

¿SE HA VUELTO HISTÉRICO EL SR. GREENSPAN?

Raimundo Ortega

Introducción

El pasado día 15 de mayo, el Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal recortó, por quinta vez consecutiva en cinco meses, su tipo de intervención –el “Federal Funds Rate”– en medio punto, dejándolo en el 4 por 100. Aproximadamente un mes antes, el 18 de abril, el presidente de la Reserva Federal (FED), el Sr. Greenspan, había anunciado otra reducción de medio punto, siendo esta ocasión la segunda vez que tal decisión se tomaba sin esperar a una de las habituales sesiones del Comité de Mercado Abierto –la primera fue el 3 de enero–. Desde que en 1987 el Sr. Greenspan fue nombrado presidente del FED no se conocía una política tan decidida de recorte de los tipos de interés. El comunicado oficial explicando la última decisión subrayaba la persistencia de “riesgos” dada la existencia de “condiciones que, en el futuro previsible, pueden generar un debilitamiento económico” –un continuo goteo de cifras negativas relativas a los beneficios empresariales y la debilidad de la inversión en bienes de equipo se citaban como preocupaciones básicas del FED– y aun cuando no olvida referirse a los peligros de una inflación –así parece indicarlo la evolución reciente tanto de los precios al consumo como del deflactor del PIB–, los redactores del texto mostraban su confianza en su contención gracias al debilitamiento “de las presiones en los mercados laborales y de productos”. Anteriormente, y con ocasión del recorte decidido en abril, el banco central americano había citado en su comunicado oficial los desequilibrios de la economía americana y el debilitamiento de las expectativas del consumo privado como las dos razones motrices de una decisión adoptada, pues, ante el temor de un rápido deterioro de la economía americana. Las dos decisiones y sus respectivas motivaciones plantean un panorama complejo y obligan a una difícil exégesis de las razones que hayan podido inclinar al Sr. Greens-

pan y a sus colegas a seguir una política que algunos comentaristas comienzan a calificar *so-tto voce* de histórica.

El caso es que los mercados de valores reaccionaron con entusiasmo a la decisión de abril, si bien tan calurosa reacción se fue enfriando con el paso de los días y bajo el peso de la cotidiana realidad; y todo ello al tiempo que el dólar cedía una parte de su apreciación respecto al euro, moneda que ya durante el mes de abril tuvo detrás la doble negativa del Banco Central Europeo (BCE) a reducir su tipo de interés básico, acaso más preocupado por la resistencia a la baja en la tasa de inflación europea que por los peligros de parecer indiferente, con su política de “esperar y ver”, a una recesión que sus análisis oficiales difícilmente aceptan. Por el contrario, el recorte de mediados de mayo no afectó mayormente a los mercados, acaso porque lo habían descontado, acaso porque su atención estaba más centrada en las perspectivas empresariales a corto plazo.

Tomada la decisión, lo que realmente interesa es analizar, primero, qué motivos han inducido al otrora cauteloso inquisidor de la “exuberancia irracional” a adoptarla y, segundo, y aún más importante, si cabe, confiar en que los recortes de los tipos de interés sean efectivos para el objetivo que claramente se proponen: evitar que la economía americana entre en una recesión.

¿Recesión a la vista?

Mantener el ciclo más largo de crecimiento que la economía americana ha experimentado desde 1945 –de hecho estos diez años largos de auge ininterrumpido suponen nada menos que el doble de la duración promedio desde que concluyó la II Guerra Mundial– es, sin duda, la preocupación básica del presidente

del FED, el Sr. Greenspan. De hecho, sus decisiones desde comienzos de año indican su decidido propósito de evitar una rápida desaceleración del PIB; prueba de ello es que en su última comparecencia ante el Senado hizo explícitos sus temores de que el crecimiento durante el primer trimestre del año en curso fuese prácticamente nulo –sin embargo ha resultado ser de un 1,3 por 100, después de revisado a la baja desde el inicialmente anunciado 2 por 100–.

Por la información que nos llega, tres son los factores que hacían perder el sueño a los rectores del banco central americano: la evolución de la inversión, la pérdida de vigor del sector que ha venido caracterizando la llamada “nueva economía” y la reacción de los consumidores.

