

# 4

cuestiones de  
política monetaria

ALAN GREENSPAN

Director de la Reserva Federal  
Correo electrónico: FRB.Mail@frb.gov

## resumen / abstract

Este artículo examina el *trade-off* entre inflación y deflación que enfrentan los gestores de política monetaria. Se señala una clara opción a favor de la inflación, con el fin de escapar al riesgo deflacionista.

This article examines the trade-off between inflation and deflation faced by the monetary policy-makers. The choice in favour of inflation and against deflation is clear.

Ante el Club de Economía de New York, Ciudad de New York, 19 de diciembre de 2002.

Aunque el patrón oro apenas puede describirse como un período de tranquilidad del precio, era el caso que el nivel de precio en 1929 no era muy diferente en términos netos, de lo que había sido en 1800. Pero, en las dos décadas posteriores al abandono del patrón oro en 1933, el índice de precio al consumidor en los Estados Unidos casi se duplicó. Y, en las cuatro décadas siguientes, los precios se quintuplicaron. La política monetaria, liberada de la limitación de la convertibilidad doméstica del oro, había permitido una persistente sobre-emisión de dinero. Hace una década, los banqueros centrales, habiendo presenciado más de medio-siglo de inflación crónica, parecían confirmar que una moneda fiduciaria se hallaba, por naturaleza, sujeta al exceso.

Pero las consecuencias adversas del excesivo crecimiento del dinero para la estabilidad financiera y el desempeño económico provocaron un retroceso. Los bancos centrales finalmente fueron presionados a controlar la emisión excesiva de moneda aún a costa de un considerable desorden económico temporal. Para 1979, la necesidad de adoptar medidas drásticas se había vuelto dolorosamente evidente en los Estados Unidos. La Reserva Federal, bajo el liderazgo de Paul Volcker y con el apoyo de las administraciones de Carter y Reagan, redujeron dramáticamente el crecimiento de la moneda. Inicialmente, la economía cayó en recesión y con ello se redujo la inflación. Sin embargo, más importante aún, cuando la actividad entró en una fuerte recuperación y el progreso hecho en la reducción de la inflación fue preservado ampliamente. Para finales de los 80, el clima inflacionario había sido alterado dramáticamente.

El registro de los últimos veinte años parece subrayar la observación que, aunque las presiones por una excesiva emisión de dinero fiduciario son crónicas, una política monetaria prudente mantenida durante un largo período puede contener las fuerzas de la inflación. Siendo la historia de las mayores economías

de occidente del período de posguerra: la de la emergencia de (y de combate contra) la inflación, las preocupaciones sobre la deflación, una de las ruinas de comienzo de siglo, pocas veces aparecieron. La reciente experiencia de Japón ha reenfocado la atención en la posibilidad de que una inesperada caída en el nivel general de precios convirtiera el manejable nivel de deuda nominal de las familias y los negocios en un corrosivo incremento del nivel real de deuda y del servicio de la misma. Al parecer hemos aprendido que la deflación, al igual que la inflación, es a largo plazo un fenómeno monetario, para extender el famoso Dictum de Milton Friedman.

De seguro, en el corto y mediano plazo, muchas fuerzas están en juego complicando la unión entre el dinero y los precios. La creciente globalización de las economías de mercado en los últimos años, por ejemplo, está integrando unas crecientes cuotas de capacidad local en un expresivo mundo operacional totalizante. Ese proceso, al menos por un tiempo, ha traído nuevos insumos de mercancías y servicios a los mercados globales. Además, el mayor ritmo de innovación tecnológica, tan evidente en los Estados Unidos, ha impulsado el potencial productivo hasta donde actualmente se está expandiendo. Estos cambios en la oferta agregada —sea de origen extranjero o doméstico— afectan la relación entre el dinero y los precios. Es más, el vínculo entre el dinero y los precios puede ser alterado por una intermediación financiera disfuncional, como lo hemos presenciado en Japón. Así, la reciente experiencia ha estimulado a los hacedores políticos del mundo a reenfocarse en la deflación y sus consecuencias, décadas después de desecharla como una posibilidad tan remota que ya no captaba una seria atención.

