



# BOLETIN INFLACIÓN Y ANÁLISIS MACROECONÓMICO

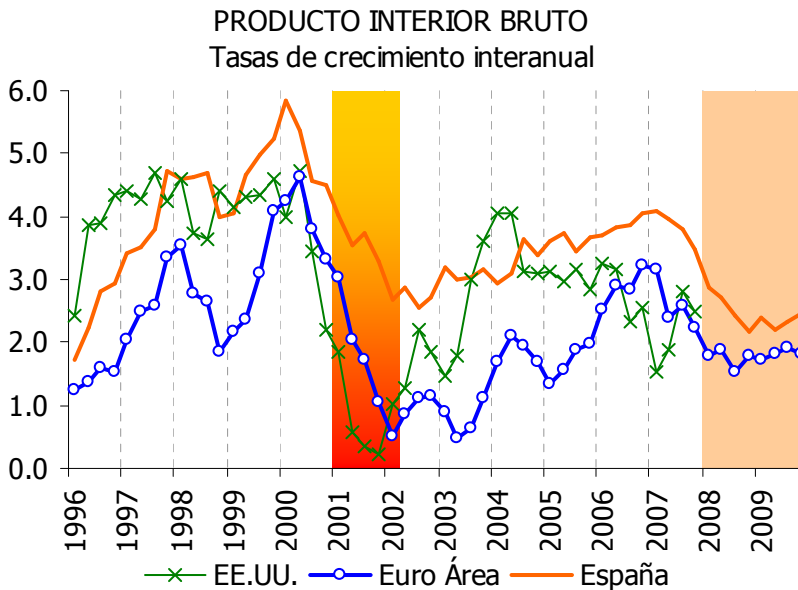


Universidad Carlos III de Madrid

Instituto Flores de Lemus

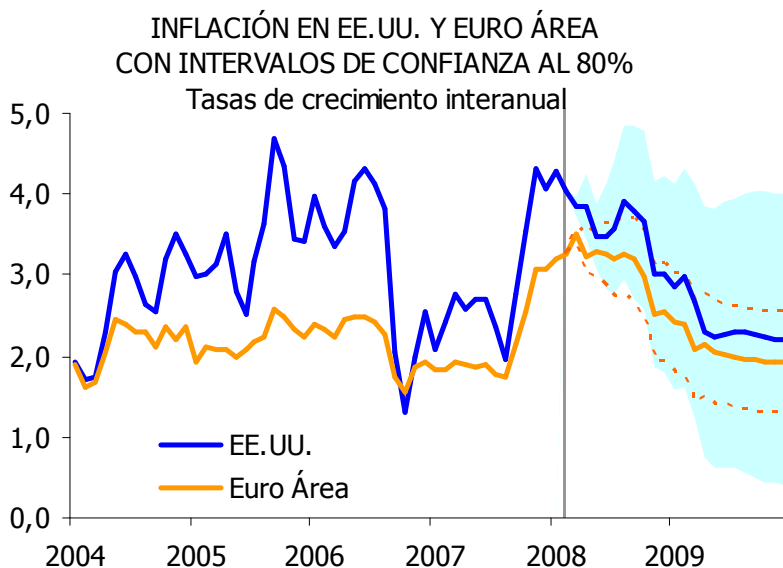
Segunda Época

## LA EURO ÁREA Y ESPAÑA CRECERÁN DE MEDIA EN 2008 A TASAS DEL 1.7 Y 2.4% RESPECTIVAMENTE



Fuente: NBER (datación del ciclo), INE, Eurostat, BEA & IFL(UC3M).  
Fecha: 27 de marzo de 2008

## LAS TASAS DE INFLACIÓN EN EE.UU. Y LA EURO ÁREA CONVERGERÁN ENTORNO AL 2% EN 2009



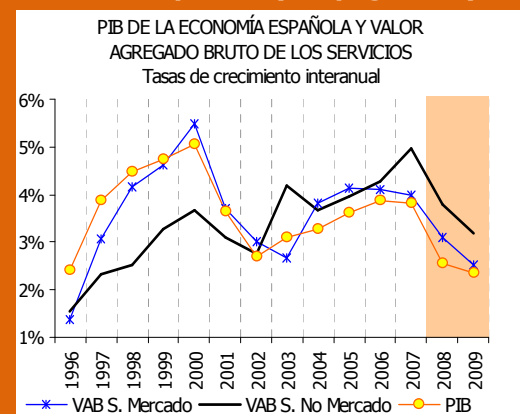
Fuente: BLS, Eurostat & IFL(UC3M).  
Fecha: 27 de marzo de 2008

