deflación en ese momento ni después, y el discurso de Bernanke dañó su imagen como combatiente de la inflación. El tiempo lo dirá.

“En los tres o seis meses siguientes habrá

El nuevo jefe no desea personificar a la Fed como lo hizo Greenspan. El preferiría que la institución se conociera por su capacidad de controlar la inflación y no por la persona a cargo

continuidad en la política (de la Fed)”, expresa Hale. “Después de eso, será su responsabilidad.” Hale prevé que, bajo la gestión de Bernanke, el Comité de Política Monetaria de la Fed disparará las tasas de interés a corto plazo en la primera reunión programada en marzo y posiblemente en la siguiente reunión, en mayo. Según él, el tema crucial para Bernanke, la Fed y los mercados financieros es si los incrementos totales en las tasas de interés a corto plazo —después de 13 incrementos hasta ahora, de 1% a 4.25%— serán suficientes para calmar las turbulencias en el mercado inmobiliario.

La política de la Fed afectará las carteras. Greenspan reemplazó a Volcker en 1987, luego de que éste perdió la confianza de los designados por el presidente Reagan para la junta de la Fed.

Bernanke enfrenta no sólo el peligro de inquietar a los buenos amigos de Greenspan en los mercados globales, sino también a los desconocidos de la junta de gobernadores de la Reserva Federal. Al parecer, dos de las vacantes de los siete miembros de la junta serán cubiertas después de que tome posesión de su encargo. Se dice que Randall Krozner, profesor de economía en la Escuela de Negocios de la Universidad de Chicago, está en la terna para uno de los dos cargos. Krozner, antiguo miembro del Consejo de Asesores de Economía, es conocido como especialista en materia fiscal, no en política monetaria. La semana pasada declinó hacer comentarios sobre sus probabilidades de asumir el cargo.

Hale sostiene que Bernanke se tomará su tiempo para estabilizarse como nuevo director de la Fed. Su propuesta podría ser la pretensión de reemplazar la inflación como objetivo programático del banco, señala el economista. “Me dijo que su meta es ir en esa dirección, pero no será inflexible al respecto”, sostuvo Hale. “No esperen que Bernanke llene los zapatos de Greenspan en comentar impuestos y políticas de gasto. Mi impresión es que va a ser muy cauteloso.”

Mientras tanto, los inversionistas que estaban felices de tener un laborioso y sabelotodo en la Reserva Federal necesitarán pasar por un periodo de luto.

FUENTE: EIU