A primeros de febrero la impresión dominante entre los analistas de la economía americana era muy pesimista. Se señalaba que el crecimiento del PIB en el cuarto trimestre de 2000 había sido el más bajo de los últimos cinco años –lo que llevó al Sr. Greenspan a hacer su equivocado pronóstico a propósito del crecimiento cero en el primer trimestre del año en curso–, las empresas habían decidido recortar sus inversiones, las existencias comenzaban a pesar como una losa y se empezaba a reducir su ritmo de producción como medio de ajustarlas y aun así el índice de capacidad utilizada en la industria continuó bajando en marzo. No era de extrañar que los resultados empresariales que se estaban anunciando fueran poco esperanzadores –General Motors e Intel hicieron públicos unos beneficios durante el primer trimestre del año que suponían un descenso del 80 por 100 respecto al año anterior, pero no fueron las únicas pues Bank of America, Texas Instruments o Citigroup siguieron por la misma senda–. Ello acaso explica por qué, en la comparecencia ante el Senado a que se ha hecho antes referencia, el presidente del banco central americano –siempre tan partidario de las metáforas– expusiera sus aprensiones respecto a que la pérdida de ritmo de la economía “quebrara el tejido de la confianza de los consumidores”. De esto se hablará enseguida, pero de momento conviene detenerse y hacer algunos comentarios sobre un sector que ha sido el centro de la atención durante estos años de crecimiento espectacular: la “nueva economía”.

Era público y notorio que la gran preocupación se centraba en los sectores de la información y la tecnología. Como es sabido, el argumento favorito del Sr. Greenspan para explicar la feliz combinación de crecimiento sin inflación que ha experimentado la economía americana durante los últimos años ha sido la productividad de estos sectores. Tan encendida fue la loa del influyente banquero que llegó a creerse que el sector de la nueva tecnología era inmune a la recesión, quizás porque casi todo el mundo aceptaba que la demanda de sus productos seguiría siendo fuerte sucediese lo que sucediese ya que, al fin y al cabo, estaban ahí para resolver los problemas de las empresas de la “vieja economía”. Pero los hechos han demostrado lo contrario y a juicio de los expertos lo sucedido a una de sus compañías más destacadas, Cisco, puede haber influido poderosamente en la decisión de recortar el tipo de interés en abril, al revelarse que este gigante de la nueva tecnología tiene, como casi todas las empresas, los pies de barro cuando llega la fase de estancamiento económico, especialmente si uno se equivoca y habiendo sido incapaz de responder a la fuerte demanda del año pasado reacciona aumentando sus existencias en un momento en que, justamente, esa demanda comienza a desfallecer. El resultado fue claro: descenso de un 30 por 100 en las ventas, existencias que en determinados componentes equivalen a un año de ventas, pérdidas en el primer trimestre –por vez primera en 11 años–, anuncios de reducción de 8.500 empleados y descenso de sus acciones, que ahora valen unos 17 dólares cuando hace un año su precio rondaba los 70.

El problema con las empresas tecnológicas de la “nueva economía” no reside únicamente en que, por una curiosa combinación, numerosos analistas, al calor del auge económico general, recomendaban comprar valores que no conocían suficientemente bien, y entusiastas inversores compraban sin fijarse en si esas sociedades iban a obtener beneficios, sino que va un paso más allá; a saber, reside en confundir la aportación de este sector a la mejora de la productividad a medio plazo con el utópico propósito de abolir para siempre el ciclo económico. Es tan innegable que los ordenadores, Internet y los sofisticados medios actuales de comunicación han facilitado un crecimiento espectacular de la productividad –y por ende del crecimiento económico a medio y largo plazo–

