

EE.UU.: apresuradas subas en los mercados podrían impedir una recuperación sostenible

Las presiones inflacionarias en Estados Unidos continúan contenidas por el impacto de la gran contracción que generó la crisis financiera. Sin embargo, preocupa el potencial efecto inflacionario que podrían generar las excesivas reservas que utilizó la FED para comprar activos tóxicos de los bancos. Si a medida que se afianza la recuperación, los Bancos utilizan esa masa de dinero para otorgar préstamos, la inflación podría acelerarse. Sobre ese esquema la Reserva Federal está definiendo la "estrategia de salida" para el año próximo. Casi se descuenta que el ajuste será gradual, pero la gran duda es cómo se moverán los mercados. Si se consolidan las fuertes subas actuales de los mercados, América latina podría revivir la mala experiencia de la inflación 2006-2008 y crece el riesgo de una nueva recaída a mediano plazo.

1) EE.UU.: ¿la inflación acecha?

- El Índice de Precios al Consumidor (IPC) en EEUU acumula 7 meses seguidos de caídas en la medición anual, con algunas bajas profundas como el 1,9% registrado en julio. Y si bien el indicador de los precios más importante para la Fed, el deflactor del gasto de consumo personal no muestra una deflación como el IPC, aún refleja un desempeño moderado.
- La ausencia de presiones inflacionarias en Estados Unidos le viene permitiendo a la Fed concentrarse en rescatar a la economía actuando como prestamista de última instancia, comprando la inmensa cantidad de activos problemáticos que jaqueaban al sistema bancario y que las entidades financieras no podían colocar en el mercado.
- Pero para pagar los activos "tóxicos" que compró durante la "flexibilización cuantitativa", el organismo monetario acreditó a los bancos una cantidad descomunal de reservas excesivas en su balance. Según los últimos datos, las entidades financieras tendrían más de 1,1 billones de dólares depositados en el banco central.
- Lo que comenzó a preocupar a la Fed es que en los próximos meses, a medida que se afiance la recuperación, los bancos puedan utilizar de a poco esa enorme cantidad de reservas para ofrecer créditos, trasladando a los agregados monetarios más amplios la expansión del pasivo del instituto emisor y presionando los precios.

Proyecciones Macroeconómicas de la FED para EE.UU.
datos en %

	Tendencia central			
	2009	2010	2011	Largo plazo
Variación PIB real	-1,5 a -1,0	2,1 a 3,3	3,8 a 4,6	2,5 a 2,7
Tasa de desempleo	9,8 a 10,1	9,5 a 9,8	8,4 a 8,8	4,8 a 5,0
Indice inflación PCE	1,0 a 1,4	1,2 a 1,8	1,1 a 2,0	1,7 a 2,0
Indice inflación PCE subyacente	1,0 a 1,5	0,7 a 1,3	0,8 a 1,6	

- Si el crédito comenzara a multiplicarse y el banco central no hiciera nada, entonces la inflación podría acelerarse por encima de lo que prevé la Fed, golpeando aún más a los dañados presupuestos familiares y oscureciendo las perspectivas de una recuperación que ya deberá lidiar con una elevada tasa de desempleo.

- De hecho, aún sin señales de que los bancos hayan empezado a girar todo el dinero nuevo creado por la Fed, la bolsa y el crédito ya entraron en un estado de efervescencia en la que el precio del petróleo se duplicó en sólo 4 meses y llegó a sus máximos del año, augurando un alza del costo del combustible y una mayor inflación.

- A comienzos de octubre, el presidente de la Fed, Ben Bernanke, explicó la “estrategia de salida”, es decir, el ajuste gradual que seguiría para desactivar el riesgo inflacionario de la flexibilización cuantitativa. Las medidas, que según se cree se aplicarían cuando se afirme la recuperación el próximo año, serían las siguientes:

- a) Disminución de los préstamos de emergencia de la Fed.
- b) Alza en la tasa de interés para depósitos de bancos en el organismo monetario.
- c) Aumento de las operaciones de pasivos pasivos.
- d) Posibilidad de que los bancos tengan depósitos a plazo fijo en el banco central.
- e) Ventas de activos actualmente en poder de la Reserva Federal.

2) Escenarios y riesgos

- El cuadro que sigue a continuación sintetiza el panorama que enfrenta la Fed (mercados tranquilos o nueva burbuja) y sus dos cursos de acción (ajuste gradual o fuerte). Los colores indican el riesgo de cada escenario: verde, escaso; amarillo, mediano; y rojo, grande.

	Mercados tranquilos	Nueva burbuja financiera
Ajuste gradual	Escenario 1 - Nueva normalidad: recuperación sin empleo larga (2010-2011)	Escenario 2 - Fuerte riesgo de desplome a mediano plazo y recaída en la Contracción
Ajuste fuerte	Escenario 3 - Fuerte riesgo de recaída veloz en la Contracción	Escenario 4 - Riesgo de recaída veloz en la Contracción

- Escenario 1: Probable. Este escenario ocurriría en el caso que los mercados se comporten en forma moderada y la Fed aplique un ajuste gradual durante la reactivación de 2010, cumpliendo sus proyecciones actuales. Esta restricción limitaría la recuperación y mantendría un desempleo alto (10%-12%), pero sin riesgo mayor de recaída (ahora o más adelante) en la contracción.

