

Editorial

*Impacto de la apertura
comercial de México y de
su integración a bloques comerciales
en el mercado mundial del tomate*

Ramón G. Guajardo Quiroga
Homero A. Elizondo Giacomán
página 1

¿Está haciendo Alan Greenspan lo correcto?

Ernesto Sepúlveda Villarreal
página 13

*Índice de precios al consumidor
correspondiente a julio y
agosto de 2003*
página 18

Entorno Económico



Ernesto Sepúlveda Villarreal

Facultad de Economía, UANL

Se ha criticado la rapidez y la intensidad con la que el Sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos ha relajado su postura monetaria desde principios de 2001, ya que ha venido reduciendo la tasa de los fondos federales hasta 1% a partir del 25 de junio de 2003.

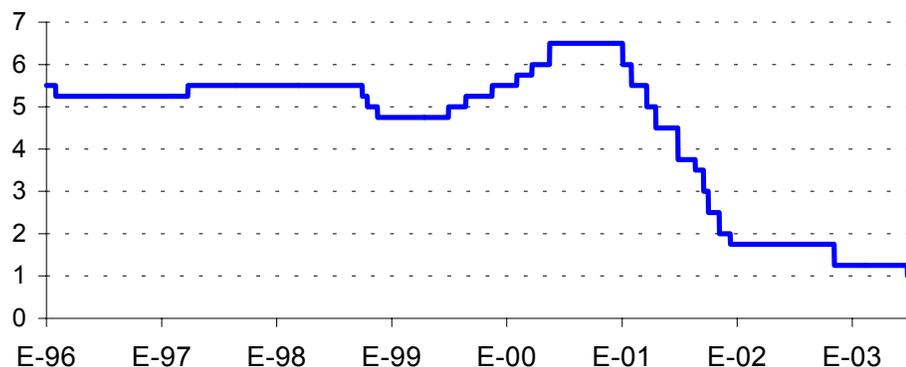
Ante esta inusitada inyección de liquidez, algunos especialistas argumentan que, lejos de contribuir a sentar las bases para una recuperación sostenida, la política monetaria de Alan Greenspan sólo ha creado una nueva burbuja especulativa, ahora en el mercado inmobiliario.

Sin embargo, en este ejercicio se ilustra claramente un lección elemental de Economía Internacional: en ocasiones un sólo instrumento de política económica es insuficiente para lograr al mismo tiempo dos objetivos: el equilibrio interno (crecimiento potencial) y el equilibrio externo (el apego del balance de cuenta corriente alrededor de un nivel sostenible).

Numerosos analistas han criticado la rapidez y la intensidad con la que el Sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED) ha relajado su postura monetaria desde principios de 2001. Y es que desde entonces, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de esta institución (FOMC) ha reducido la tasa de los fondos federales –instrumento empleado por el FED para conducir su política monetaria– 13 veces consecutivas, pasando de 6.5% al 2 de enero de 2001, a 1.0% a partir del 25 de junio de 2003. (Ver Gráfica 1.)

GRÁFICA 1

Tasa de los fondos federales objetivo fijada por el FOMC, % anual



Fuente: Board of Governors of the Federal Reserve System.

No se debe omitir señalar que un nivel tan bajo de la tasa de los fondos federales no se había observado en los Estados Unidos desde mediados de los años cincuenta. Asimismo, una reducción tan rápida de dicha tasa no es un fenómeno que se presente con frecuencia.

A pesar de ello, los mercados no tienen elementos para esperar una reversión de la laxitud de la política monetaria estadounidense, al menos en

* Licenciado en Economía por la Facultad de la Economía de la UANL (1985-1990); Maestro en Economía por el ITAM (1990-1992); y Doctor en Economía por la Universidad de Essex (1996-2001). Profesor de tiempo parcial en el ITAM (1992-1994) y profesor-investigador de tiempo completo en la Facultad de Economía de la UANL (2001-2002). Actualmente es asesor del Subgobernador del Banco de México, Everardo Elizondo Almaguer.

el futuro cercano.

El pasado 15 de julio, en su reporte semestral de política monetaria al Congreso norteamericano, Alan Greenspan, Presidente de la Junta de Gobierno del FED, defendió la política acomodaticia seguida por esa institución, destacando los signos de recuperación atribuibles (en parte) a la misma.

Pocos días después, el gobernador Ben S. Bernanke respaldó la misma posición, al señalar que un endurecimiento de la postura monetaria no sólo está lejos de materializarse, sino que de ser necesario, el FED recortaría aún más la tasa de referencia (“pudiendo llegar hasta cero”). Más aún, si eso no funciona, la institución podría recurrir a instrumentos de política monetaria “no tradicionales”, que incluyen, entre otros: la compra de bonos gubernamentales de largo plazo por parte del FED; el otorgamiento de préstamos a plazo a través de la ventanilla de descuento a tasas muy bajas; y la emisión de opciones para obtener crédito del FED, también a tasas mínimas.