como que ello no podía significar que las economías quedaban a salvo de cualquier recesión por muy moderada que esta fuese. Y resulta más que probable que en este punto el Sr. Greenspan tenga un buen tanto de culpa, pues durante estos últimos años ha ligado *ex-cátedra* la fortaleza del ciclo económico estadounidense con las excelencias de la productividad que la “nueva economía” ofrecía –la cuestión es cuánto del 3 por 100 de crecimiento anual de la productividad de los sectores industrial y de servicios registrado por la economía americana entre 1996 y 2000 fue de carácter cíclico y qué porcentaje puede calificarse de carácter estructural y debido a la “nueva economía”. De ahí a establecer una relación causal entre la salud del Nasdaq y el futuro del ciclo económico sólo había un paso que, por cierto, millones de americanos franquearon alegremente. Se trata ahora de conocer en qué medida el *crack* en los valores tecnológicos puede afectar a la actividad económica, a través, primero, de sus efectos sobre el consumo y, después, sobre la inversión. Pues bien, de acuerdo con el FMI un incremento en el valor de las acciones de, en general, un dólar incrementa el gasto de consumo americano en unos 5 centavos y prácticamente nada en Europa, siendo considerablemente mayores las consecuencias atribuibles a los valores tecnológicos que a los títulos representativos de la “vieja economía”. Por lo que a la inversión se refiere, las conclusiones son muy similares: menor efecto en Europa que en EE.UU., pero parecido impacto de las caídas en los valores tecnológicos, vía coste del capital, a ambos lados del Atlántico.

No es de extrañar, pues, que el paro, medido por el número de personas que semanalmente solicitan el subsidio de desempleo, haya comenzado a subir en EE.UU., pasando de 265.000 personas, en términos de paro registrado semanal, a mediados de abril de 2000 a 421.000, o un 4,5 por 100, a primeros de mayo –la cota más alta desde marzo de 1996, si bien las últimas cifras disponibles al cierre de este trabajo mostraban una mejora en el número de solicitudes de subsidio de paro que, de confirmarse, suavizaría un tanto las tesis pesimistas a propósito del ritmo de desaceleración de la actividad económica–. Lo preocupante no es la cifra en sí, sino sus posibles efectos sobre un consumo privado ya debilitado por el efecto riqueza, que, como consecuencia de las caídas en las cotizaciones bursátiles, ha hecho evapo-

rarse en el curso de los últimos doce meses aproximadamente un tercio del PIB; y como llueve sobre mojado, la euforia que generaron las ganancias se tradujo en un auténtico arrebatado del gasto privado que ha reducido la habitualmente baja tasa de ahorro de las familias americanas hasta el extremo de alcanzar en el año 2000 una tasa negativa del 1,3 por 100 de su renta disponible. En este marco, los datos de abril dibujaban un panorama que no era fácil de interpretar: la confianza de los consumidores no daba muestras claras de debilitarse, pero la producción industrial descendió por séptimo mes consecutivo y el índice de capacidad utilizada registraba un 78,5, el porcentaje más bajo en casi una década.

Dicho todo lo anterior puede este ser buen momento para preguntarse por el posible contagio que la debilidad de la economía americana pueda transmitir a la europea, pues no en balde estamos todos inmersos en ese fenómeno conocido como “mundialización”. No cabe negar que una recesión en EE.UU. dejaría sentir directamente sus efectos en países como México o Canadá cuyas exportaciones hacia aquél suponen entre una cuarta y una tercera parte de sus respectivos productos, o que el debilitamiento de las compras americanas en componentes utilizados por las industrias de la nueva tecnología afectaría seriamente a Taiwán y Corea del Sur, por no mencionar también las repercusiones de una menor demanda americana de crudo y otras materias primas sobre, otra vez, México, Canadá y Malasia. Europa está más protegida de estos efectos directos –por ejemplo, las exportaciones a EE.UU. suponen menos del 3 por 100 del total de las de la zona euro–, pero aún así una hipotética recesión americana afectaría a Europa por tres posibles vías: la primera relacionada con una depreciación del dólar, que no dejaría de afectar a las exportaciones europeas a ese país, la segunda se manifestaría por medio de la inversión directa americana en empresas europeas, cuyas ventas y beneficios previsiblemente se reducirían al ritmo de la recesión americana; y quedan por mencionar, en tercer lugar, las repercusiones que una eventual caída en Wall Street y en el Nasdaq originarían en los mercados bursátiles europeos.