Nº 162  
Marzo de 2008

### EL GOLPE FINAL DE GREENSPAN Michele Boldrin, p.74

"El Banco de la Reserva Federal de los Estados Unidos ha empujado su tipo de interés de referencia (el Federal Funds rate) a valores negativos en términos reales; desde hace unos días ofrece también, a los bancos americanos, la posibilidad de intercambiar valores de elevado riesgo y de precio incierto, por valores del Tesoro sin riesgo y con un precio certero. Sin embargo, la Fed se ha involucrado, además, en la adquisición de un banco por otro. Al mismo tiempo, el "estímulo federal" bipartidista está en proceso: Se están enviando por correo cheques de diversas cantidades a los contribuyentes americanos, por un valor total cercano al 1% del PNB [...]. Entre los expertos, el consenso unánime es que estas medidas son correctas. Nos atrevemos a disentir"

### El Sector Servicios podría seguir Apoyando el crecimiento de la economía española (ver página 58)



Fuente: INE & IFL(UC3M)

Nº 162



www.uc3m.es/boletin

### EL GOLPE FINAL DE GREENSPAN

Michele Boldrin

*No deberíamos molestarnos en resumir los hechos; aún así, lo haremos. El Banco de la Reserva Federal de los Estados Unidos ha empujado su tipo de interés de referencia (el Federal Funds rate) a valores negativos en términos reales; desde hace unos días ofrece también, a los bancos americanos, la posibilidad de intercambiar valores de elevado riesgo y de precio incierto, por valores del Tesoro sin riesgo y con un precio certero. Sin embargo, la Fed se ha involucrado, además, en la adquisición de un banco por otro. Al mismo tiempo, el "estímulo federal" bipartidista está en proceso: Se están enviando por correo cheques de diversas cantidades a los contribuyentes americanos, por un valor total cercano al 1% del PNB. La pregunta que hacemos es: ¿Tiene sentido este paquete de intervenciones gubernamentales? Aparentemente, sí tiene sentido: La mayor parte de los comentaristas están aplaudiendo el plan, y las pocas miradas críticas vienen de individuos anti-mercado, acostumbrados a culpar los mercados libres, la competencia, el capitalismo y la globalización de todo cuanto ocasiona dolor: desde una crisis financiera hasta una diarrea. Entre los expertos, el consenso unánime es que estas medidas son correctas. Nos atrevemos a disentir.*

Hay tres partes dentro del paquete de medidas adoptado: Las rebajas fiscales, la reducción en los tipos de interés, y el intercambio de activos. Consideremos en orden cada una de las medidas:

**Rebajas Fiscales.** Este elemento está recibiendo escasa atención puesto que la mayor parte de la gente descuenta su naturaleza electoral. Una lástima, puesto que hasta ahora, el estímulo fiscal es el arma más cara entre los tres dientes de sierra de la estrategia intervencionista del gobierno. Aumentar la renta disponible en un 1.5% a cerca de un 90% de las familias americanas no va a notarse, pero aumentar el déficit fiscal y la deuda en la misma cantidad sí que puede tener consecuencias. Nadia – excepto Paul Krugman: GWB y PK están por una vez de acuerdo – proclama que la inminente recesión se debe a una caída repentina de la demanda agregada. Si acaso, la crisis se debe a una excesiva demanda de bienes duraderos (viviendas), y que una fracción de los hogares americanos se dio cuenta de que no podrían permitirse después de que la construcción de los edificios había empezado. Los recursos se han desperdiciado así y sus propietarios están recibiendo unos ingresos mucho menores de lo que esperaban. De ahí la recesión: los activos deben ser devaluados y los recursos deben retirarse de los bienes no deseados y dirigirse hacia bienes que los hogares y las empresas quieren, y pueden permitirse. Incluso suponiendo que el incremento del poder adquisitivo que el estímulo fiscal debería producir no se verá contrareestado por un incremento en el nivel de precios, lo que está claro es que aumentando la demanda agregada para hamburguesas, zapatos, o tickets de avión en un 1%, la reasignación de recursos necesaria NO será menos dolorosa. Y más importante aún: el cheque-regalo NO va a conseguir reducir el impacto de la crisis financiera. Una fracción de los hogares americanos no puede permitirse las casas que compraron, y están dejando de pagar sus hipotecas; los bancos que

ofrecieron los préstamos se ven obligados por tanto a sufrir pérdidas. Incluso para aquellos que incurren en impago de su hipoteca, \$ 1,000 de dinero adicional no va a solucionar su situación.

