

Acompañamos su crecimiento ... Cuidamos su futuro

Por Julio de Brun



“Implícito en ese perfil está el supuesto de que la Reserva Federal no va a elevar su objetivo sobre la tasa interbancaria mucho más arriba del 2,75%”

¿HASTA DÓNDE SUBIRÁN LOS TIPOS DE INTERÉS EN ESTADOS UNIDOS?

Mientras esperamos la decisión que el Comité de Política Monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos adopte esta semana con relación a la tasa de interés interbancaria (de la cual se espera que, después de muchos años, vuelva a ubicarse por encima del 2% anual), es un momento oportuno para tomarse un respiro y salir de la coyuntura, tratando de esclarecer qué le ha estado pasando a la economía y los mercados mundiales en las últimas décadas. Tal retrospectiva nos permite, a su vez, tomar impulso y visualizar algunas tendencias que parecen estar fuera del consenso de mercado de hoy.

En pocas palabras, dicho consenso se manifiesta en una curva de rendimientos para los títulos de deuda norteamericanos que, más allá del horizonte de cinco años, se vuelve extremadamente plana. Implícito en ese perfil está el supuesto de que la Reserva Federal no va a elevar su objetivo sobre la tasa interbancaria mucho más arriba del 2,75%, con lo que una vez que se alcance ese nivel, presumiblemente en la primera mitad de 2019, el proceso de suba de tasas de interés se va a detener o, por lo menos, enlentecer. Ese perfil de la curva de rendimientos suele ser indicativo, además, de un temor de recesión en los Estados Unidos. De acuerdo con el consenso, esto también contribuiría a frenar el proceso de suba de tasas.

En esa expectativa influye también cierta convicción en algunos círculos académicos y dentro de la propia Reserva Federal, en cuanto a que la “tasa natural de interés”¹ real estaría situándose en torno al 0,5%-1% anual, muy por

¹La tasa de interés real “natural” es una de las tantas variables inobservables que los economistas suelen usar en sus análisis. Se entiende por tal aquella en la que prevalecen en la economía condiciones de equilibrio de pleno empleo y sin presiones inflacionarias.



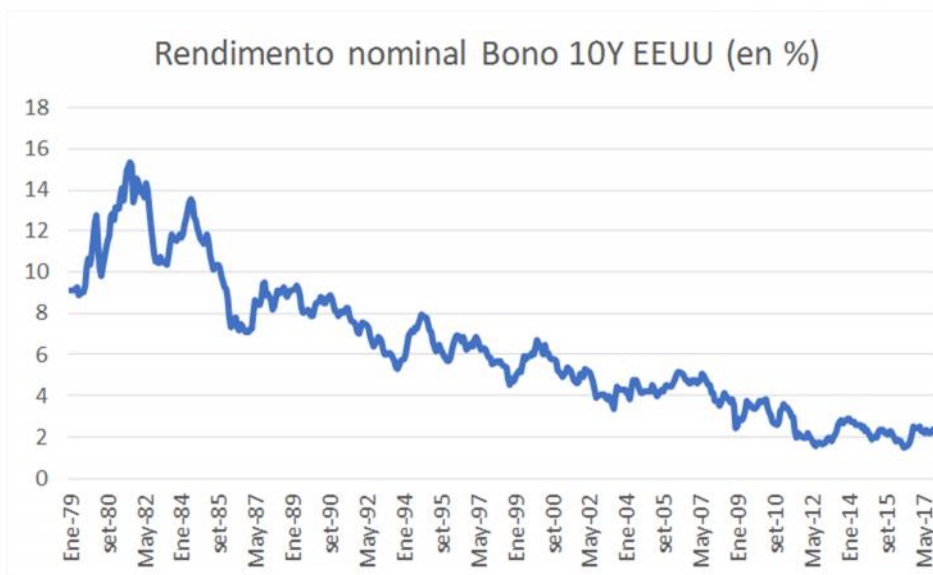
Acompañamos su crecimiento ... Cuidamos su futuro