Sorprende por tanto la jactancia de que hacen gala los altos responsables económicos, tanto de la Comisión como del BCE, cuando in-

dican que la economía europea puede salir inmune de una posible fase recesiva en la economía americana. Y prueba de ello es que las previsiones que se van dando a conocer revelan cifras cada vez más parvas. Y como para muestra bien vale un botón, nada más ilustrativo que una escueta referencia a las últimas previsiones del FMI en su *World Economic Outlook* de primavera. De acuerdo con las previsiones en él contenidas, la economía americana crecerá este año un 1,5 por 100 en lugar del 3,2 por 100 previsto en octubre del año pasado –muy por debajo del 5 por 100 alcanzado en 2000–; en cuanto a la zona euro, las últimas previsiones del Fondo rebajan el ritmo de crecimiento, que en otoño pasado se cifraba en el 3,4 por 100, al 2,4 por 100. Y para concluir tan desalentador panorama, al tercer gran polo económico mundial, el Japón, le auguran un panorama todavía más desalentador: un escuálido 0,6 por 100 en lugar del 1,8 por 100 pronosticado el otoño pasado. Es también pertinente resaltar que las últimas previsiones publicadas, las de la OCDE, contienen cifras que tampoco resultan muy alentadoras en la medida que incluyen un avance del 2,8 por 100 para la actividad del conjunto de los países miembros de la organización, del cual nada menos que un 3,1 por 100 correspondería a EE.UU., un 2,7 por 100 a la zona euro y un 2,9 por 100 a nuestro país.

Cierto es que las previsiones se hacen para equivocarse, pero aun admitiendo un cierto margen de error, es innegable que el crecimiento se está desacelerando en Europa y que aun cuando por vez primera en muchos años Europa vaya a crecer a un ritmo superior al de EE.UU., el Viejo Continente se verá afectado por problemas propios, uno de los cuales está, al parecer, enturbiando la política monetaria del BCE. Ese problema es la inflación, que por el momento supera holgadamente el objetivo del 2 por 100 habida cuenta de que cinco países que en conjunto suponen el 70 por 100 de la actividad de la zona euro –España, Alemania, Francia, Holanda e Irlanda– registraron una aceleración de la inflación en abril, mes en el cual las doce naciones miembros de dicha zona mostraron una inflación del 2,9 por 100 frente al 2,6 por 100 de marzo y que no parece que vaya a descender al menos hasta bien entrado el verano. En consecuencia, y teniendo presente que el BCE debe atender prioritariamente a la estabilidad de precios, no había excesivos motivos para presionar al Sr. Duisen-

berg y a sus colegas para que recortasen el precio del dinero salvo que, y para ello habrá que esperar algo más de tiempo, se revele que, como muchos temen, el crecimiento económico en Europa se desacelere a un ritmo más rápido que el previsto hoy por hoy. Pero en una muestra más del carácter aparentemente errático de las decisiones del BCE, el día antes de conocerse tan desalentadoras cifras sobre la evolución de la inflación, el Presidente del BCE anunciaba un descenso testimonial del tipo de intervención, que quedaba en el 4,5 por 100. Para explicar su decisión a unos mercados un tanto perplejos, los portavoces del Banco recurrieron al socorrido comentario de acuerdo con el cual “actuamos con un horizonte de 18 meses y las previsiones relativas a la estabilidad de precios en ese horizonte temporal explican la decisión del jueves [10 de mayo]”, insistiendo en la tesis según la cual la inflación actual es debida a “factores temporales tales como el precio de los alimentos” y que era más que probable que los precios descendiesen por debajo del 2 por 100 el año próximo.

Con este breve interludio europeo, ese era el contexto que permite explicar la decidida política monetaria llevada a cabo por el Sr. Greenspan; o sea, su deseo de utilizar los tipos de interés para animar a las empresas a invertir de nuevo, mantener así el empleo y reforzar la confianza de los consumidores. Si lo consigue habrá alcanzado el objetivo que se proponía: un “aterrizaje suave” o, dicho de otro modo, un descenso seguido de una recuperación económica rápida: la conocida “V”. El dilema reside en confirmar cuáles serán los efectos de esos recortes en el tipo de interés y más concretamente si llegará a consolidar una recuperación de los mercados bursátiles –la aportación del posible recorte fiscal propuesto por el Presidente Bush es más incierta, no sólo porque tardará en aprobarse sino, también, porque, como es sabido, sus efectos se manifiestan con mayor retraso que los inducidos por una política monetaria tan permisiva como la patrocinada por el Sr. Greenspan.