**Reducciones de tipo de interés.** Desde los años de Greenspan, la moda ha sido medir el resultado de estas intervenciones por las consiguientes reacciones en el mercado bursátil. Puesto que el actual Presidente de la junta directiva de la Fed ha llegado incluso a escribir artículos donde se intenta medir cómo los índices del mercado reaccionan ante acciones inesperadas de la Fed sobre los tipos de interés, este tipo de valoraciones entran a formar parte del pensamiento común. No hay absolutamente ninguna razón para creer que tenga sentido, ni tampoco entra dentro del mandato del Sistema de Reservas Federales impulsar los índices bursátiles de acuerdo con un objetivo para su tasa de crecimiento. En nuestra opinión, el BCE está actuando con más sabiduría, ignorando los mercados bursátiles en su política monetaria. In cualquier caso, si tuviéramos que juzgar el éxito de la política de la Fed con esta óptica, el veredicto sería irrefutable. Durante los seis pasados meses, la Fed ha recortado tipos unas seis veces, dos de las cuales podrían ser razonablemente consideradas "sorpresas". La valoración de los activos es un 15% más baja que hace seis meses y no hay signos de recuperación en un futuro próximo. El único efecto que esos recortes parecen haber tenido hasta ahora es aumentar la volatilidad: *Recuperaciones* relativamente importantes en el día del anuncio o al día siguiente, seguidas de caídas aún más grandes justo después. La proposición de que la Fed está moviendo los tipos de interés a corto plazo para afectar los valores – y de que en realidad tiene el poder de afectar el precio de esos activos más que efímeramente- descansa sobre la idea de que movimientos en los tipos de interés de corto plazo pueden causar efecto, bien sobre la percepción (en cuyo caso: ¿Por cuánto tiempo?) o



bien sobre la realidad, del riesgo agregado. Esa es una posibilidad muy remota, que va mucho más allá del típico dilema entre los objetivos de crecimiento e inflación (este dilema se discute abajo) y para la cual no existe prácticamente ningún fundamento teórico consistente, ni mucho menos evidencia práctica. Cómo una reducción sostenida del riesgo agregado puede ser *cocinada* con una reducción del FFr (Federal Funds Rate) en 300 puntos base, es algo que se me escapa. Por tanto – incluso si durante los últimos diez años en EEUU la actividad de la Fed podría llevar a uno a razonablemente sospechar que esta era una de las motivaciones en la actitud de su predecesor y que Mr. Bernanke se ve ahora obligado a trabajar con las expectativas erróneas que Greenspan creó – nos atrevemos a suponer que este no es el propósito de las recientes decisiones de Bernanke.

Un objetivo más realista puede ser el de parar el crecimiento en el tipo de interés de las hipotecas causado por la política de la Fed pos-2004. Este es generalmente considerado como el alfiler que pinchó la burbuja inflada previamente por la política persistente de bajos FFr durante 2001-2004. Puesto que este no es el momento más adecuado para discutir sobre qué causó qué (más adelante llegará), dejemos este asunto a un lado y consideremos la utilidad que podría tener esta política. Un argumento razonable es el siguiente: un incremento del FFr aumenta los tipos de interés de mercado tanto a corto plazo como a largo plazo. Puesto que un porcentaje considerable de las hipotecas es financiado con tipos de interés ajustables que se reajustan cada cierto número de años sobre la base de los tipos a corto plazo, esto causará un incremento en el porcentaje de impagos del que todos somos víctimas. ¿Cómo parar la sangría que la morosidad ocasiona? Aumentando la renta disponible real en un 10-15% es imposible, así que intentemos reducir los intereses que tienen que pagar. Si bajamos el FFr lo suficiente, los tipos de interés hipotecarios (especialmente los ARM o tipos variables) también se verán reducidos, aliviando por tanto la crisis de las hipotecas. ¿Cierto? Posiblemente, pero no necesariamente. El reajuste de tipos ARM no se ejecuta de forma continua, sino a intervalos fijos de tiempo que a veces pueden llegar a durar hasta uno o dos años. Consecuentemente, al menos durante un año tras el recorte del FFr, la situación de quienes tienen hipotecas no se verá aliviada: aquellos que se declararon insolventes durante el verano de 2007, todavía lo serán, y aquellos para quienes el reajuste ha tenido lugar en los últimos seis meses, están afrontando tipos igual de altos. Además, los tipos de mercado sobre los que se reajustan los ARM no tienen por qué responder en la misma proporción con los movimientos en el