debajo de valores históricos, confirmando una tendencia a la baja de las últimas décadas. Esta aseveración, que además se apoya en alguna evidencia empírica reciente, ignora sin embargo un elemento básico de la restricción presupuestal de los agentes económicos: la tasa de interés real de equilibrio no puede estar por debajo del crecimiento potencial del producto, pues de lo contrario las personas (al menos aquellas sin restricción en el acceso al crédito) podrían aumentar su consumo sin límites por la vía del crédito, el cual se repagaría por sí sólo con el crecimiento del ingreso. Entonces, al menos que se piense que Estados Unidos va a ingresar en una suerte de estancamiento secular, es muy difícil pensar que la tasa de interés “natural” esté por debajo de un margen que permita a la economía norteamericana crecer a un potencial inferior a 1,5%-2% anual.

“¿Cómo es posible que las tasas de interés reales hayan sido tan bajas en los Estados Unidos durante tanto tiempo y qué consecuencias ha tenido ello para la economía norteamericana y la mundial?”

Pero, por otro lado, es indudable que, mientras la economía norteamericana ha crecido a un promedio del 2,5% anual en el último cuarto de siglo, la tasa de interés real (medida con referencia al rendimiento nominal del Bono del Tesoro a diez años) ha pasado a situarse consistentemente por debajo de ese nivel desde el año 2000. ¿Cómo es posible que las tasas de interés reales hayan sido tan bajas en los Estados Unidos durante tanto tiempo y qué consecuencias ha tenido ello para la economía norteamericana y la mundial? Primero, observemos algunas grandes tendencias. En el primer gráfico se muestra la evolución de la tasa de interés nominal (expresada, como anteriormente, como el rendimiento de los Bonos del Tesoro norteamericanos a diez años) en los Estados Unidos desde comienzos de los ochenta hasta hoy. Más allá de algunos altibajos, es visible la tendencia decreciente desde la agresiva política monetaria dirigida a abatir la inflación en tiempos que Paul Volcker presidía la Reserva Federal hasta el “*quantitative easing*” y la “tasa cero” del pasado reciente.

Acompañamos su crecimiento ... Cuidamos su futuro



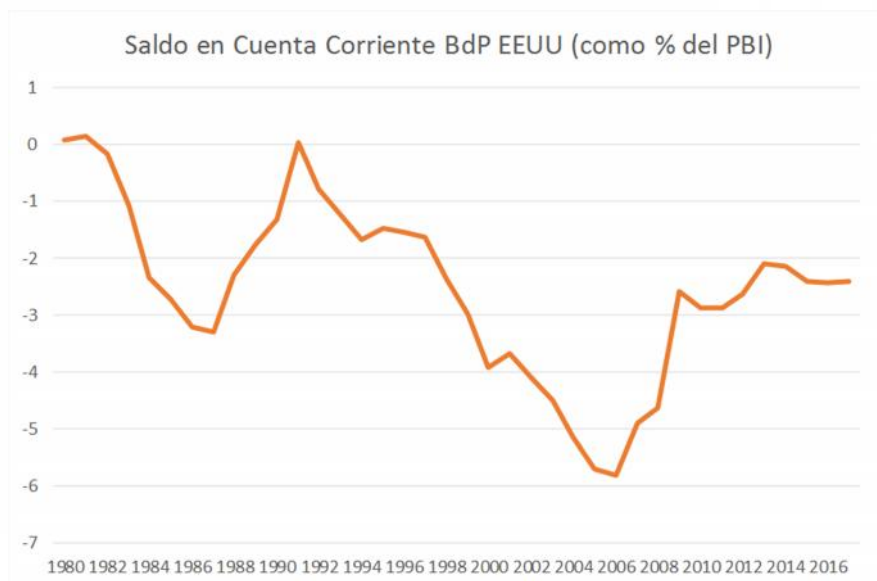
Pero pese a que la política monetaria iba adquiriendo un carácter cada vez más expansivo, aún antes de la crisis financiera de 2008-2009, la inflación registró una tendencia decreciente, desde un rango de 4-6% anual a fines de los ochenta y comienzos de los noventa hasta 1,5-3% en la víspera de la gran crisis financiera. Como la caída en los tipos de interés nominal fue más aguda que la de la inflación, este proceso permitió observar un paulatino pero firme descenso en la tasa de interés real. Éste, a mi modo de ver, es uno de los factores que explican el colapso en la tasa de ahorro de los norteamericanos desde los noventa hasta la crisis financiera, que se evidencia en la evolución del saldo de la cuenta corriente del balance de pagos de ese país.

