



FANTASMAS OCHENTOSOS, FALLIDOS PERTURBADORES Y RIESGO SISTÉMICO EN EL MENÚ DE LA FED

Coyuntura mundial

TOMAS RAFFO

Coordinación
Ana Rameri

Noviembre 2022



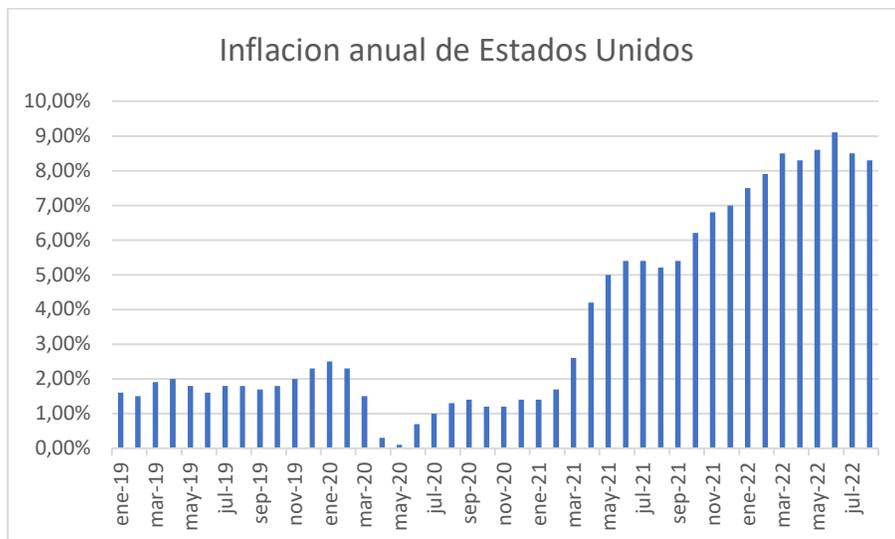
El dato más relevante en términos de la dinámica económica mundial ha sido el aumento de las tasas de interés por parte del Banco Central de Estados Unidos, comúnmente conocido como la FED. En efecto el 22 de septiembre en la reunión de directores se decidió aumentar 75 puntos básicos la tasa de referencia a la que se prestan los bancos a corto plazo, llevándola a un rango de entre 3 a 3,25% la tasa de interés que la Reserva Federal de Estados Unidos le presta a los bancos de su sistema financiero.

Se trata del 5to aumento de la tasa de interés en lo que va del año, que habiéndose ubicado en un 0% a partir del inicio de la pandemia en marzo del 2020; inició un ciclo alcista desde marzo de 2022, bajo el siguiente esquema:

| Fecha | Tasa de interés |
|-----------------------|-----------------|
| 16 marzo 2020 | 0% |
| 17 marzo 2022 | 0,25% |
| 5 de mayo 2022 | 0,75% |
| 16 de junio 2022 | 1,50% |
| 28 de julio 2022 | 2,25% |
| 22 de septiembre 2022 | 3,00% |

El aumento de la tasa de interés por parte de la FED es la concreción de la estrategia que tiene dicha institución para intentar contener el aumento de la inflación de ese país. En efecto, la tasa de inflación de Estados Unidos muestra una tendencia al alza persistente desde abril del 2021 cuando la inflación saltó del 2,6% anual de marzo del 2021 al 4,2% anual en abril. Previo a dicho aumento, la tasa de inflación durante la pandemia estuvo en siempre por debajo del 1,5% anual, con momentos mínimos de la inflación en marzo 2020 del 0,3% anual y en abril del 2020 con un 0,1% anual.

Es decir, se observa que luego del letargo inflacionario en que derivó el primer año de la pandemia, a partir de marzo del 2021 se presentan presiones inflacionarias que no derivaron en ningún aumento de la tasa de interés por parte de la FED, porque se estimaba que eran presiones inflacionarias derivadas de problemas de la oferta y que paulatinamente, al ir recuperándose la actividad económica post pandemia, la tasa de inflación volvería a los niveles previos, es decir, cuando la inflación anual rondaba en promedio el 2% anual (del 2019). Sin embargo, dicha situación no ocurrió, sino que mes a mes la tasa de inflación fue subiendo paulatinamente, ubicándose en promedio en un 5% anual durante el período mayo - septiembre 2021, para a partir de ahí acelerarse al 6 - 7% anual en octubre – diciembre 2021, y arrancar el 2022 con una tasa de inflación aún en ascenso, del 7,5% en enero y del 7,9% en febrero 2022.



Es a partir de marzo que comienza el rally de aumentos de tasas de la FED, que a pesar de subir de 0% a 1,25% hasta junio 2022, la inflación lejos de bajar, siguió aumentando hasta alcanzar el 9,1% anual en junio. Recién en julio y agosto se observan leves bajas en el crecimiento inflacionario, del 8,5% y 8,3% anual, pero aún bastante elevados para el objetivo que se plantea la Reserva Federal.