FRr (incluso cuando nos referimos a tipos de interés nominales a corto plazo, la Fed NO es omnipotente) y de hecho no lo están haciendo. Han bajado, pero no tanto como lo ha hecho el FFr. En otras palabras, aunque una bajada del FFr puede parecer una fuente de alivio para los deudores con problemas, está claro que cuantitativamente el efecto no es muy significativo. El Libor o el tipo del bono del Tesoro a 1-año con vencimiento constante se ha visto reducido, pero la difusión del riesgo ha aumentado para ambos en prácticamente la misma cuantía, por tanto mejorando la situación sólo ligeramente y ciertamente no para un futuro inmediato. Finalmente, y más importante, los tipos hipotecarios están ahora al mismo nivel que hace un año, por tanto sin oportunidad de obtener un acuerdo de re-financiación ventajoso. Una re-financiación a un tipo menor, o un cambio de un ARM arriesgado a un préstamo menos arriesgado a tipo fijo, sería una solución deseable y natural para los prestatarios con más problemas, pero esta solución parece impensable por el momento. En resumen, mientras que en teoría este canal podría tener un impacto favorable, en la práctica este ha sido más bien limitado: no ha llegado a dañar, pero ha servido de muy poca ayuda. Más importante: No ha sido bastante poco (los tipos han bajado de 300 puntos base) pero esto ha sucedido muy, muy tarde. Lo cual nos lleva a la pregunta de los 100 billones de dólares: ¿qué justificación existe para la montaña rusa de los tipos de intervención durante 2001-2007?

Hay un tercer propósito para recortar tipos: la curva de Philips, el dilema entre inflación y crecimiento económico, el sueño que nunca muere. Porque, según los macroeconomistas y los teóricos monetaristas, esto se ha convertido más en un asunto de fe que en una discusión racional. Desde nuestro punto de vista, la experiencia de 2000-2001 y la situación actual (por no hablar de 1991) muestra que la Fed no tiene en absoluto ninguna habilidad práctica para evitar una recesión por medio de recortes en los tipos de interés a corto plazo: sean cuales sean las fuerzas que generan una recesión, una vez que los termómetros de la Fed señalan su presencia, la recesión está en marcha. Los modelos basados en el supuesto de rigidez de precios (ingrediente absolutamente esencial para alegar que una bajada de tipos tiene al menos una posibilidad para prevenir una recesión) continúan suspendiendo en el examen cuantitativo: en ningún caso ha sido lo más remotamente posible hallar un conjunto vagamente realista de parámetros para los cuales el dilema o sacrificio “inflación-crecimiento económico” tenga la más mínima importancia cuantitativa de modo que



pueda ser explotado por las acciones de la Fed. El tipo de rigidez de precios necesaria para que dicho "trade-off" pueda ser explotado empíricamente a través de recortes de tipos supondrían una duración de 2 o 3 años: cualquier consumidor americano (o europeo, o chino o mexicano), al enfrentarse a precios que cambian cada semana, si no cada día, se reiría al oír tal declaración. Aún así, la mayoría de los macroeconomistas, especialmente los que trabajan para el Banco de la Reserva Federal de los EEUU, se lo toman muy en serio: claramente, están demasiado ocupados escribiendo modelos monetaristas como para poderse permitir ir de compras. Uno no puede evitar mencionar la ironía de una teoría que clama que la rigidez de precios es la causa de esta recesión y que esta última será subsanada con recortes de tipos, cuando la recesión se debe a que los precios de las casas caen y los precios de las materias primas aumentan, ocasionando la explosión de una burbuja engendrada por... ilas propias bajadas de tipos de la Fed!

En resumen: ¿algún éxito visible? Aparentemente no. Todo lo que puedo decir es que hasta ahora, la única cosa que ha ocasionado la precipitada política de recortes de tipos llevada a cabo por la Fed es asustar a la opinión pública, haciendo que los consumidores estén todavía más seguros de que se avecina una recesión. Pero, quizá, los efectos de esta política de bajar tipos serán visibles en los próximos meses, o en un año. Quizá, si la Fed no hubiera bajado tanto los tipos, y tan rápidamente, las cosas estarían peor. Eso es verdad, quizás. Pero primero uno debe observar que el BCE no ha seguido a la Fed en su política de recortes, y las cosas en Europa no están yendo de forma muy diferente que en EEUU; si acaso, las cosas están yendo mejor. Los índices bursátiles oscilan arriba y abajo en medio de una tendencia generalmente negativa, pero están menos bajos que en EEUU; algunos países, posiblemente España, y casi seguro Italia, se dirigen hacia una recesión, pero el primero lleva 14 años creciendo mientras que el segundo se está convirtiendo en Argentina, así que no cuenta. Esto no significa que las cosas funcionan perfectamente en Europa; lo que simplemente estamos diciendo es que, incluso seis meses más tarde, el haber bajado los tipos dramáticamente en 300 puntos base no se nota mucho.