Como se observa en el segundo gráfico, desde un saldo en cuenta corriente relativamente equilibrado a fines de los años setenta del siglo pasado, Estados Unidos llegó a alcanzar un déficit en su balance de comercio, servicios y rentas de factores con el resto del mundo del 6% del PBI en los prolegómenos de la crisis financiera. Especialmente desde comienzos de los noventa, la caída en la tasa real de

Acompañamos su crecimiento ... Cuidamos su futuro

interés tuvo un efecto directo positivo sobre el consumo, pero también lo incentivó indirectamente a través de la valorización que provocó en la riqueza mobiliaria e inmobiliaria de las familias².

Pero pese a un incremento en el exceso de demanda agregada imposible de ignorar, la Reserva Federal prefirió mantener, la mayor parte del tiempo, un impulso a la baja en las tasas de interés apoyada en que la baja de la inflación no justificaba la aplicación de una política monetaria restrictiva. ¿Por qué bajaba la inflación en ese contexto de relativa abundancia de liquidez?



² Luego que la política fiscal expansiva de los tiempos de Ronald Reagan provocara un déficit de cuenta corriente atribuible mayormente al déficit del sector público, Estados Unidos volvió a nivelar su cuenta corriente a comienzos de los noventa. El fin de la Guerra Fría y la consiguiente reducción en el gasto militar permitieron reducir el déficit fiscal, lo que contribuyó a restablecer el equilibrio en la cuenta corriente.



Acompañamos su crecimiento ... Cuidamos su futuro

“Algún día llegará el momento de evaluar si el comportamiento de los bancos centrales durante “la gran moderación” (la baja de las tasas de inflación en el mundo durante los noventa) fue correcto”

Hay dos grandes tendencias que se manifiestan desde comienzos de los noventa e influyen en ese resultado. En primer lugar, el ingreso a la era digital trajo consigo notables avances en materia de productividad, revolucionando la eficiencia y los costos de muchos sectores de la economía, especialmente en los servicios. En segundo lugar, la incorporación a la economía de mercado de grandes regiones gestionadas bajo esquemas de planificación centralizada, como el viejo bloque soviético y la China Continental, tuvo el efecto análogo a un gigantesco incremento de la mano de obra disponible a nivel mundial, con el consiguiente efecto sobre los costos³. Esto se suma a reformas económicas con la misma orientación en otras zonas densamente pobladas, como el caso de la India.

Estas transformaciones implicaron un colosal shock de oferta sobre la economía mundial, con los consiguientes efectos deflacionarios, frente al que la Reserva Federal y otros bancos centrales del mundo reaccionaron como si se tratara de una contracción en la demanda agregada: con una tendencia a la reducción en las tasas de interés tanto nominales como reales. Algún día llegará el momento de evaluar si el comportamiento de los bancos centrales durante “la gran moderación” (la baja de las tasas de inflación en el mundo durante los noventa) fue correcto o, tomando en consideración el inmenso shock de oferta recibido por la economía mundial, debió haber sido más contractivo. En esta nota me limito a describir este contexto para echar luz sobre lo que viene⁴.

³ Para ilustrar esta situación, imagine el lector el efecto sobre los costos de producción y la productividad en una región inicialmente poblada por aldeas autárquicas que, de repente, se integran comercialmente y comienzan a recibir los beneficios de la especialización del trabajo.