El significado de la deflación y las características que la diferencian de la usual experiencia de la inflación, son sujetos de constante estudio dentro y fuera de los bancos centrales. Como lo testifiqué ante el Congreso el mes pasado, los Estados Unidos está cerca de caer en una pernicioso deflación. Es más, uno de los grandes objetivos de nuestro seguimiento cercano a las variables monetarias es asegurar que cualquier presión deflacionaria se combatirá de forma apropiada antes de que se convierta en un problema.

Los banqueros centrales han creído por mucho tiempo que la estabilidad de precios es un factor favorable a la maximización del crecimiento sostenible. Históricamente, las primas de riesgo tienden a incrementarse con la inflación y la deflación esperada, y se han minimizado en condiciones de estabilidad de precios.

A pesar de que la economía de los Estados Unidos ha escapado de la deflación desde la Segunda Guerra Mundial, existen algunos argumentos bien fundamentados para presumir que la deflación es una mayor amenaza al crecimiento económico de lo que es la inflación. Por un lado, la caída de las tasas de interés nominal a cero amenaza cualquier crecimiento de las tasas de interés real si la deflación se intensifica. Una consecuencia relacionada es que incluso si los deudores son capaces de refinanciar sus préstamos a una tasa de interés nominal de cero, pueden enfrentarse a tasas reales altas y crecientes, ocasionando un deterioro en sus balances.

Otra preocupación de la deflación reside en los mercados laborales. Algunos estudios sugieren que los salarios nominales no se ajustan fácilmente a la baja. Si una más baja inflación de precios viene acompañada por una aún más baja inflación promedio en los salarios, entonces el predominio de los salarios nominales que les impide caer, se incrementará por él a medida que la inflación de los precios se desplaza hacia o bajo de cero. En estas circunstancias, la absorción efectiva de los trabajadores por el mercado laboral se verá inhibida, con la consecuencia de mayores tasas de desempleo.

En conjunto, estas consideraciones hacen pensar que la deflación puede ser más dañina que la inflación para el crecimiento económico. Aunque esta asimetría no debe ser ignorada, varios factores limitarán su significado. En particular, un rápido avance en la productividad puede hacer esta asimetría menos severa. El rápido crecimiento de productividad, manteniendo a flote las expectativas de mejoras futuras en los salarios y la ganancia y de esta manera en la demanda agregada, permite unas mayores tasas reales de interés de las que habría el caso

sin castigar el crecimiento económico. Es más, en la medida en que tenga un más rápido crecimiento de la productividad, evidenciado a través de ganancias nominales de los salarios nominales, habrá menos casos en que los salarios nominales sean presionados a la baja.

No se deben tampoco exagerar las dificultades planteadas a la política monetaria por el límite de cero en las tasas de interés y la inflexibilidad de los salarios nominales aun en ausencia de un rápido crecimiento de productividad. La expansión de la base monetaria puede actuar aún si las tasas *overnight* son conducidas al límite cero. La Reserva Federal tiene autoridad para comprar Títulos de Tesorería de cualquier vencimiento y de hecho ya compra tales títulos como parte de sus procedimientos para mantener las tasas *overnight* a su nivel deseado. Esta autorización podría usarse para bajar las tasas de interés de los vencimientos más largos. Acciones de este tipo tienen precedente: entre 1942 y 1951, la Reserva Federal fijó un techo de 2-1/2 por ciento en los rendimientos de los bonos a largo plazo. Respecto a las dificultades potenciales en los mercados laborales, los resultados de la investigación son ambiguos en cuanto a la extensión y persistencia de la rigidez a la baja del salario nominal.

Claramente, sería deseable evitar la deflación. Pero si la deflación se desarrolla, existen opciones para una respuesta agresiva de política monetaria.

