

Resumen de Prensa Comentario de Actualidad

Ramon Boixareu

“Siento decir que la independencia de la Reserva Federal no está gravada en piedra. La libertad de acción (*discretion*) del banco es una concesión estatutaria y puede ser retirada por estatuto”. (Alan Greenspan: *The Age of Turbulence*).

Para los críticos parece estar claro que, al igual que bajo Alan Greenspan, la Reserva Federal de Estados Unidos correrá siempre en auxilio de Wall Street. La reciente respuesta jubilosa de los agentes al recorte de 50 puntos básicos del tipo de interés a corto plazo podría justificar tal suposición. Pero el objetivo de la Reserva Federal no es acudir en auxilio de Wall Street cuando la bolsa comete locuras, sino que es más bien un desgraciado subproducto de la actuación del banco central en su labor de cumplir con su misión.

Sería magnífico que los responsables de la más aburrida de las crisis pudieran ser castigados sin dañar a millones de ciudadanos inocentes. Pero esto es imposible. Si la Reserva Federal cumple con su deber, ayuda al sector financiero. Este, sin duda, se recuperará y después de esto encontrará nuevas maneras, imaginativas e inesperadas, de generar una crisis todavía mayor de aquí a algunos años. Cuando esto ocurra, el sector esperará que la Reserva Federal haga lo que debe hacer y así lo estará esperando Wall Street: salvando la economía, con lo que salvará las finanzas. Hay un aspecto moral en todo ello, pero sólo para los pobres.

Sin embargo, ¿podrá la Reserva Federal acudir siempre en auxilio de la economía? La respuesta no es tan clara. La solución de cada crisis lleva consigo las semillas de la siguiente. Así, las facilidades dadas por la Reserva Federal con ocasión de la crisis asiática y rusa de 1997 y 1998 contribuyeron a la formación de la burbuja del mercado bursátil.

La dramática descongestión después del estallido de la burbuja en el año 2000 contribuyó al reciente *boom* inmobiliario. Las convulsiones en los mercados de dinero registradas al término de dicho *boom* condujeron al pronunciado recorte de los tipos de la semana pasada. De lo que se trata ahora es de saber a donde conducirá todo ello.

Una posible respuesta constituiría una auténtica pesadilla: la reaparición de la inflación. A lo largo del último cuarto de siglo, la Reserva Federal ha disfrutado de un medio ambiente global benigno, un medio ambiente de descenso, primero, y de ligerísimo aumento, después, de la inflación y de una caída de los tipos de interés, nominales y reales, lo que hizo posible que el banco central de EE.UU. moviera los tipos en respuesta a los choques sin temor ante posibles consecuencias inflacionistas. Esta libertad le confirió a la Reserva Federal la independencia y la autoridad que Bernanke heredó de su predecesor. Pero su independencia, como acaba de señalar Greenspan, no está esculpida en piedra. Todos los bancos centrales son criaturas de los políticos.

Tales preocupaciones parecen remotas en el momento presente. Es por esto por lo que el *Open Market Committee* pudo conseguir su unánime decisión de reducir los tipos, “con el fin de prevenir alguno de los efectos adversos para la economía en general que podían resultar de las perturbaciones de los mercados financieros”. Ahora bien, el mismo comité cree “que subsisten peligros de inflación, por lo que seguirá prestando atención a tal riesgo”. La Reserva Federal parece no haber tenido en cuenta los consejos de Martin Feldstein, de Harvard, quien, según dijo en la conferencia monetaria de Jackson Hole, abogó por un recorte de los tipos de hasta un punto y por la aceptación de un repunte de la inflación. Pero el caso es que la Reserva Federal ha ido en la dirección recomendada por Feldstein.

¿Cuán significativos, son, pues, los riesgos de inflación y por qué pueden ser importantes? Hoy, tales riesgos siguen siendo mínimos. Los precios al consumo subieron 1,9 por 100 en los doce meses que terminaron en agosto. Dada la probabilidad de un descenso del gasto en consumo, se puede prever que el crecimiento de la economía será más débil. Goldman Sachs sugiere que la expansión anual en los próximos tres trimestres estará entre el 1 y el 1,5 por 100. Para 2008, la previsión es de 1,8 por 100, muy por debajo de la tendencia. Si, como parece probable, el consumo se reduce apreciablemente, la economía se debilitará todavía más.

¿Significa esto que la Reserva Federal puede dejar de preocuparse por la inflación? No, porque las dudas existentes por lo que se refiere a su compromiso de defender por lo menos el poder de compra interno de la divisa hará que se tome esta obligación muy en serio. Pero tales dudas tienen su explicación, como lo demuestran las reacciones ante la reducción de los tipos de la semana pasada. Los mercados de acciones subieron. Pero también lo hicieron los tipos de interés a largo plazo, las expectativas inflacionistas y el precio del oro. El dólar bajó al menor nivel frente a las más importantes divisas. Además, los costes laborales unitarios aumentaron un 4,9 por 100 anual en el segundo trimestre de 2007, en la medida en que la mejora de la productividad se debilitó.