¿Pero no habrá medido mal sus fuerzas el hábil presidente del FED y está intentando una tarea imposible para la política monetaria, tarea que para muchos se traduce en mantener a toda costa una economía afectada por numerosos desequilibrios, que van desde una sobrevaloración de la mayoría de sus valores bur-

sátiles a un dólar inflado, un sector privado gravemente endeudado y una balanza por cuenta corriente cuyo saldo negativo es excesivo –al finalizar el tercer trimestre del año pasado era del 4,5 por 100 del PIB.

¿Puede hacer milagros la política monetaria?

Ésta es la pregunta que cabe plantearse a la vista de la veneración que durante los últimos años han venido profesando los mercados y la mayoría de los comentaristas económicos al Sr. Greenspan. Desgraciadamente la respuesta es negativa, pero el culto está tan arraigado que los escépticos se ven obligados a explicar con todo detalle cuáles son las bases de su distanciamiento y las premisas de su visión sobre los efectos reales de la política monetaria. A ellos van dirigidas las reflexiones que a continuación se presentan.

En un enunciado sencillo conviene destacar cuatro rasgos que podrían considerarse esenciales: a) los efectos de las decisiones de política monetaria sobre las variables nominales y reales suelen modularse de acuerdo a cuáles sean los diversos horizontes temporales; b) si bien es cierto que las medidas adoptadas por los bancos centrales influyen en la evolución de una economía, no lo es menos que aquélla es también influida por ésta; c) que normalmente no es fácil calibrar si una determinada política monetaria es “acomodatícia”, “restrictiva” o “laxa”; d) que los bancos centrales operan siempre en un determinado marco cuyos rasgos básicos difieren de un país al otro ya que no son iguales ni el funcionamiento de los mercados de bienes y productos, ni la tasa de inflación ni, incluso, la reputación del propio banco central (1).

Y hablando de los bancos centrales, pues a ellos se refiere este modesto punto de vista, debería distinguirse dos horizontes a la hora de analizar sus actuaciones. A *medio plazo* está suficientemente probado que la inflación es un fenómeno monetario y, por ende, que los bancos centrales no pueden incrementar el crecimiento y el bienestar de un país por medio de la inflación y, por el contrario, sí pueden dejar que esta última perjudique la actividad económica. Numerosos estudios empíricos demuestran la existencia de una elevada correlación entre la tasa de crecimiento de la oferta monetaria y la tasa de inflación. En el caso de Europa ello

plantea el problema de la coexistencia entre una política monetaria única y diferentes tasas de inflación en los países de la llamada “zona euro”. A *corto plazo* las cosas están menos claras pues el objetivo de influir en los precios sin afectar a las condiciones económicas reales únicamente resulta posible en un mundo en el cual los mercados de bienes y productos son plenamente flexibles y se ajustan instantáneamente y en el cual, igualmente, los agentes económicos están bien informados y actúan racionalmente.

Es claro que este marco ideal está muy alejado de la realidad cotidiana y, ni que decir tiene, más en Europa que en los EE.UU. Esto lleva a pensar que en el caso del FED, que opera en un contexto económico caracterizado por precios y salarios flexibles, los efectos reales que su política monetaria puede ejercer sobre las variables económicas son debidos fundamentalmente a la imperfecta información de los agentes económicos –o a una actuación no siempre racional–, con lo cual una de sus consecuencias sería que los crípticos mensajes a que tan habituados nos tiene el Sr. Greenspan han podido contribuir a provocar algunos de los efectos que una política monetaria rectamente entendida debe considerar como indeseables. El caso europeo constituye un escenario diferente. Aquí parece claro que los mercados de bienes y productos son mucho menos flexibles, razón por la cual la reacción de los agentes económicos –que no tienen por qué estar mejor informados ni ser más racionales que los americanos– y su grado de comprensión de los propósitos de la autoridad monetaria, cobran una importancia peculiar. Por tanto, si, como se ha afirmado en multitud de ocasiones, la política del BCE no es correctamente transmitida o entendida en sus justos términos por los agentes económicos –es por esta razón que la pedante afirmación del Sr. Duisenberg, a propósito de la conveniencia de sorprender en ocasiones a los mercados, revela una concepción periclitada de lo que debe ser la estrategia adecuada de un banquero central–, existen muchas más probabilidades de que la política monetaria tenga mayores efectos reales sobre las variables económicas y menores sobre los precios que los deseados, obligando al banco central a extremar hasta lo imposible una cuidadosa instrumentación de sus decisiones, pero sin que ello elimine completamente las incertidumbres.