\*\*\*\*\*

Afortunadamente, la habilidad de nuestra economía de superar los muchos choques que le han sido infligidos desde la primavera de 2000 certifica la notable solidez de nuestro sistema de mercado. Esa característica es más evidente hoy que hace dos o tres décadas. Puede haber numerosas causas de este aumento

de solidez<sup>4</sup>. Entre ellos, los esfuerzos continuos por liberalizar el comercio global han agregado flexibilidad a muchos aspectos de nuestra economía. Además, un cuarto de siglo de desregulación bipartidista han reducido significativamente las inflexibilidades en nuestros mercados de energía, transporte, comunicación y servicios financieros. Y, claro, las ganancias dramáticas en la tecnología de información han mejorado la capacidad de las empresas para enderezar los desequilibrios económicos antes de que ellos ocasionen un daño significativo. Esta mejorada capacidad ha sido facilitada por la mayor disposición de nuestros trabajadores de adaptarse a la innovación. Con independencia de cómo las fuerzas deflacionistas puedan haber influido, nuestra economía tiene el beneficio de una flexibilidad reforzada, que viene, por lo menos hasta la fecha, permitiéndonos resistir los efectos potencialmente desestabilizadores de algunos sustanciales choques negativos.

\*\*\*\*\*

Ciertamente, lo inquietante en el fondo de cualquier evaluación de riesgos de deflación es la preocupación de que esas fuerzas puedan ser liberadas por el estallido de una burbuja en los precios de los activos. Esta conexión, real o especulativa, plantea algunas preguntas interesantes sobre el más efectivo acercamiento a la conducta de política monetaria. Si el estallido de una burbuja de activos crea una dislocación económica, entonces prevenir las burbujas podría parecer una meta atractiva. Si es posible detectar el inicio de una burbuja en tiempo real y si, una vez detectado, pudiera ser desactivada sin todavía precipitar

<sup>4</sup> Un considerable literario económica de años recientes está documentando la caída en la volatilidad real del producto, sobre las pesadas dos décadas. Algunos investigadores han argumentado que la caída en la volatilidad es el resultado de pequeños disturbios para la macroeconomía. Otros han argüido que es la política monetaria mejorada la responsable de la reducción. Yo he sostenido que los avances en la tecnología de la información y los efectos de veintinueve años de desregulación han jugado un papel mayor en la promoción de una mayor flexibilidad de nuestra economía.

inadvertidamente mayores consecuencias adversas para la economía, es un asunto sujeto a duda.

Puede ser útil, como un primer paso, considerar tanto las circunstancias económicas que lleven a impedir el desarrollo de burbujas como las circunstancias que favorecen su formación. No es probable que las políticas macroeconómicas desestabilizadoras y un pobre desempeño económico, sean la tierra fértil para el optimismo que normalmente acompaña el crecimiento en los precios de los activos.

Irónicamente, la baja inflación, la estabilidad económica y la baja prima de riesgo, pueden proveer el incentivo de especulación del precio de los activos que podría iniciarse si las innovaciones tecnológicas abren nuevas oportunidades para una inversión rentable. Incluso en las tales circunstancias, la burbuja de precios probablemente será inhibida por una compañía con una historia. De seguro, los precios accionarios de las compañías de vieja línea suben un poco a través del arbitraje cuando el mercado en conjunto se impulsa más alto por los precios de las acciones de corte tecnológico. Pero es difícil imaginar los precios accionarios de la mayoría de las compañías más consolidadas y antiguas creciendo a alturas totalmente insostenibles. Con algunas excepciones prominentes, sus capacidades para las ganancias futuras ya han sido probadas y delimitadas.

La situación es probablemente diferente en el caso de una nueva compañía que emplea una tecnología innovadora. Bajo estas circunstancias, la dispersión de posibles resultados futuros racionalmente imaginados podría ser amplia. Si las previsiones no están controladas por una necesaria consistencia con el pasado, los inversionistas podrían tomar los vuelos insensatos del optimismo. Es más, los escépticos encontrarían demasiado caro o demasiado arriesgado vender en corto tiempo las acciones de tal compañía, sobre todo cuando su precio accionario está subiendo rápidamente.



Se combinaron las condiciones de baja inflación y bajo riesgo con la irrupción de las tecnologías avanzadas para producir la burbuja de los años recientes. ¿Pero siempre producen burbujas tales condiciones? Parece improbable que un crecimiento innovador en el futuro cercano pudiera generar una nueva burbuja de proporciones sustanciales. Es probable que los inversionistas sean sensibles a la necesidad de que el precio de los activos esté respaldado en últimas, por el flujo de ganancias. Además, una condición necesaria adicional para la emergencia de una burbuja es el paso de tiempo suficiente para corroer los recuerdos traumáticos de experiencias tempranas de burbujas anteriores.

