

Estados Unidos, las políticas anticíclicas

y los desequilibrios
globales

MAURICIO DE LA CUBA*



*Jefe del Departamento de Economía Mundial. Las opiniones aquí expresadas no necesariamente representan la opinión del Banco Central.

El trabajo de la Reserva Federal consiste en retirar la jarra de sangría cuando la fiesta se anima.

William McChesney Martin

A inicios de esta década, Estados Unidos enfrentó, en forma casi simultánea, una serie de choques severos. Escándalos contables terminaban de reventar una burbuja bursátil, los precios del petróleo empezaban una tendencia al alza y los atentados del 11 de septiembre dañaban la confianza de consumidores e inversionistas. Los riesgos de una deflación, ya presente en Japón, se extendían hacia Estados Unidos y otras economías desarrolladas. Pero lo que parecía el inicio de una recesión terminó rápidamente y con un costo mínimo en términos de producto. Luego de una ligera desaceleración durante 2001 y 2002¹, la economía se recuperó y, dos años más tarde, registraba un crecimiento superior al cuatro por ciento a pesar de que algunos choques, como el del precio del petróleo, lejos de revertirse se acentuaron significativamente.

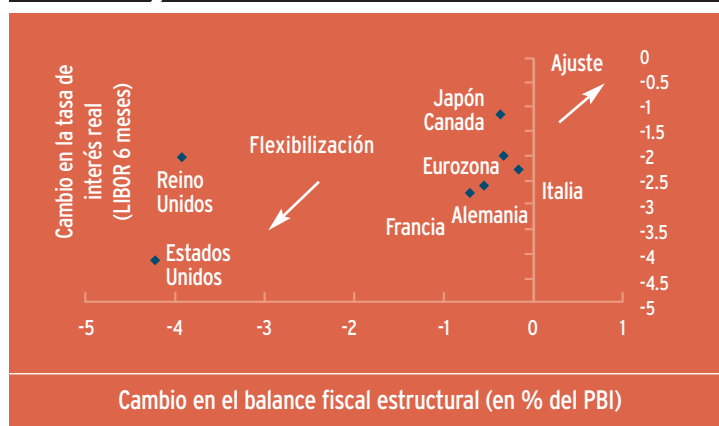
¿Cómo hizo Estados Unidos para evitar la recesión? La experiencia muestra que, bajo ciertas circunstancias, los países pueden aplicar las recetas de un libro de texto. Una economía en desaceleración, con el consumo y la inversión contraídos, con el riesgo de caer en una deflación, tiene la posibilidad de aplicar políticas monetarias y fiscales expansivas, siempre que el mercado las tolere. Y el mercado suele ser tolerante con las economías desarrolladas, en particular con una economía como la estadounidense que durante el extraordinario crecimiento de los años noventa había sido capaz de equilibrar sus finanzas públicas y elevar las tasas de interés. De este modo, se había ganado espacio de maniobra para aplicar las políticas que evitarían una recesión.

Rápidamente, reducciones de impuestos y aumentos de gasto llevaron a un incremento en el déficit fiscal, en medio de algunas críticas sobre el alcance de estas medidas². La política de la Reserva Federal (FED), por el contrario, no fue cuestionada y más bien hizo lo que el mercado esperaba: entre enero de 2001 y junio de 2003 redujo las tasas de interés desde 6,5 por ciento hasta 1 por

ciento y la mantuvo en ese nivel —el menor desde 1958— durante un año más. Otras economías desarrolladas veían cómo Estados Unidos hacía lo que ellos no podían. Alemania con una moneda común (y por lo tanto sin una política monetaria) tuvo además limitaciones para aplicar políticas fiscales expansivas por unas metas comunitarias que, paradójicamente, él mismo propuso. Japón con una tasa de interés que ya estaba en cero por ciento y con un alto nivel de deuda pública tampoco contaba con muchos grados de libertad. Estados Unidos —como se observa en el gráfico 1— utilizó al máximo el margen de maniobra ganado.

Con menores impuestos y tasas de interés más bajas, el consumo y la inversión se dinamizaron. Parafraseando a William McChesney Martin, presidente de la FED durante casi dos décadas, lo que hizo la Reserva Federal, con apoyo del fisco, fue poner una jarra de sangría para animar la fiesta. Y la fiesta se animó tan rápido que, al poco tiempo, las autoridades empezaron a advertir que ya era hora de hacer un ajuste. Ni siquiera una economía desarrollada, con toda la credibilidad que tiene en los mercados, puede obviar los desequilibrios macroeconómicos que las políticas expansivas generan. Las fiestas no pueden durar para siempre en ninguna parte del mundo.