En el cuadro que sigue presentamos la tasa de inflación promedio de Estados Unidos de los últimos 4 años, que permite observar el cambio de contexto que supone la aparición de la inflación en el país del norte.

Tasas de Inflación promedio anual en Estados Unidos. 2019 – 2022.

| | |
|---------------------|-------|
| 2022 (enero-agosto) | 8,34% |
| 2021 | 4,99% |
| 2020 | 1,24% |
| 2019 | 1,82% |

Este es el contexto que explica el crecimiento de las tasas de interés de la Reserva Federal, fundado por los propios dichos de su presidente, Jerome Powell, quien no pierde oportunidad de señalar que es se *“hará todo lo necesario, para bajar la inflación”*, lo que en primera instancia quiere decir que va a seguir aumentando las tasas de interés todo lo que sea necesario. Nada asegura el éxito de esta estrategia, ni siquiera para bajar la inflación, porque como se observa del gráfico que hemos presentado, a pesar de los 5 aumentos de la tasa en lo que va del 2022, lejos está la inflación de haber revertido su tendencia alcista.

De lo que se desprende la primera conclusión: **las tasas de interés de la FED seguirán aumentando en el corto plazo**. Ya lo adelantó la propia FED anunciando que su proyección de tasas para fin de año será del 4,25%; por lo que aún restan por lo menos 2 momentos de aumentos de tasas de acá a fin de año, que podría ser de 0,75 la primera vez quizás a principios de noviembre, y otro tanto al comenzar diciembre

2022. Lo expuesto forma parte de la política económica de la FED, no sólo aumentar las tasas, sino fundamentalmente indicar que van a seguir aumentando tasas en el corto plazo, con la expectativa de *adelantar el ajuste económico*, esperando, con poca probabilidad de éxito de que no sea necesario aumentar la tasa. Pero no sólo eso, sino que expresaron que para el 2023 se espera que la tasa esté por encima de la del 2022 en un 0,25 puntos básico. Las especulaciones que se escuchan de los economistas que leen entre líneas los dichos de la FED es que al decir que la tasa del 2023 va a estar un 0,25 puntos por encima de *como termine* en el 2022, no se puede dejar pasar el hecho de que modificó la tasa de consenso para fines del 2022 a 4,25%. Tampoco aseguró de que dicha tasa será efectivamente a la que se llegue al finalizar el 2022, pudiendo ocurrir, como está ocurriendo en los últimos aumentos, que la FED aumente las tasas por encima de lo previamente consensuado. De este modo algunos sospechan que la tasa de interés de la FED puede estar entre 5 y eventualmente 6% de acá a fin de año.

Todas estas especulaciones no vienen de la nada, sino de una referencia precisa que el presidente de la FED ha instalado en sus últimas apariciones. Se trata de la referencia repetida a Paul Volcker, el recordado presidente de la FED de finales de los 70, que cuando asumió y frente a un contexto inflacionario similar al que tiene la economía estadounidense, decidió realizar una política de ajuste brutal de la economía, multiplicando por 2 las tasas de interés, llevándola de un 11% a un 20% anual en pocos meses; en lo que fue una verdadera política de shock regresivo sobre la economía norteamericana, que si bien logró reducir la inflación del 15% de 1980 al 3% anual de 1983, lo hizo al costo de aumentar el desempleo que saltó del 6% en 1980 al 10% en 1982.

La referencia a Volcker (el fantasma ochentoso) aparece repetidamente en el actual presidente de la FED. Lo hizo en su conferencia en la reunión de Jackson Hole (el apartado pueblo de Wyoming donde se reúnen los banqueros centrales que componen la FED, junto a los principales economistas y académicos del mundo financiero y representantes de las principales empresas privadas) donde para fundar su objetivo de llevar la inflación a una meta del 2% anual, nombró media docenas de veces a Volcker.

Del mismo modo, en el reciente anuncio de aumento de la tasa de interés reafirmó su compromiso con Volcker al empezar diciendo que “nada ha cambiado desde Jackson Hole” y por si fuera poco en el medio de su discurso, cuando se le preguntaba hasta cuando iba a aumentar las tasas de interés, respondió con una fallido esclarecedor y estremecedor: ***“no vamos a parar hasta que bajen los salarios...perdón, hasta que baje la inflación”***. Resulta evidente el objetivo de la FED, detrás de la lucha contra la inflación se esconde el objetivo de que se opere una brutal redistribución regresiva de los ingresos: se trata de bajar los salarios, para lo cual es necesario aumentar el desempleo, a lo Volcker, y a ese fin concurre el aumento de la tasa de interés. Con su impacto en términos de caída en los niveles de actividad económica.