⁴ La crisis financiera de 2008-2009 bien puede entenderse como el final de una “burbuja” inflada por largos años de impulso monetario excesivo. Pero en beneficio de la Reserva Federal, debe reconocerse que en cada intento de



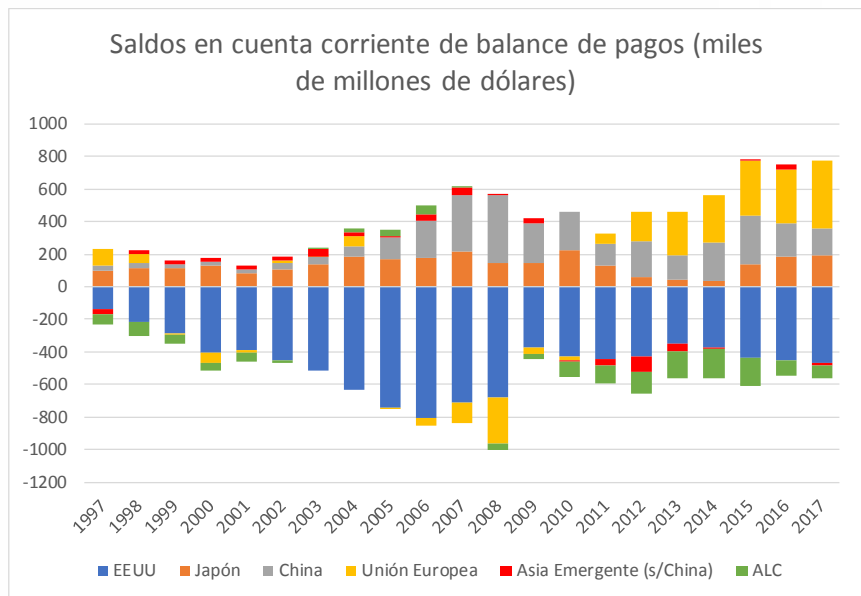
Acompañamos su crecimiento ... Cuidamos su futuro

Mirando las cosas por el lado del financiamiento, los déficits en cuenta corriente de Estados Unidos debieron ser compensados por superávits en otras latitudes. El orbe, al fin y al cabo, es una economía cerrada. En el último cuarto de siglo ha habido dos proveedores consuetudinarios: Japón y China. El primero ha tenido una economía languideciente desde fines de los años ochenta, con una crisis financiera que demoró mucho en resolver, por lo que pese a los estímulos monetarios no pudo canalizar opciones de inversión y oportunidades para el crecimiento atractivas. De allí que se transformara gradualmente en uno de los mayores acreedores del mundo a través de sus excedentes en cuenta corriente de su balance de pagos. China, por su parte, con un crecimiento orientado “hacia afuera” sostenido por abundancia de mano de obra y bajos salarios también generó superávits comerciales y de cuenta corriente, sin perjuicio de comenzar a recibir inversión extranjera, lo que también financió su adquisición de instrumentos financieros estadounidenses, entre otros.

moverse a una política monetaria más contractiva (1994, 1999-2000, 2005-2006) generó crisis en el mundo emergente y disparó el propio maremágnum de las hipotecas. Un mundo excesivamente apalancado y financieramente más frágil es también una consecuencia de este largo ciclo de baja de tasas de interés.

Acompañamos su crecimiento ... Cuidamos su futuro

“La Unión Europea es un caso, que después de alternar saldos positivos y negativos hasta la gran crisis financiera, se ha convertido en los últimos años en una región de persistentes superávits de cuenta corriente.”



El tercer gráfico ofrece un panorama de quiénes han ofrecido y quiénes han recibido financiamiento en la economía mundial durante los últimos veinte años. Como vimos, Estados Unidos ha sido un constante deudor, mientras que Japón y China (especialmente desde mediados de la primera década de este siglo) han sido consistentes proveedores de recursos. Otras regiones han actuado más como “swingers”, alternando períodos de excedentes con otros de necesidades de financiamiento. La Unión Europea es un caso, que después de alternar saldos positivos y negativos hasta la gran crisis financiera, se ha convertido en los últimos años en una región de persistentes superávits de cuenta corriente. Un drama económico con algunas similitudes con el de Japón en los noventa, en el que pese a los estímulos monetarios la reactivación ha sido esquiva. Los problemas de deuda soberana, combinados con la falta de acciones decisivas



Acompañamos su crecimiento ... Cuidamos su futuro

“La economía mundial parece haber absorbido ya el impacto sobre la disponibilidad de mano de obra generado por el ingreso de China y el bloque soviético a la economía de mercado.”

para encararlos, ha sido una de las constantes que han impedido el progreso del conglomerado europeo.