GRÁFICO 1 Cambios en la política fiscal y monetaria: 2000-2004



FUENTE: FMI, WORLD ECONOMIC OUTLOOK, ABRIL DE 2005

¹ En 2001 y 2002 la economía creció 0,8 y 1,6 por ciento, respectivamente. En otros años de ajuste, las tasas de crecimiento fueron incluso negativas. En 1974 y 1975 (durante la crisis de petróleo) la economía se contrajo 0,7 por ciento. En 1982, cuando la FED elevó las tasas de interés, el producto cayó 1,9 por ciento. Y en 1991, durante la guerra de Irak, el producto disminuyó 0,2 por ciento.

² Se puede consultar, por ejemplo, las críticas de Paul Krugman en el Financial Times.

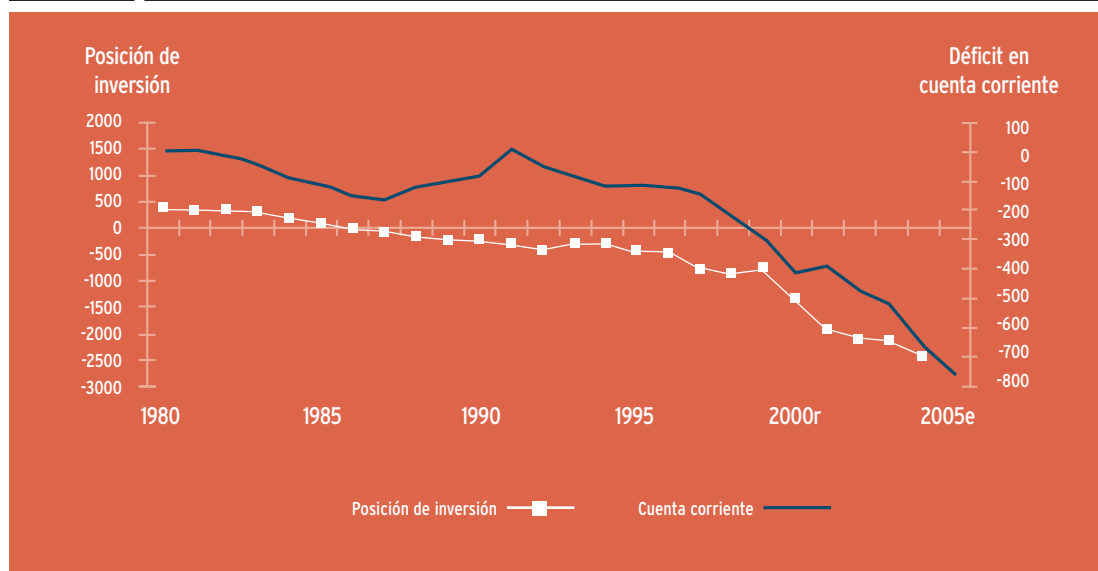
Cuando un gobierno tiene déficit significa que gasta por encima de sus ingresos y, por tanto, la deuda aumenta cada año. Lo mismo sucede con los agentes privados que consumen e invierten por encima de su ingreso, lo que supone que están permanentemente incrementando su nivel de deuda (en el caso particular de Estados Unidos, el sector privado ya enfrentaba un importante déficit hacia fines de los noventa). En términos agregados, Estados Unidos gasta más de lo que produce y la diferencia, que equivale a alrededor de 6 por ciento del producto, la adquiere del exterior. Y en el exterior sucede exactamente lo contrario: Asia y los países exportadores de petróleo gastan por debajo de su ingreso y generan los superávits en cuenta corriente que permiten proveer los bienes y servicios que los estadounidenses demandan.

Al mismo tiempo, todo déficit en cuenta corriente necesita ser financiado con capitales. Estados Unidos requiere atraer recursos por un monto equivalente a aproximadamente US\$ 1 500 millones diarios. Quienes compran acciones en la bolsa norteamericana, adquieren bonos del Tesoro Americano, invierten en Estados Unidos o mantienen reservas en dólares, contribuyen a financiar este déficit. El resto del mundo, ese que hoy gasta por debajo de su ingreso, tiene una posición acreedora en dólares que en los últimos años se ha triplicado y que, según diversas estimaciones, hoy se aproxima a los US\$ 3 billones (o US\$ 3 trillones americanos)³.