Ante esta inusitada inyección de liquidez, algunos especialistas argumentan que, lejos de contribuir a sentar las bases para una recuperación sostenida, la política monetaria de Alan Greenspan sólo ha creado una nueva burbuja especulativa, ahora en el mercado inmobiliario, lo que entraña el grave peligro de que la historia reciente se repita. Recordemos que en la década de los noventa la euforia de los inversionistas en las empresas del sector de la tecnología de la información propició una enorme burbuja en el mercado accionario, cuyo rompimiento presumiblemente propició, en buena medida, la atonía actual en la economía norteamericana.

Legado de la Gran Depresión

Para ponderar objetivamente la actual política monetaria de los Estados Unidos, conviene, en primer lugar, recordar algunos aspectos clave de la historia económica de ese país y conocer el mandato legal del FED.

En su trabajo clásico: “A Monetary History of the United States, 1897-1960”, Milton Friedman señala la pasividad de la Reserva Federal (ante el colapso bursátil de 1929) como la principal causa de la Gran Depresión –fenómeno patológico mundial caracterizado por un agudo aumento del desempleo, acompañado de una lenta disminución del mismo.¹

La dinámica monetaria de la Gran Depresión fue más o menos así: después de que se rompió una gran burbuja especulativa en el mercado accionario norteamericano, algunos bancos quedaron en bancarrota –por la imposibilidad de muchos de sus clientes de cumplir con sus obligaciones. La quiebra de estos bancos contagió al resto del sistema bancario, ocasionando el cierre de numerosas instituciones financieras. Esto produjo una severa reducción del multiplicador monetario, contrayendo de igual manera la cantidad de dinero en la economía. La sustantiva disminución de la liquidez debilitó la demanda agregada, a tal grado, que los precios comenzaron a disminuir. Y una vez iniciada la deflación, nada podía estimular al consumo y a la inversión: incluso tasas de interés nominales cercanas a cero implicaban tasas reales muy elevadas, que no alentaban el gasto.

¿Cómo logró salir la economía norteamericana de tan penosa situación? En 1932 el nuevo gobierno norteamericano, encabezado por Franklin Roosevelt, emprendió diversas medidas para propiciar la recuperación económica, entre las que destacan: el fortalecimiento del sistema financiero y la provisión de la liquidez necesaria a la economía para recuperar su funcionamiento normal.

Aunque todavía subsiste el debate en cuanto a la importancia de los diversos factores que contribuyeron a la recuperación de la Gran Depresión, el estudio de Friedman dejó una lección clara: el FED debe actuar con oportunidad para prevenir una crisis de liquidez que puede derivar de cualquier fenómeno que atente contra el sano funcionamiento del sistema

bancario y la liquidez de la economía.

A consecuencia de la Gran Depresión, el funcionamiento de la FED y del sistema financiero norteamericano fue revisado. Además de instituir el seguro de depósito, con el propósito de prevenir pánicos bancarios, se sentaron las bases para el actual mandato de la FED: además de mantener la estabilidad de precios, el banco central norteamericano debe procurar que la economía opere a su nivel potencial (y salvaguardar el empleo). Estos son los dos cánones que rigen la conducción de la política monetaria en los Estados Unidos.

Liquidez, consumo y estabilidad

Sin embargo, la coyuntura económica actual en los Estados Unidos es completamente distinta a la ocurrida durante el tiempo de la Depresión. A diferencia de ese terrible episodio, el sistema financiero norteamericano actualmente se encuentra sólido y no existen indicios para pensar que la liquidez en la economía disminuyó seriamente como consecuencia del rompimiento de la burbuja especulativa de los años noventas.

Entonces, ¿A dónde se está yendo la dosis masiva de liquidez producto de la laxitud monetaria actual? Una ojeada a las cifras recientes de las cuentas nacionales puede ayudarnos a encontrar la respuesta.

La Tabla 1 muestra un resumen de las contribuciones de los principales componentes de la demanda agregada al cambio porcentual del PIB real de los Estados Unidos en los últimos cuatro años.² De ella destacan tres características interesantes:

- La economía estadounidense sufrió una severa desaceleración en 2001 y la recuperación ha sido parcial. (Al respecto, cabe mencionar que los especialistas del sector privado anticipan para el 2003 un crecimiento anual de 2.3%.)
- La desaceleración de 2001 se explica en primer lugar por un severa contracción de la inversión privada doméstica bruta, y en segundo lugar, por una desaceleración del gasto en consumo personal.
- El motor del crecimiento mostrado por la economía en 2002 es el gasto en consumo personal, y en segundo lugar, y mucho menos importante, el gasto de gobierno. Es claro que la inversión privada sigue estancada, en particular la inversión fija.