Todo ello nos lleva de la mano a una cuestión crucial al analizar la eficacia de la política monetaria: se está hablando de la credibilidad de la política monetaria en la formación de las expectativas. Y es que si, como todo parece indicar, las posibilidades de beneficiarse de una compensación entre inflación y paro son menores en Europa que en EE.UU., la credibilidad de la política monetaria pasa a ocupar un primer plano, pues en la medida en que el banco central resulte más creíble en el mantenimiento del objetivo de conseguir la estabilidad monetaria y de precios, las expectativas del público se verán favorablemente influidas y la volatilidad de la alternativa inflación/paro se reducirá en beneficio de todos los agentes económicos. Así las cosas, la experiencia española, por hablar de la más próxima y de la que en principio conocemos mejor, revela que si la política de estabilidad de precios del banco central es creíble, un impacto inflacionista –por ejemplo, un aumento súbito del precio del petróleo– afectará en menor medida a las expectativas de los agentes económicos y, por consiguiente, a la propia tasa de inflación corriente, con lo cual la contracción en la actividad económica será menor y el banco central dispondrá de un mayor margen de maniobra para manipular su política de tipos de interés.

La exigencia de un elevado grado de credibilidad de la política monetaria instrumentada por el banco central cobra aún más importancia si se tienen en cuenta otros dos aspectos complementarios: el grado de rigidez de los salarios nominales y reales, así como las posibilidades existentes de aprovecharse de una cierta compensación entre inflación y paro cuando la economía vive instalada en un marco de inflación baja. Estudios recientes⁽²⁾ indican que en Europa el grado de rigidez de los salarios reales es bastante superior al existente en EE.UU. –debido especialmente a la estructura y características institucionales de los mercados de trabajo y las prácticas de negociación salarial–; por otro lado, el margen de maniobra que una política monetaria relativamente acomodaticia podría obtener en el campo de la reducción del paro sería mucho menor a este lado del Atlántico, lo cual apunta a que las elevadas tasas de paro existentes en nuestro continente son debidas, principalmente, a causas estructurales que los gobiernos no se han atrevido a remover por motivos muy diversos.

Ha llegado la hora de preguntarse qué efectos pensaba obtener el Sr. Greenspan con sus decisiones de reducir los tipos de interés. Pues bien, los estudios empíricos disponibles⁽³⁾ indican que la política monetaria origina unos resultados a corto plazo sobre la actividad que alcanzan el punto máximo entre los 4 y los 8 trimestres, y que los efectos sobre los precios requieren algo más de tiempo. Más concretamente, en el caso de la zona euro, la política monetaria registra su efecto más pronunciado sobre la actividad entre los trimestres sexto a décimo mientras que los precios comienzan a ajustarse a partir de los doce meses aproximadamente. Si estos resultados no resultan demasiado errados habrá llegado el momento de preguntarse más tranquilamente cuáles eran los objetivos a corto plazo perseguidos por la Reserva Federal con su frenética rebaja de tipos de interés. Los defensores de dicha política podrán, acaso, aducir que ha sido la celeridad mostrada por el Sr. Greenspan la que ha evitado una recesión, convirtiéndola en un “suave aterrizaje”; por el contrario, los escépticos quizás sigan pensando que los esfuerzos del presidente del banco central americano han tenido más que ver con su obsesión por mantener unos precios altos en los mercados de valores como medio de apuntalar el consumo privado aun a costa de dejar sin resolver cuestiones tan básicas como el endeudamiento del sector privado y el profundo desequilibrio de la balanza por cuenta corriente americana.