Un detalle parece no ser percibido por el presidente de la FED y por aquellos seducidos por la reaparición de Volcker, y es que el contexto de finales de los 70 nada tiene que ver con el contexto actual, en muchos aspectos, y en uno de carácter central

para la política monetaria de aumento de las tasas de interés: el referido al nivel de apalancamiento de la economía mundial y particularmente de la economía norteamericana. El peso de la deuda en los hogares, en las empresas y en los gobiernos (municipales y el federal) nada tiene que ver con la etapa Volcker. En aquel entonces se daba inicio al ciclo de financiarización de la economía mundial; en este momento estamos en el punto máximo del endeudamiento de todos los actores del escenario económico.

Un sencillo ejemplo permite aclarar la cuestión: No es lo mismo el impacto que tiene la duplicación de tasas (del 10 al 20% como con Volcker) a una empresa que tiene una facturación de U\$S 100 millones y una deuda de U\$S 20 millones; que el impacto que tiene aumentar 3 puntos la tasa (como en la etapa Powell) a una empresa que factura U\$S 100 millones pero tiene una deuda por U\$S 2.000 millones. En el primer caso la duplicación de tasas (10 puntos) a los sumo compromete un 10% adicional su facturación; es un problema cuya resolución seguramente apele a mecanismos de ajuste que permitan a la empresas subsistir; y en el segundo caso la empresa directamente se funde.

Los datos del Banco Mundial son elocuentes: la Deuda Pública del Gobierno Federal de Estados Unidos era del 40% a finales de los 80; pasó al 47% en 1995; se redujó al 33% en el año 2000; y a partir de ahí presenta una sólida tendencia alcista, ubicándose en torno al 55% hasta el año 2007; con un salto de la deuda a partir de la crisis financiera del 2008, momento en que empieza una crecimiento vertiginoso ininterrumpido hasta el 2012 cuando alcanza el 95% del PBI; a partir de ese año y hasta el 2019, es decir previo la pandemia, la deuda del gobierno federal representaba entre el 95 y el 100% del PBI; pero es a partir de la pandemia donde se verifica un fenomenal salto del endeudamiento público, alcanzando nada menos que el 160% del PBI en el año 2020.

Es este elevado nivel de apalancamiento del gobierno, pero también de los hogares, y fundamentalmente de las empresas, y dentro de ellas de los principales bancos comerciales, los que fundan un temor a un eventual crash financiero, como fue el caso de Lehman Brothers, que fue el punto máximo de la crisis financiera desatada por el aumento de las tasas de interés, y que frente al riesgo sistémico que ello suponía implicó una reversión de la política monetaria, inyectando liquidez y revirtiendo el aumento de las tasas de interés. Un evento de riesgo sistémico como el de Lehman Brothers no es del todo descartado dada la política que está llevando la Reserva Federal de Estados Unidos. No se puede predecir cuando, ni dónde ocurrirá, pero rumores como los que circulan alrededor del Credit Suisse con un elevado nivel de apalancamiento, ya se hacen sentir produciendo un desplome del precio de sus acciones.

No se puede descartar un evento que ponga en evidencia el riesgo sistémico al que está exponiendo la Reserva Federal con el aumento de las tasas de interés. En este sentido es conveniente notar, que con una economía mucho menos endeudada en aquel momento, la tasa de interés actual es casi similar a la de marzo del 2008; que era del 3,50% (si bien a finales del 2007 estaba en 4,25%).

Lo que sí se está verificando es una brutal apreciación del dólar como refugio de valor frente al resto de las monedas, lo que ha llevado a una fuerte devaluación del resto de las monedas, principalmente de Inglaterra (20%); Japón (20%) y Europa (15%); así como un gran desplome del precio de los activos financieros (caída del 10% del índice del S&P500 del precio de las acciones de las 500 empresas más grandes que cotizan en la Bolsa).

Un mundo con un dólar apreciado introduce tensiones devaluatorias en las economías emergentes, entre ellas nuestro país, que como es sabido amplifica y reproduce desigualdades, favoreciendo a los exportadores; a costa de un nuevo aumento en el precio de los alimentos, que impacta deteriorando el poder adquisitivo de los salarios, y produciendo un achicamiento del mercado interno, con expansiones del desempleo y la pobreza. Un escenario adverso, que requiere una política interna que tenga vocación de enfrentar estas tendencias recesivas y promotoras de desigualdad que aparecen con fuerza en el escenario mundial. Escenario en el cual los datos positivos aparecen al observar los cambios gubernamentales en América Latina. Puntualmente, el reciente triunfo de Lula en Brasil abre posibilidades interesantes para la Argentina y para la región a la hora de pensar en cómo enfrentar este difícil escenario mundial.