Entonces, la política monetaria expansiva de la FED está impactando principalmente al consumo de las familias norteamericanas. Este resultado no debe sorprendernos. Si hay algún

TABLA 1. RESUMEN DE LAS CONTRIBUCIONES AL CAMBIO PORCENTUAL DEL PIB REAL DE LOS ESTADOS UNIDOS

	1999	2000	2001	2002
<i>(Variación porcentual anual)</i>				
PIB	4.1	3.8	0.3	2.4
<i>(Puntos porcentuales)</i>				
Consumo	3.3	2.94	1.67	2.15
Inversión	1.15	1.08	-1.90	0.15
Inversión Fija	1.29	1.03	-0.65	-0.50
Cambio en inventarios	-0.15	0.06	-1.24	0.65
Exportaciones netas	-1.01	-0.75	-0.18	-0.67
Gasto de gobierno	0.68	0.49	0.65	0.81

Fuente: U.S Department of Commerce.

país en el que sus ciudadanos desde pequeños adopten una tendencia “natural” hacia el consumo, ése es los Estados Unidos de Norteamérica. Sin embargo, lo preocupante es, quizá, la forma en que la reactivación del consumo se está dando.

Las “desmedidas” bajas tasas de interés, consecuencia de la política monetaria de Alan Greenspan, han estimulado los mercado de activos reales, especialmente los inmobiliarios, propiciando una revaloración de los mismos. Dada la eficiencia de los mercados financieros norteamericanos, y a los avances de la tecnología de la información, es muy fácil para nuestros vecinos del norte convertir la mejora de sus estados de balance en efectivo casi instantáneamente, por ejemplo, mediante las operaciones financieras conocidas como “*Home Equity Credit Lines*”. La conversión de estos recursos “frescos” en consumo puede ser incluso todavía más rápida.

Es precisamente en esta forma de estimular el consumo donde los críticos encuentran el punto débil de la política monetaria del FED. Tarde o temprano toda burbuja especulativa termina por romperse, y de no repuntar en un futuro cercano la inversión física, y de continuar inflándose los precios de los activos reales, la posibilidad de ocurrencia de dicho evento se intensifica. El círculo se cierra al reconocer las severas implicaciones de un desplome del valor de los

activos reales: grave retroceso en el consumo, incremento sustancial en el nivel de apalancamiento de las economías familiares y, seguramente, y finalmente, la recesión tan temida.

Las cifras más recientes, afortunadamente, apuntan a que la burbuja en los mercados de activos reales ha perdido vigor en los últimos meses, y muy posiblemente, no se presente un rompimiento abrupto de la misma. Por ello, a la fecha, esta riesgo parece estar “bajo control”.

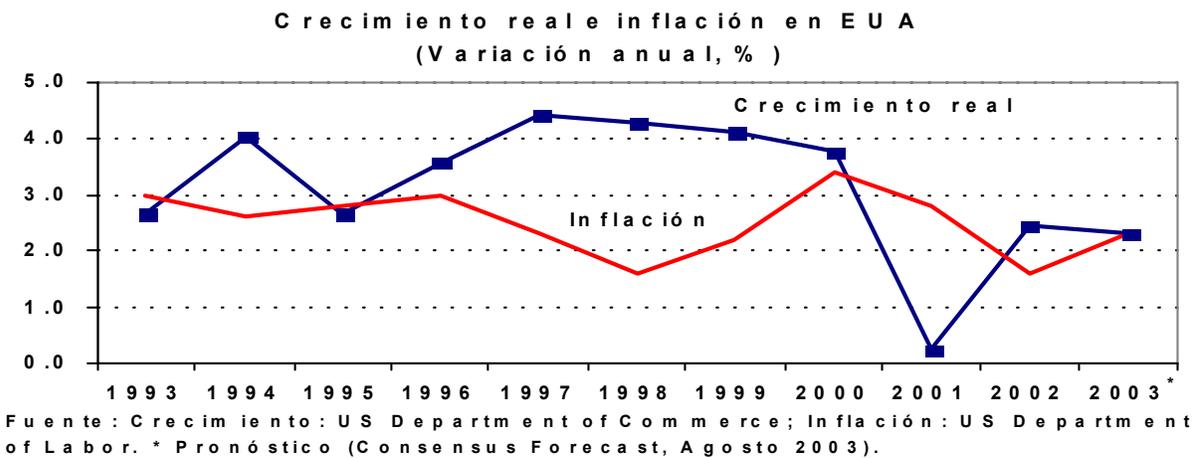
No obstante, el repertorio de críticas a la política monetaria es más amplio.