El tiempo dictará quienes estaban en lo cierto y quienes se equivocaban, pero ello no es óbice para que nos planteemos un par de cuestiones no del todo ajenas a esta discusión. La primera insiste en la necesidad de que la política monetaria se decida e instrumente con un horizonte temporal relativamente amplio; y es que, habida cuenta de los retrasos con los cuales operan sus efectos sobre la actividad y los precios, los responsables monetarios deben actuar siempre preventivamente, intentando impedir fluctuaciones indeseadas y acusadas en las variables económicas sobre las que intentan influir. Esto se encuentra muy ligado a lo que se ha denominado “el problema de la inconsistencia temporal”, que no significa sino que los bancos centrales están obligados a evitar cuidadosamente la tentación de dejarse influir por las posibles ventajas a corto de sus decisiones –por ejemplo, reactivar a corto una de-

manda adormecida pensando que ello no afectará a la inflación a medio plazo—, ya sea por propia decisión, ya porque ceden a presiones externas, habitualmente las de los responsables políticos, cuyo horizonte temporal es por naturaleza mucho más corto.

La siguiente preocupación tiene que ver con la política fiscal y se refiere a la conveniencia de que ambos instrumentos se manejen con la mayor coordinación posible. No se descubre nada nuevo cuando se afirma que una política fiscal irresponsable puede hacer la vida muy difícil a un banco central preocupado con la senda de crecimiento y estabilidad a medio y largo plazo de la economía en cuestión —¡ejemplos no nos han faltado en España!—. La observación es especialmente pertinente hoy en día en EE.UU., cuando se está negociando un plan de reducción de impuestos basado en unas proyecciones de superávit presupuestario que va desde los 281.000 millones de dólares este año a los casi 900.000 en 2011 o, en términos acumulados unos 5.730 miles de millones para esa fecha, que es la misma en la cual la Reserva Federal prevé que será posible amortizar toda la deuda federal viva. Cierto que estas previsiones optimistas se basan en una política de contención del gasto que resultará difícil de mantener durante esos años, pero lo que aquí preocupa es que, si bien los efectos de los posibles recortes de impuestos que puedan decidirse este año se reflejarán por vez primera en 2002, y aun cuando sus efectos serán probablemente moderados al principio —se estima que su aportación al crecimiento del PIB será del orden de medio punto—, pueden confluir con los generados por la política monetaria agresivamente expansiva iniciada desde principios de año por el Sr. Greenspan y dar lugar a resultados que nadie sabe si serán los más adecuados en esos momentos.

A modo de conclusión

Durante once años, la economía americana ha vivido la era de crecimiento y prosperidad más dilatada de su historia. Basada, por un lado, en un ritmo de la productividad muy elevado gracias al impulso dado por las nuevas tecnologías, y, por otro, en que la mayoría de los americanos han llegado a creerse que el ciclo económico era cosa del pasado y, por tanto, que los consumidores podían gastar sin límite porque la vertiginosa subida del precio de

sus acciones alimentaba ininterrumpidamente su riqueza, que los empresarios podían invertir con la seguridad de una demanda inalterable para sus productos y asegurar así unos beneficios crecientes, que los bancos podían prestar sin correr riesgos y que, por último, la Bolsa proporcionaba un maná maravilloso del cual sólo los tontos o los pobres de solemnidad se privaban.

Pero ha resultado que no era así y, como es habitual en semejantes ocasiones, han sido los mercados bursátiles los primeros en comenzar a enviar señales de que el ciclo económico no era, desgraciadamente, una reliquia del pasado. Los primeros síntomas, aparecidos a comienzos de la primavera del pasado año, han hecho realidad los peores temores y planteado el difícil dilema de cómo lograr una transición suave desde un crecimiento insostenible, por lo acelerado, a una suave desaceleración que permitiese un muy necesario ajuste de los desequilibrios macroeconómicos que la economía americana viene padeciendo desde hace tiempo. Con esta perspectiva tenía que ser el banco central y su más respetado portavoz, el Sr. Greenspan, quienes emprendiera la cruzada para evitar el estallido de la famosa “burbuja” financiera y, en consecuencia, una recesión de la economía. El caso es que como no se había conocido desde la segunda Guerra Mundial un período alcista en la Bolsa tan prolongado resulta muy difícil pronosticar cuánto va a durar la fase bajista y aun más cuantificar, si es que se produce, que está por ver, cuán dilatada podría ser la recesión económica —16 meses ha sido la duración máxima en las registradas entre 1973–75 y 1981–82.