- Después de esa fase, la economía consolidaría su modelo actual, lo que algunos llaman la “Nueva normalidad”. Hacia 2012, de la mano de una reactivación del empleo y

un repunte de la confianza, el Gobierno finalmente debería disponer reformas estructurales para encarrilar la economía a largo plazo.

- Escenario 2: Probable. En los mercados se produce una nueva burbuja y la Fed aplica un ajuste gradual que resulta inefectivo (como en 1999-2000 y 2004-2006). En este caso, habrá un fuerte riesgo de que la economía se encamine hacia un nuevo desplome a mediano plazo y a una eventual recaída en la Gran Contracción.
- Escenario 3: Muy poco probable. Ante unos mercados que se comportan en forma ordenada, la Fed dispone un ajuste grande con riesgo fuerte de un nuevo hundimiento en la Contracción. Pero difícilmente cometa el error de retirar abruptamente el estímulo en una economía sin recuperación, como lo hizo durante la Gran Depresión.
- Escenario 4: Poco probable. En los mercados surge otra burbuja y la Fed, en lugar de aplicar la receta del inefectivo ajuste gradual, dispone una restricción fuerte para contrarrestar el desequilibrio. En este caso, el banco central podría tener éxito (como en 1988 y 1994), aunque también correría un alto riesgo de una veloz recaída.

3) Claves a considerar: mercados, tasa de ahorro y funcionarios

- Hasta unos días atrás, los flujos especulativos que tienen una enorme influencia en la economía de EEUU desde fines de los años 90, y que en parte contribuyeron a la expansión artificial de los últimos años que estalló en 2008, parecían haberse calmado. Por eso, el Escenario 1 (mercados tranquilos con ajuste gradual) era más probable que el 2 (nueva burbuja financiera con ajuste gradual).
- Pero las probabilidades de ambos panoramas se igualaron cuando el índice Dow Jones de la Bolsa de Nueva York cerró arriba de los 10.000 puntos, haciendo pensar que podría estar gestándose una nueva burbuja. La pregunta ahora es: ¿volverán a moderarse los mercados, o se dispararán todavía más al alza?
- Cuando se observan los distintos indicadores para tratar de interpretar la situación de la economía de EEUU, no hay que olvidar una variable fundamental: la tasa de ahorro. En pocas palabras, este dato muestra la verdadera solvencia de los estadounidenses y por lo tanto de la recuperación. En agosto, era de sólo 3,0%, un nivel muy malo.
- Esa tasa de ahorro baja, derivada de un proceso crónico de descenso de los ingresos y acumulación de capas de gastos, expone gravemente a EEUU a la inflación, a los ajustes monetarios inoportunos y las caídas financieras. La persistencia de este problema estructural, más allá de cualquier reactivación coyuntural, es muy peligrosa.
- Un tercer factor a tener en cuenta es la calidad de la gestión económica, aunque obviamente para esto no existen indicadores cuantitativos. Una guía útil para evaluar el desempeño de la Fed es el grado de consenso entre sus funcionarios. Últimamente, no han mostrado mucha coincidencia sobre el rumbo a seguir en la política económica.

4) Implicaciones para los mercados emergentes

- El Escenario 1 ofrece un panorama externo estable para los países de mercados emergentes, aunque ciertamente eso no garantiza una buena evolución económica en estas naciones, lo que en definitiva, dependerá de su propia estrategia para adaptarse a la "Nueva normalidad".
- En este panorama, en Argentina y Venezuela el riesgo sería un aumento sólo moderado de la inflación, pero sobre un ritmo ya alto. En Chile, Perú y Colombia sería la persistencia del desempleo elevado. México y Brasil tendrían tasas de inflación y desempleo más bajas que sus vecinos, aunque dañinas para su vasta población pobre.
- El Escenario 2, por más que implicaría una mejora del intercambio comercial y de los flujos de capitales hacia los mercados emergentes y América Latina, también supondría una reiteración poco feliz de los problemas que enfrentó el mundo en desarrollo hace poco, en 2007 y 2008.
- Si se da este escenario, la inflación en Argentina y Venezuela podría alcanzar tasas mucho más altas, al tiempo que Chile, Perú y Colombia verían también incrementos de precios que contrastarían con alguna tenue reducción del desempleo. En México y Brasil, la mejora del mercado laboral sería más palpable, pero la inflación también.
- La historia no tiene por qué repetirse, pero en las últimas décadas, las caídas grandes de la economía de EEUU y las recuperaciones sin empleo que les siguieron fueron acompañadas por crisis grandes en Latinoamérica: el problema de la deuda a inicios de los '80, la hiperinflación de los '90 y la crisis argentina hace unos ocho años son algunos ejemplos.

Balance de la Fed - Enero 2007 (en miles de millones de US \$)

Activo	878,5	Pasivo	847,9
Bonos del Tesoro	778,9	Billetes en poder del público	781,3
Activos respaldados por hipotecas	0	Depósitos de entidades	0
Crédito subastas a término	0		
Valores de deuda agencias federales	0		
Otros	99,6	Otros	66,6
Capital			30,6

Balance de la Fed - Octubre 2009 (en miles de millones de US \$)

Activo	2.141,2	Pasivo	2.090,1
Bonos del Tesoro	769,2	Billetes en poder del público	876,1
Activos respaldados por hipotecas	692,3	Depósitos de entidades	1.139,8
Crédito subastas a término	178,4		
Valores de deuda agencias federales	133,8		
Otros	367,5	Otros	74,2
Capital			51,1

Fuente: elaboración CERX, en base a datos de la Reserva Federal de Estados Unidos