¿Representa la política monetaria instrumentada por Alan Greenspan una amenaza para la estabilidad de precios de la economía norteamericana? Después de todo, si el consumo sigue recuperándose como hasta ahora, y la inversión permanece estancada, eventualmente la economía norteamericana llegaría a un punto en que los precios comiencen a presionarse a la alza, y el objetivo de inflación se comprometa.

Sin embargo, nuevamente, las cifras demuestran que ese escenario, aunque posible, parece estar todavía muy alejado: el exceso de capacidad productiva en la economía norteamericana es todavía muy amplio.

La Gráfica 2 muestra el crecimiento real y la inflación de los Estados Unidos de 1993 a 2002 (y

GRÁFICA 2



los pronósticos de estas variables para 2003). De esta figura quedan claros dos aspectos centrales:

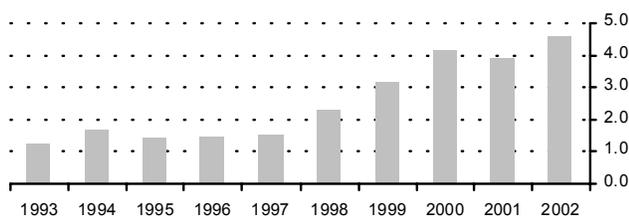
- En 2002 la inflación en los Estados Unidos fue pequeña (1.6%), y aunque los analistas del sector privado esperan un repunte importante para 2003 (2.3%), el nivel de esta variable todavía se encuentra bajo.
- Considerando un crecimiento natural de la economía norteamericana de alrededor de 3%, la tasa registrada en 2002 todavía está por debajo de su capacidad natural, y según los pronósticos, el crecimiento será muy similar en 2003. Mientras esta desviación, conocida como “*output gap*” sea positiva, la estabilidad de precios no será una amenaza, al menos desde un punto de vista teórico, para la estabilidad de precios.

Finalmente, uno de los riesgos que menos se han discutido, y que definitivamente debería captar más atención, es el efecto de la política monetaria seguida por el FED sobre el balance externo de los Estados Unidos.

La Gráfica 3 muestra el déficit de cuenta corriente de la economía norteamericana como proporción del PIB. Obsérvese que de 1993 a 1997 este indicador mantuvo una tendencia más o menos constante, alrededor de 1.5%. Sin embargo, a partir de 1998, se presenta un clara modificación de la tendencia –hacia el alza. En 2000 el déficit de cuenta corriente alcanza un máximo en 4.2%, para reducirse (temporalmente y como consecuencia de la desaceleración) a 3.9%

GRÁFICA 3

**Déficit de Cuenta Corriente de EUA
(% PIB)**



Fuente: US Department of Commerce.

en 2001. A pesar de que el dinamismo de la economía norteamericana todavía se encuentra lejos de los niveles registrados en los años previos (ver Gráfica 2) el indicador de referencia muestra un fuerte repunte en 2002, rebasando los niveles observados en los últimos 10 años.

Si bien la “explosión” del déficit en cuenta corriente no puede ser explicado por un sólo factor, indudablemente, la política monetaria instrumentada por Alan Greenspan ha contribuido a dicho resultado: un fuerte repunte en el consumo de las familias, que no es acompañado de un aumento similar de la producción interna, sólo puede ser cubierto a través de mayores importaciones.

Lo anterior no significa, por supuesto, que la política monetaria seguida por el FED sea “incorrecta”, y mucho menos que esté destinada al fracaso. Todo dependerá de cómo evolucionen los demás componentes de la demanda agregada, en especial la inversión doméstica y las exportaciones.

Sin embargo, el ejercicio anterior ilustra claramente un lección elemental de Economía Internacional: en ocasiones (como en la que actualmente se encuentra la economía norteamericana) un sólo instrumento de política económica es insuficiente para lograr al mismo tiempo dos objetivos: el equilibrio interno (crecimiento potencial) y el equilibrio externo (el apego del balance de cuenta corriente alrededor de un nivel sostenible).

Eventualmente, la inyección masiva de liquidez a la economía norteamericana podría enfrentar un límite “natural”, fijado por el balance externo. Y es responsabilidad del FED cambiar el rumbo de su política monetaria antes de que ello suceda.

Notas:

1. En 1929 la tasa de desempleo en los Estados Unidos era 3.2%. ¡Para 1933 se había incrementado a 24.9%! No fue sino hasta 1942 cuando retornó a 4.7%.
2. Dicha contribución se calcula multiplicando el crecimiento anual de cada componente de la demanda agregada por su participación en el producto interno bruto del año base de comparación.