\*\*\*\*\*

La mayoría de modelos macroeconómicos estándares ajustados a la experiencia de recientes décadas, implican que una distorsión en las razones de valoración inducidas por una burbuja, puede ser compensada adoptando una política monetaria suficientemente restrictiva. Según estos modelos, una política monetaria más estricta, en terreno medio, reprime la demanda y baja el precio de los activos creíblemente, *ceteris paribus*. Estos modelos también pueden interpretarse para sugerir que un incremento en la rigidez monetaria puede desinflar los precios accionarios gradualmente. Pero esa conclusión es una consecuencia de la construcción del modelo. No está basado en una evidencia histórica. De hecho, la historia indica que las burbujas no tienden a desinflarse gradualmente ni linealmente, pero sí de repente, imprevisiblemente y a menudo de forma violenta. Además, el grado de rigidez monetaria que se exigiría para contener o compensar una burbuja de cualquier dimensión parece ser tan grande como para suponer que se arresgue una cantidad inaceptable de daño colateral para la economía en general.

La evidencia reciente, así como los eventos de finales de 1920, generan dudas en cuanto a la posibilidad de poder desactivar las burbujas gradualmente.



Como mencioné este verano en el simposio anual de Jackson Hole, patrocinado por el Kansas City Federal Reserve Bank, "...nuestra experiencia durante los últimos quince años sugiere que la restricción monetaria que desinfla los precios accionarios sin deprimir la actividad económica ha sido a menudo asociada con los aumentos subsecuentes en el nivel de precios accionarios... Tales datos sugieren que solo un incremento radical de las tasas de corto plazo que engendra un apretón económico significativo es suficiente para impedir el desarrollo de una burbuja naciente. La noción de que un incremento restrictivo bien cronometrado podría haber sido puesto en obra para prevenir la última burbuja de finales de los 90 es casi con seguridad una ilusión".

En breve, a menos que pueda especificarse un modelo que capture la clara tendencia del mercado hacia el ofrecimiento de precios accionarios superiores en respuesta a las políticas monetarias orientadoras a mantener la estabilidad macroeconómica, cualquier previsión será desmentida por la reciente experiencia. Enfrentado con esta incertidumbre, la Reserva Federal se ha enfocado en políticas que, como le testifiqué ante el Congreso en 1999, "...mitigando el estallido [de una burbuja de activos] cuando ocurre y, esperanzadamente, facilitando la transición a la próxima expansión". El Comité Federal del Mercado Abierto escogió, como usted sabe, embarcarse hace dos años en un curso agresivo de alivio monetario una vez se hizo claro que una variedad de fuerzas, incluida la importante caída en la riqueza de los hogares como resultado del declive en los precios de las acciones, que contenían las presiones inflacionarias y a actividad económica.

Es demeritico pronto para juzgar el resultado final de la estrategia que adoptamos. El impulso contraccionario proveniente en la caída en los precios de

<sup>2</sup> Alan Greenspan, "Economic Volatility," August 30, 2002, at a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City in Jackson Hole, Wyoming.

<sup>3</sup> Committee on Banking and Financial Services, U.S. House of Representatives, July 22, 1999.

las acciones parecía estar disminuyendo a mediados de este año. Pero entonces la caída de los precios de las acciones por malversación del gobierno corporativo, sostiene algunos que siendo engendrada en la burbuja, se volvió más intenso. Esto, a su vez, represó la inversión de capital y recortó los planes de inventario. Más recientemente, claro, el riesgo geopolítico ha subido notablemente, pesando de manera negativa aún más sobre la demanda. Estos fenómenos, aunque no han sido relacionados con el estallido de la burbuja del 2000, han enturbiado la evaluación de la economía de la posburbuja.

Si después de la muerte de la reciente política monetaria, se muestra que los resultados de controlar la burbuja sólo después que ha estallado son poco satisfactorios, nos quedarían opciones menos atractivas para el futuro. En ese caso, sería deseable encontrar la forma de identificar las burbujas y contener su progreso, aunque la historia nos advierte que la probabilidad de tener éxito parece pequeña.