**El intercambio de activos:** Afortunadamente, nadie parece estar alegando que el [TSLF](#) y el [PDCF](#) han sido implementados para aliviar la recesión a través del sacrificio "inflación - crecimiento económico". Han sido establecidos, se nos dice, para salvar al sistema bancario y al sistema de pagos de una crisis sistémica, de un "efecto dominó", del colapso del sistema financiero

americano y por tanto mundial. ¿De verdad? Si Bearn Stearns (BSC) hubiera sido encomendado a su destino, ahora tendríamos (quince días más tarde) que enfrentarnos a la crisis sistémica. Da igual que mientras que la crisis de BSC se desarrollaba no hubiera absolutamente el más remoto signo de pánico bancario, o signos de pánico entre los depositarios. La explicación contrafáctica, nos dicen, es rotunda: SI los depositarios no hubieran sabido que la Fed iba a facilitar la adquisición de BSC por JPMorgan (por tanto, rescatando a sus acreedores), ENTONCES la crisis sistémica habría sucedido. ¿Qué pasó en 1929?, se nos recuerda. ¿Acaso no hemos aprendido de Friedman y Schwartz, y volúmenes de artículos escritos sobre sus huellas, que fue un error del entonces flamante Comité Ejecutivo de la Reserva Federal inyectar liquidez en el sistema, lo que causó el grave accidente de 1929? Además, se nos dice que la política actual pretende evitar que se repita la historia de Japón 1990. ¿De verdad? Volvamos más tarde a la analogía histórica, pero centrémonos ahora en la racionalidad que puede encontrarse tras estas acciones.

No deberíamos pasar demasiado tiempo discutiendo el caso BSC, puesto que ha sido un claro error garrafal. La Fed ha cerrado un buen negocio para un banco con la justificación de evitar el colapso de otro, y el consecuente "efecto dominó". El banco "que colapsaba" vale actualmente unos \$1.5 miles de millones, y la cotización del banco adquisidor de la entidad ha ganado un 20% desde que el trato fue anunciado. Por qué razón debería un banco central entrometerse en este tipo de asuntos privados es algo que se me escapa completamente, así que dejemos ahí el tema, y pasemos a la idea general de instaurar *ventanas* en las que instituciones financieras privadas pueden intercambiar activos "no transferibles" por activos "transferibles".

Escuchamos que el intercambio de activos se justifica si uno cree que los activos que están dando problemas a los más importantes bancos de inversión tendrán pronto más valor. Llámoslo Escenario 1. No vemos por qué este escenario es el más probable. La otra posibilidad (llámoslo Escenario 2) es que todos estamos soñando colectivamente que sucederá así: incluso en los meses venideros, los así llamados activos, seguirán siendo trozos de papel con apenas valor. O por lo menos, este será el caso para muchos de ellos. Entonces, dos posibilidades nacen de la actual política de rescates federales/recompra de activos/creación de fondos bancarios, y demás.

Bajo el Escenario 1, al evitar que se precien los activos a los valores de mercado [marking to