En un contexto de elevado déficit en cuenta corriente y de posición deudora creciente, la FED, esta vez con poca ayuda del fisco, ha retirado la jarra de sangría. Desde junio de 2004, la FED ha elevado la tasa de interés en catorce oportunidades hasta ubicarla en 4,5 por ciento. Sin embargo, ha enfrentado un problema. Cuando en 2001 inició su política de reducción de tasas, las de plazos más largos también se redujeron aunque en una magnitud menor. Hoy en día, la elevación de la tasa de la FED no ha influido significativamente en las tasas de plazos largos por lo que el impacto sobre el gasto no estaría siendo totalmente efectivo. La FED ha retirado la jarra de sangría, pero los asistentes a la fiesta se han agen-

1500
millones de dólares diarios
requiere EE.UU. para financiar
su déficit en cuenta
corriente

GRÁFICO 2 | Cuenta corriente y posición de Inversión
 (Miles de millones de US\$)



FUENTE: BEUREAU OF ECONOMIC ANALYSIS Y FMI

³ El último dato oficial disponible muestra que Estados Unidos tienen una posición deudora de US\$ 2,542 billones en 2004, mientras que en 1999 era de US\$ 1 037 billones.

⁴ Una evaluación de la deuda de Estados Unidos se pueden encontrar en Cline, William (2005), United States as a Debtor Nation, Institute for International Economics (www.iie.com).

GRÁFICO 3 ■ Tasa de la FED y de los Bonos a 10 años



FUENTE: BLOOMBERG

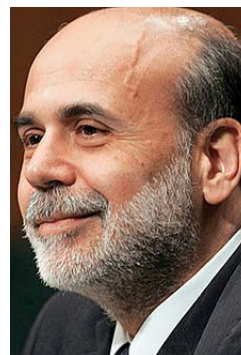
ciado de licor por otro lado. Quienes, entre otros, permiten que la fiesta siga son los países que tienen importantes superávits comerciales y que con esas divisas siguen demandando títulos en dólares (lo que, a su vez, ha significado un cambio importante en la composición del financiamiento donde la participación de la inversión directa ha disminuido significativamente). Y conforme el tiempo pasa, la posición deudora de Estados Unidos aumenta⁴.

Los riesgos de esta situación son grandes. Si, por ejemplo, el mundo decidiera de un momento a otro vender parte de sus tenencias de bonos del Tesoro Americano u otros activos denominados en dólares, no habría forma de absorber esa oferta y el dólar se debilitaría⁵. A su vez, una menor demanda por esos títulos haría que las tasas de largo plazo se ajusten rápidamente y el mercado inmobiliario, sensible a estos movimientos, sufra una caída. En este contexto de incremento brusco de tasas, depreciación del dólar y de caída en la riqueza, la economía norteamericana enfrentaría una contracción brusca y significativa que repercutiría sobre el resto del mundo⁶.

No se puede predecir si es que un ajuste de este tipo se va a dar en el corto plazo, en especial porque Estados Unidos, a pesar de todo, sigue siendo una economía más dinámica que otras economías desarrolladas. Pero el riesgo está latente y conforme el tiempo pasa, la magnitud del desequilibrio



ALAN GREENSPAN



BEN BERNANKE

se hace mayor. Por ello se viene hablando de la necesidad de una coordinación de políticas para ir corrigiendo estos desequilibrios globales. Esta coordinación supone que Estados Unidos modere su gasto (incluyendo en este ajuste también al sector público), que los países que no gastan mucho empiecen a hacerlo y que se flexibilicen los regímenes cambiarios en países que han mantenido superávits comerciales en parte gracias a monedas subvaluadas⁷. Si los ajustes ordenados no se dan, si la fiesta no acaba gradualmente con un retiro ordenado de los invitados, el riesgo de que la fiesta termine con un abrupto corte de luz será cada vez mayor. ■

⁵ En un escenario de ajuste gradual, Obstfeld y Rogoff estiman que la depreciación del dólar sería de 33 por ciento y mayor en el caso de un ajuste brusco. Ver Obstfeld, Maurice y Rogoff, Kenneth (2005) Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments. Tomado de la página web www.economics.harvard.edu/faculty/rogoff/papers/BPEA2005.pdf.

⁶ Si la depreciación genera presiones inflacionarias significativas, la FED podría responder con alzas adicionales en la tasa de interés, acentuando la recesión.

⁷ Al respecto se puede consultar (i) Cline, William (2005) The Case for a New Plaza Agreement en Policy Brief in International Economics No. PB05-4 (diciembre 2005) y (ii) Rajan, Raghuram (2006) Perspectives on Global Imbalances (página web del FMI, www.imf.org).