Desde luego, nada de todo esto es dramático, por ahora. El descenso del valor exterior del dólar es inevitable. Es más: dada la necesidad de compensar la menor demanda interior con un incremento de la exportación, tal descenso es incluso deseable. Bernanke puede decir que un dólar fuerte es bueno para la economía de Estados Unidos, pero sus palabras no conducen a ninguna parte y carecen de sentido.

En cualquier caso, la Reserva Federal no puede dar la impresión de que se desentiende del riesgo de inflación, precisamente porque la tentación de hacerlo es evidente. Interiormente, un gran número de familias ve como su principal activo, su casa, pierde valor. Un mayor nivel de los precios es por consiguiente una manera mucho menos dolorosa de restablecer el equilibrio que una caída de los precios nominales. Externamente, Norteamérica es un gran país deudor. Una substancial depreciación del dólar es por lo tanto una manera mucho menos dolorosa de transformarlo en un acreedor neto con excedentes por cuenta corriente dado que sus obligaciones están nominadas en dólares.

A la vista de todo ello, le va a ser muy difícil a la Reserva Federal convencer a los que han puesto su fe en el dólar de que el valor de este está asegurado. Esto no es un peligro remoto. En los mercados financieros, el futuro es aho-

ra. Si los poseedores de dólares concluyen que no es una moneda segura, soltarán la divisa y los activos según su futuro valor. Si esto ocurriera, la Reserva Federal se encontraría ante un dilema temible: reducir o no los tipos ante una caída del dólar y una subida de los tipos de interés a largo plazo. Su libertad de acción habría desaparecido, como ocurrió en 1979, cuando Paul Volker accedió a la presidencia del banco central. Una crisis política sobre su independencia podría producirse acto seguido, con lo que saldría muy mal parada su credibilidad. Además, incluso en el caso en que la Reserva Federal se atreviera a reducir los tipos a corto, ¿hasta qué punto esto beneficiaría a la economía si los tipos a largo plazo suben paralelamente?

La capacidad de la Reserva Federal para satisfacer a los políticos y a los inversores depende de que sepa defender su credibilidad en materia de inflación. Sin esto, la Reserva Federal no podría hacer frente a las crisis o mantener la producción al nivel potencial. La Reserva Federal puede muy bien haber acertado mostrándose audaz, la pasada semana, pero no puede jugar con la inflación. La credibilidad arduamente ganada es su principal activo. No debe perderlo.

(Martin Wolf, en *Financial Times* de 26/9: *The Fed must weigh inflation against the risk of recession*).

El reciente salto para arriba del euro frente al dólar —que le ha conducido a un nuevo record desde su creación en 1999, cerca, por cierto, del máximo absoluto (1,45 \$) alcanzado por el euro sintético en 1995— ha planteado ciertas preocupaciones. ¿Se ha pasado el euro? ¿Puede sostenerse en los presentes niveles? Estos interrogantes dominarán las discusiones sobre los tipos de cambio que tendrán lugar en la próxima reunión del Grupo de los Siete (G7) que se ha de celebrar en Washington dentro de 15 días.

Lo cierto es que los datos fundamentales (*fundamentals*) de la zona euro pocas veces han sido tan favorables comparados con los de Estados Unidos. Europa salió de la crisis global que siguió al estallido de la burbuja tecnológico-informática con unas finanzas públicas saneadas, una más rápida mejora de la productividad y una menor dependencia de las deslizantes tasas de ahorro que debían sostener su expansión económica.

En realidad, al principio de ninguna otra fase descendente del ciclo de las dos últimas décadas ha sido tan sólida la posición fiscal de la zona euro, de la misma manera que no había sido mejor el crecimiento de la productividad comparado con el de Norteamérica. Con unas exportaciones de la zona de los Brics (Brasil, Rusia, In-

dia y China) como parte de su PIB más de dos veces superior al de Estados Unidos, Eurolandia se halla también en mejores condiciones que USA para aprovecharse de la rápida expansión de las economías emergentes.

Incluso el insaciable apetito de China por la energía es menos negativo para la zona euro que para Estados Unidos, en la medida en que los elevados precios del petróleo han estimulado el gasto de los países productores de crudo en exportaciones de Eurolandia. De los dos mayores productores de petróleo, Arabia Saudita importa tres veces más y Rusia diez veces más de Europa que de Estados Unidos.

[...]

Con el dólar cotizándose a valores mínimos para la década, los dirigentes de la zona euro y otros países importantes harán oír sus preocupaciones por la debilidad

del dólar en la reunión del G7. Sin embargo, es difícil pensar que tales preocupaciones se traduzcan en acciones inmediatas, toda vez que Estados Unidos carece de los incentivos necesarios para colaborar en una operación interventora coordinada. Por lo demás, parece claro, todas las partes interesadas en la cuestión son conscientes de que una acción unilateral sólo puede ser eficaz en un corto período. Todo lo que los países que comercian con Estados Unidos pueden esperar conseguir es una caída del dólar ordenada. Esto exigirá unas políticas más expansivas susceptibles de acelerar el equilibrio de la balanza corriente de Norteamérica, por una parte, y sostener la expansión global y la confianza del mercado, por otro.

(David Woo, de Barclays Capital, en *Financial Times* de 4/10¹: *A strong euro will not dim the zone's prospects*).

¹ David Woo es un director ejecutivo de Barclays Capital.