Sin embargo, la efectividad de la medicina prescrita por el FED suscita algunas dudas. Para empezar, la fase alcista del ciclo no se había visto acompañada de un alza apreciable de los tipos de interés —ni nominales ni reales—, lo cual plantea la incógnita respecto a la eficacia de las rápidas y fuertes reducciones decididas durante estos cinco meses. Pero concedamos a los responsables del banco central americano que, en efecto, los recortes de tipos tengan por objetivo prevenir una recesión que ellos fechaban para finales de este año o comienzos de 2002; pero es conocido que la política monetaria —incluso una tan decidida como la puesta ahora en práctica— lo más que puede hacer es paliar en parte una recesión, pero ja-

más detenerla. Y ello tanto más cuanto que, como sucede con las familias americanas, su nivel de endeudamiento y la inexistencia de tasas de ahorro apreciables, hacen sospechar que las reducciones de tipos de interés acaso incentiven el gasto bastante menos de lo que los usuales modelos econométricos predicen.

Si esto es así, la explicación más coherente de la actual política monetaria del banco central americano es que está apostando por reactivar los mercados bursátiles y, por ende, restablecer en buena parte la riqueza y la confianza de los consumidores americanos y apuntalar de nuevo los debilitados canales de financiación para las empresas. Si lo lograra se habría conseguido esa famosa "V" y el Sr. Greenspan se podría colocar la medalla de piloto instructor en aterrizajes suaves. Ahora bien, sería una ironía que el, en el pasado, predicador contra las "burbujas irracionales" fuese el artífice de la próxima. Y lo sería porque de esta forma se habría impedido comenzar el proceso de corrección de los profundos desequilibrios que padece la economía estadounidense.

¿Y qué decir de la economía europea? A este lado del Atlántico tenemos varios gobiernos, con sus diferentes políticas económicas –a pesar de los compromisos y los buenos deseos de la Comisión Europea–, un banco central novato, cuya actuación ha desconcertado casi siempre a los mercados, amén de una situación económica menos inequívoca. Aun cuando el ritmo de crecimiento parece más firme que en EE.UU. los síntomas de recesión amenazan con materializarse a medida que transcurre el tiempo y, simultáneamente, las rigideces estructurales pasan su factura en forma de una tasa de inflación cada vez más aleja-

da del objetivo establecido por el BCE. En situación tan comprometida lo que los agentes económicos y los mercados más necesitan es una institución que sepa definir y difundir unas expectativas creíbles. Con unos mercados de bienes y servicios más rígidos y un banco central menos respetado, las economías europeas se encuentran en peor situación coyuntural que la americana, siendo paradójicamente más favorable su posición básica. Muy probablemente ello sea debido a que los bancos centrales no sólo deben ser independientes sino que necesitan ser creíbles y, si bien la primera obligación del BCE es mantener la estabilidad de los precios, esto no impide que a corto plazo responda con flexibilidad a posibles desviaciones temporales del crecimiento respecto a su senda a medio plazo.

NOTAS

(1) Viñals, J., y Vallés, J., "On the Real Effects of Monetary Policy: A Central Banker's Views", *Discussion Paper Series*, nº 2241, Centre for Economic Policy Research; Poole, W., "Monetary Policy Rules?", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, marzo/abril 1999; Blinder, Alan S., *Central Banking in Theory and Practice*, The MIT Press, 1998; Mishkin, Frederic S., "What Should Central Banks Do?", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, noviembre/diciembre, 2000.

(2) Viñals, J., y Jimeno, J., "Monetary Union and Unemployment", en J. Frieden, D. Gross y E. Jones, eds., *The New Political Economy of EMU*, Rowland y Littlefield, 1998.

(3) Walsh, Carl E., *Monetary Theory and Policy*, The MIT Press, 1998, ofrece un amplio análisis de modelos aplicados a la economía americana; para Europa, Dornbusch, R.; Favero, C.; Giavazzi, F., "A Red Letter Day?", *Discusión Paper Series*, nº 1804, Center for Economic Policy Research; Monticelli, C., y Tristani, O., "What Does the Single Monetary Policy Do? A SVAR Benchmark for the European Central Bank", *Working Paper 2*, European Central Bank; así como el modelo del National Institute Global Econometric Model (NIGEM), citado por Viñals, J. en (1).