Otras regiones cambiantes están aprovechando los excedentes generados por Japón, China y Europa en los últimos años para financiar situaciones de exceso de gasto doméstico. La región de América Latina y el Caribe, conspicua deudora excepto en situaciones de crisis, ha vuelto a tener en años recientes déficits de cuenta corriente financiados por el ingreso de capitales externos.

Pero las líneas argumentales que sostienen esta historia parecen estar empezando a cambiar. La economía mundial parece haber absorbido ya el impacto sobre la disponibilidad de mano de obra generado por el ingreso de China y el bloque soviético a la economía de mercado. De hecho, el desarrollo de la inteligencia artificial es un cambio tecnológico buscado en Estados Unidos, China y Europa como respuesta a una mano de obra que no sólo comienza a ser más escasa, sino también de mayor edad. La propia China está cambiando su modelo de crecimiento, apoyándolo en el desarrollo de los servicios y con estímulos al consumo interno, por lo que sus excedentes de cuenta corriente están comenzando a decrecer. En Europa y Japón, por su parte, el crecimiento finalmente parece estar cobrando tracción, con lo que también cabe esperar que los superávits de cuenta corriente observados actualmente comiencen a disminuir.

En la medida que los superávits de cuenta corriente en algunos países comienzan a disminuir, lo propio debería ocurrir con los déficits de los demás. Pero el de Estados Unidos continúa aumentando, a impulsos de subas en la tasa de interés, aún con los intentos mercantilistas de la administración norteamericana de combatir los desequilibrios arancelarios con medidas arancelarias. Pero en una economía cercana al pleno empleo, la reducción en el déficit de cuenta corriente por efectos arancelarios o devaluación exige desvíos en el gasto gigantescos y



Acompañamos su crecimiento ... Cuidamos su futuro

“No debería sorprendernos ver, el próximo año, aumentos en la tasa de interés de referencia de la Reserva Federal”

Las opiniones aquí vertidas son de absoluta responsabilidad de su autor y lo que informamos no implica ninguna recomendación para comprar o vender ningún instrumento financiero, por lo que BECA Advisors no se hace responsable del uso de dicha información por parte del lector, ni por cualquier pérdida o pérdidas en las que se haya incurrido como consecuencia de utilizar el informe semanal. Le recomendamos que antes de realizar cualquier inversión consulte a su Asesor Financiero de confianza.

difícilmente realizables. La única manera de reducir el déficit de cuenta corriente de Estados Unidos es con políticas que generen una reducción en el gasto agregado (especialmente, el déficit fiscal) pero eso no parece ser la agenda, por el momento.

Mientras Estados Unidos mantiene su calidad crediticia, su demanda de un financiamiento externo más reducido la sufren otros países de menor calidad crediticia. Esa es la historia que hoy viven varios mercados emergentes con altos déficits de cuenta corriente, especialmente aquellos con altos déficits fiscales.

Pero el momento para Estados Unidos también habrá de llegar. La menor disponibilidad de financiamiento externo para una situación fiscal que no proyecta mejoras en el corto plazo se suma a la presión al alza sobre las tasas de interés que hoy genera el sesgo más contractivo de la política monetaria y continuarán más allá de ella. En un mundo donde de por sí los costos de producción tienden a subir, las medidas proteccionistas hacen poco para nivelar el desequilibrio externo y mucho para generar shocks de oferta negativos en la economía norteamericana. A menos que los avances tecnológicos en materia de inteligencia artificial sean rutilantes, la posibilidad de una situación de estancamiento con inflación en la economía norteamericana en un horizonte de dos a tres años no es remota. Y aunque no lo sea, el mundo de bajas “tasas naturales de interés” parece de todos modos estar llegando a su fin, con lo que no debería sorprendernos ver, el próximo año, aumentos en la tasa de interés de referencia de la Reserva Federal que vayan más arriba del 2,75%-3% anual.