Las dificultades que los hacedores de política y los agentes privados enfrentan se hacen agudas especialmente cuando la expansión económica se prolonga. El declive en las primas de riesgo bajo estas circunstancias probablemente resulta, en parte, de apreciaciones racionales. En una economía en que el ciclo comercial tiene un promedio de cuatro años, los hogares y negocios se volverán indudablemente más cautos en el cuarto año de un nuevo ciclo. ¿Pero cómo se comportan cuando, como en las últimas dos décadas, las expansiones han sido largas y los ciclos bajos han sido excepcionalmente raros? ¿Después de cinco o seis años de expansión interrumpida, es irracional o incluso irrazonable asumir que esa expansión continuará durante los seis meses subsecuentes? Así, era perturbador observar como el riesgo era valcado pobremente en 1997, los márgenes de bonos corporativos clase EBB enfrentados a los bonos del tesoro a 10 años cayeron a solo 70 puntos de base. Este margen es ahora de aproximadamente 250 puntos de base, aunque se ha estrechado significativamente en las últimas semanas.

Tejer un sendero de política monetaria a través de la espesura de las burbujas y de las deflaciones y sus posibles consecuencias no es algo con que los banqueros centrales modernos hayan tenido mucha experiencia.

Como lo dije antes, parece irónico que una política monetaria que tiene éxito induciendo la estabilidad pueda estar sembrando inadvertidamente las semillas de inestabilidad asociadas con las burbujas de activos. Yo confío que el uso por el banco central de políticas deliberadamente inflacionarias como protección contra las burbujas pueda descartarse prontamente. Mientras el episodio actual no ha concluido aún, parece que, respondió vigorosamente en una economía relativamente flexible al estallido de las burbujas, tan traumático como eso puede ser un menor obstáculo para el crecimiento de largo plazo, que una política monetaria crónica de alta inflación. La inflación moderada podría posiblemente inhibir las burbujas, aunque a costa de reducir la eficiencia económica. Sin embargo, dudo que tales políticas pudieran ser sostenidas o bien controladas por los bancos centrales. Entre nuestras limitadas alternativas realistas, tratar agresivamente con la consecuencia del estallido de una burbuja parece lo más conveniente para evitar un daño a largo plazo a la economía.<sup>4</sup>

Con independencia del veredicto de la historia sobre una política que se dirige sólo a las consecuencias de las burbujas, necesitamos todavía mejorar nuestra comprensión de la dinámica de las burbujas y de la deflación para combatir la última, sino es posible la primera.

\*\*\*\*\*

<sup>4</sup> Algunos han argumentado que las burbujas pueden ser prevenidas o evitadas por la regulación financiera. Se ha observado que las burbujas de activos se asocian con frecuencia a una rápida expansión crediticia y a partir de ahí se señala que una restricción al crecimiento del crédito puede evitar el crecimiento de la burbuja. Es concebible que una regulación crediticia restrictiva pueda desinflar la burbuja, acabando el crecimiento económico. Lo que no está claro es que un régimen de esta naturaleza conduzca a mayor creación de riqueza que el régimen que tenemos.

# 4

Me gustaría tomar unos minutos para hablar sobre los recientes desarrollos económicos.

Como señalé antes, la economía de los Estados Unidos mostró una resistencia considerable a una serie de choques del post-boom. La lista es bastante impresionante: Primero, una partición por la mitad de los precios accionarios y riqueza de los activos en los hogares; segundo, un *declive* dramático en gastos de capital; tercero, los trágicos eventos del 11 de septiembre; cuarto, la evidencia perturbadora de malversación corporativa; y quinto, el reciente aumento de riesgos geopolíticos. Difícilmente podrá decir que nuestra economía no fue sacudida por esta serie de choques, uno seguido del otro. Pero después de experimentar una recesión leve, el PIB real creció por encima del 3 por ciento anual en el tercer trimestre.

La recuperación, sin embargo, encontró resistencia en el verano, al parecer como consecuencia de un nuevo debilitamiento en los precios de las acciones, las nuevas revelaciones de malversación corporativa, y luego los riesgos geopolíticos incrementados. Nuestras preocupaciones llevaron al Comité Federal del Mercado Abierto a reducir en 50 puntos base su objetivo en la tasa de los fondos federales en nuestra reunión en noviembre, como un seguro contra la posibilidad de que el debilitamiento gane fuerza. Aunque nuestra previsión más probable ya era que el crecimiento redespigara, nosotros juzgamos el costo del seguro suministrado por los alivios adicionales, excepcionalmente modestos, porque vimos como remoto el riesgo de un incremento inminente en la inflación.