market], tal y como las instituciones financieras deberían estar haciendo ahora, los rescates aplazan las pérdidas estimadas en \$1 billón (ver el análisis independiente de Goldman Sachs's; [informes CNN.com de medio billón de dólares](#) de pérdidas sólo en hipotecas) a una fecha posterior, esperando que al final la cifra sea menor. De hecho, la Fed está apostando que será capaz de "crear" el escenario 1, en vez de considerarlo como un evento exógeno. La caída puede ser evitada si el mercado (es decir, al menos alguien ahí fuera) insiste en creer que el valor de aquellos activos es mayor: "restauramos la confianza". A propósito, ningún modelo teórico puede explicar cómo este cambio en las expectativas ocurre, manteniendo constante el resto de factores. En otras palabras, el Escenario 1 tiene sentido si y sólo si queremos creer que la Fed tiene poderes de predicción y evaluación superiores, de modo que puede ver ganancias futuras donde todo el conjunto de participantes en los mercados financieros no ven nada. ¿Es eso posible? Lo es, en esencia, es posible. ¿Es probable? La historia y la teoría económica sugieren que no lo es, pero aún así, asumamos que lo es. Bajo este supuesto, es decir, si creemos que la Fed es capaz AHORA de evaluar los precios de los activos mejor que los propios mercados financieros y, al apoyarlos durante algún tiempo, aumentar su valor en el futuro próximo, estaríamos listos para explicar por qué no fue capaz de hacer lo mismo hace 6 meses o 2 años, o de aquí a dos años. Pongámoslo en otros términos: si creemos que es el Escenario 1 lo que hace que el intercambio de activos sea una buena idea, entonces debemos preguntarnos por qué no deberíamos haber dejado a la Fed fijar los precios en el pasado. Más importante aún, puesto que lo pasado, pasado está, la pregunta es: ¿por qué no podemos concluir que, en el futuro, será una nueva misión de la Fed fijar los precios de los activos y decidir qué instituciones financieras deberían ser apoyadas, y cuáles no? Dejo esta cuestión para que los lectores den una respuesta.

Bajo el Escenario 2, sin embargo, esto el Japón de los 90: la Fed interviene ahora para evitar que estos bancos reconozcan la total magnitud de sus pérdidas que están ahí y nunca van a desaparecer. En otras palabras, la Fed interviene simplemente para impulsar hacia el futuro el día en que se reconozca, exactamente del mismo modo que el Banco de Japón y el gobierno de Japón hicieron tras 1990. Nosotros –los comentaristas del oeste, banqueros e incluso oficiales del gobierno– criticábamos duramente esa elección hace 10-15 años, e invitábamos al banco central japonés y al gobierno a parar de comportarse del modo en que hoy en día la Fed está actuando. Todos nosotros señalábamos que esas acciones resultan en

congelaciones de fondos, desaceleración del crédito, manteniendo vivas empresas que están muertas, el origen de una "trampa de liquidez", puesto que los bancos en descenso se mantenían con vida, alimentados de crédito una y otra vez, crédito que nunca se invertía o usaba de forma productiva. Simplemente se sentaban sobre sus reservas, sin hacer nada, y posponiendo una muerte que finalmente llegaría. Mientras tanto, la actividad económica se desaceleraba hasta un dramático estancamiento que duraría casi una década. ¿Cómo evolucionará el Escenario 2? Acabará rescatando lentamente varios bancos, que nos costará mucho dinero a todos durante un atasco en el mercado crediticio que conducirá a un prolongado estancamiento. ¿Crees que la artificialmente creada trampa de liquidez que paralizó Japón durante tantos años no sucederá en EEUU? Pensándolo mejor, aparentemente esto ya está sucediendo, según [FT](#).

Estos son los únicos escenarios bajo los cuales la política de intercambio de activos malos por sólidos activos del tesoro tendría sentido, por decirlo de alguna manera. Ahora mismo, los únicos dispuestos a creer en el Escenario 1 son la Fed, Wall Street y, quizá, otros bancos centrales. Para convencer a otros de que unos trozos de papel son oro en realidad, y evitar el estancamiento del crédito y el efecto Japón, algo más que "convinciente" debe llevarse a cabo. Y eso es exactamente lo que la Fed está haciendo: Transferir posesión de activos a sí mismo para reflejar la repartición del riesgo, lo que implica comprar a precios ficticios los trozos de papel, lo que origina cambiar el precio del dinero y de los títulos al cambiar su oferta. La conclusión es obvia: no hay un cambio en las expectativas según ninguna nueva escuela de pensamiento, si no que se produce un cambio clásico en la demanda y en la oferta, y TODOS tenemos que estar listos para el elevado coste: depreciación del tipo de cambio e inflación. El coste en términos de inflación ya lo estamos pagando a través de la depreciación del dólar y el incremento del precio de las materias primas. Pronto, lo pagaremos con una inflación generalizada aún más alta: será el elevado coste social de hacer que las acciones de JPMorgan-Chase valgan un 20% más, y de que una banda de incompetentes (para ser educado) no pierdan sus camisas, sus calcetines y su ropa interior.

No se qué le parece a ustedes, pero nosotros preferimos ajustar los precios relativos reduciendo el valor de las casas (lo que pasará en cualquier caso) y el de esos trozos de papel, antes que aumentar el precio de todo lo demás y vivir en una renovada estanflación durante los años venideros.