La evidencia limitada desde el afloje de noviembre ha apoyado nuestra visión de que la economía americana ha venido superando con suavidad el hueco. Y el hueco no fue profundo. El mercado laboral ha permanecido estático, al parecer por la renuencia de las empresas a aumentar su nómina. El sector industrial permanece estancado, y la construcción no residencial ha tendido a la baja. Según todos los informes, el gobierno federal y los gobiernos locales continúan luchando contra el deterioro en sus condiciones fiscales. Los precios del petróleo han subido

recientemente y, no menos importantes, las economías de nuestros mayores socios comerciales han mostrado poca fortaleza.

Las bajas tasas de interés y los rápidos adelantos en productividad han estado proporcionando un apoyo considerable a la actividad económica. Esas influencias han sido más evidentes en el gasto de los consumidores y en las nuevas ventas de casas, que han sido notablemente firmes este año. Las ventas de vehículos han sido impulsadas por los bajos costos de financiación, con niveles altos de incentivos al cliente, y por las altas tasas de renovación de vehículos y las dinámicas ventas de vehículos familiares. Más ampliamente, el fuerte crecimiento de la productividad laboral, complementado con reducidos pagos de impuestos, ha suministrado un empujón tanto a los ingresos como al gasto. Entretanto, las nuevas ventas de inmuebles se han mantenido a flote por las bajas tasas de interés en hipotecas así como una demografía favorable.

El efectivo prestado en el proceso de refinanciación hipotecaria, un apoyo importante para el gasto del consumidor este último año, está destinado a contraerse en algún punto, en la medida que las tasas de interés promedio del total del portafolio hipotecario converja a las tasas de interés de las nuevas hipotecas. Sin embargo, las aplicaciones para el refinanciamiento, aunque lejos de la cúspide, permanecen elevadas. Es más, el simple hecho de procesar las aplicaciones atrasadas tomará algún tiempo, y este solo factor sugiere que habrá significativas refinanciaciones y salidas de efectivo en los primeros meses de 2003.

La toma de riesgos corporativos sufrió un pronunciado estancamiento siguiente a los traumáticos descubrimientos de malversación corporativa este verano. Las apropiaciones de capital se desaceleraron rotoriamente en un amplio espectro de las industrias americanas. Las prácticas de contabilidad agresivas aparentemente desaparecieron de la noche a la mañana. No me sorprendería si nuevos descubrimientos de prácticas cuestionables aparecieran dentro de unos meses. Me sorprendería que tales prácticas hubieran sido introducidas sólo después de mediados de 2002.

Desde principios de octubre, las condiciones en los mercados financieros se han vuelto menos adversas. Los precios de las acciones han, en el neto, subido, y los índices del rendimiento corporativo, sobre todo para los instrumentos de deuda de baja calificación de la inversión, se han estrechado significativamente. No obstante, esos SPREADS, siguen estando bastante elevados en relación con sus lecturas en el 2000 (*Credit derivative default swaps have improved recently in line with yield spreads*). Los derivativos crediticios de *swaps* de quiebra han mejorado recientemente en líneas con el margen de rendimiento. El costo global de capital de los negocios ha declinado claramente, induciendo en las recientes semanas a un aumento en la emisión de bonos de todo tipo y deteniendo la fuga de papeles comerciales y de préstamos bancarios empresariales.

El reciente aumento en la expansión de crédito comercial puede indicar una agitación en la inversión de capital, pero es demasiado temprano para decirlo. Hay evidencia de que algunos gerentes corporativos están empezando a arriesgarse tentativamente en la balanza de riesgo. Las nuevas órdenes de bienes de capital, equipo y software, después de haber caído en los años anteriores, se ha estabilizado y en algunos casos ha regresado a las condiciones normales este año —una mejora, ciertamente, pero no necesariamente el comienzo de una recuperación vigorosa.

En fin, la inversión de capital será muy dependiente de las perspectivas de ganancias y la resolución de las incertidumbres que rodean la perspectiva comercial y la situación geopolítica. En la actualidad estas consideraciones imponen una barrera formidable a la nueva inversión. Los márgenes de ganancia han estado este año un poco superiores al año anterior, ayudados de manera importante por el fuerte crecimiento en la productividad laboral. Pero aún falta fuerza en los precios para un vigoroso y ampliamente basado incremento en el gasto de capital, requerirá con seguridad un mayor aumento en las ganancias y los flujos de efectivo en las corporaciones.

Una completa enumeración de los problemas que rodean la perspectiva económica sería, como de costumbre, larga. Pero las preocupaciones citadas a



menudo sobre los niveles de deuda y los costos del servicio de la deuda de los hogares y las firmas parecen un poco exageradas. La combinación de las hipotecas de los hogares y las deudas de los consumidores como porción de ingreso disponible ha llegado a un alto nivel histórico. Pero la tendencia ascendente en la serie refleja, en parte, las innovaciones financieras que han aumentado el acceso a crédito en los mercados para muchos hogares. Estas innovaciones incluyen el desarrollo de un profundo mercado secundario para las hipotecas de viviendas, junto con el advenimiento del *credit scoring* y de un sistema automatizado de modelos *underwriting* que han reforzado la capacidad de los prestamistas y de las compañías de tarjetas de crédito para identificar el buen riesgo crediticio. Estas innovaciones bajan el nivel de riesgo de cualquier monto dado de deuda.

De seguro, la deuda hipotecaria de los propietarios de vivienda con respecto a sus ingresos está en altos niveles frente a la norma histórica. Pero, como consecuencia de las bajas tasas de interés, el servicio requerido por esta deuda frente al ingreso de los propietarios está en línea con el promedio histórico. Es más, debido a las continuas ganancias en el valor real de los bienes raíces residenciales, el valor del capital invertido en las casas ha seguido subiendo a pesar de los grandes pagos de deuda financiera. Adicional a los costos fijos asociados con otras obligaciones financieras, como los pagos del arriendo, crédito de instalación del consumidor, y los alquileres de autos, el costo total del servicio de deuda que enfrenta los hogares, frente a su ingreso, aparece elevado cuando se compara con los promedios históricos. Pero con toda probabilidad ellos no son un motivo de preocupación.

Alguna tensión en la carga de deuda corporativa se puso en evidencia a medida que las tasas de retorno en importantes proyectos financiados con la deuda cayeron por debajo de las expectativas durante los últimos años. Mientras la deuda global no ha sido pagada, las corporaciones han aumentado significativamente la tenencia de efectivo y han reducido sus obligaciones de deuda de corto plazo, emitiendo bonos para pagar los papeles comerciales y los préstamos bancarios.

A comienzos de 2000, a medida que los desequilibrios financieros y el aumento del riesgo pusieron coto a la creciente inversión de capital se siguieron presentando posibilidades de ser explotados. Uno debe presumir que éstas, todavía existen y que pudieron haber sido agrandadas por los adelantos tecnológicos sucesivos. De hecho, uno de los rasgos más notables de la actuación de la economía americana durante el último año habían sido las ganancias extraordinarias en la productividad. El aumento en el rendimiento por hora durante el trimestre del año que acaba -5-1/2 por ciento-, fue el aumento más grande en varias décadas. Ese ritmo probablemente no se sostendrá, pero sugiere que los apoyos subyacentes al crecimiento de productividad no hayan llegado a su límite. Contra cualquier antecedente, cualquier descenso significativo en la actual geopolítica y otros riesgos deben mejorar los desempeños de capital, la espuela indispensable a un camino de crecimiento económico mayor.

En resumen, cuando nos enfocamos en los peligros de las burbujas, la deflación y el exceso de capacidad, la marcada mejora en el grado de flexibilidad y resistencia exhibida por nuestra economía en los recientes años debe servirnos de consuelo por ahora. Sin embargo, los hacedores de política económica enfrentamos un portafolio de problemas más amplio que los que nuestros predecesores parecían enfrentar hace medio siglo. La creciente complejidad de nuestro sistema económico y financiero global juega su papel. Es más, las mismas tecnologías que nos han ayudado a cosechar una enorme eficiencia también nos presentaron los nuevos retos de incrementar nuestra interconexión.