



CEPREDE

CEPREDE Centro de Predicción Económica
Facultad CC.EE. y EE. Módulo E-XIV UAM
28049 Cantoblanco - Madrid. Teléf. y Fax: 91497 86 70
www.ceprede.com e-mail: info@ceprede.com

Predicciones, alternativas y riesgos

Servicio de alerta

El conundrum y China

E. Fontela

En febrero de este año, Alan Greenspan se olvidó de la “exhuberancia irracional” de los mercados de acciones que en su análisis de 1996 anunciaba al final de la burbuja de los valores tecnológicos, para hablar al mundo financiero del “conundrum”, palabra inusual, sinónimo de “enigma”, y que esta vez aplicaba al mercado de obligaciones y a las “aberrantes” tasas de interés a largo plazo. A partir de mediados del 2004 la Reserva Federal había iniciado una lenta y progresiva subida de los tipos de interés a corto plazo, pero a pesar de ello los tipos a largo se habían mantenido constantes. Greenspan esperaba que en breve esta aberración se corregiría, aunque por el momento la situación sigue invariable. Como se piensa en general que Greenspan mantendrá su política de alza del tipo de interés hasta llegar el año próximo al 4,5% o al 5%, cabe preguntarse cuando por fin empezarán a subir los tipos a largo. ¿O vamos a llegar a una situación todavía más aberrante en la que sería más barato endeudarse a largo plazo que a corto plazo?

Se supone que si los tipos a largo se mantienen a niveles bajos (o descienden como es el caso de Europa), y si en paralelo disminuyen los *spreads* y las primas de riesgo (en las obligaciones de empresas y también en los títulos de deuda soberana de los países en vías de desarrollo) es que el sistema financiero internacional no ve ninguna crisis en el horizonte (o, lo que es más



probable, que está convencido de que en caso de dificultad, como ocurrió en 2000-2001, bajarían rápidamente los tipos a corto y se abrirían de nuevo aun más las compuertas de la liquidez monetaria) En el fondo el conundrum se apoya en la confianza de los financieros en la inmortalidad de Greenspan (o por lo menos en el éxito en su caso ¡de las nuevas tecnologías del anti-ageing!), y en su extraordinaria capacidad para mantener contra viento y marea la credibilidad del sistema financiero americano. Es difícil imaginar que el sucesor de Greenspan pueda manejar las “exuberancias irracionales” y los “conundra” con tan extraordinaria maestría.

Sin embargo, detrás del velo monetario está la economía real, y es necesario ver lo que esconde el conundrum, para anticipar sus posibles consecuencias sobre la economía americana, y evidentemente sobre la economía mundial.

El déficit de la balanza por cuenta corriente de Estados Unidos progresa sin pausa, debe situarse en 2005 en un 6,5% del PIB, y algunos analistas lo sitúan ya en un 8% en 2008: el país sigue sin ahorro manteniendo una elevada tasa de consumo e inversión, pero como dicen los tipos de interés a largo plazo, esta situación no genera problemas de financiación. El resto del mundo está dispuesto a seguir prestando y tiene hasta excedentes de liquidez en dólares. El “resto del mundo” está hoy en Asia, y especialmente en China.

En volumen, los activos japoneses en dólares siguen siendo los más importantes, pero desde un punto de vista estratégico es en China donde se esconde la clave del conundrum. En un año, las reservas chinas han aumentado en 220.000 millones de dólares, y son las compras oficiales chinas (y las del resto de Asia que cada día depende más del éxito de la economía china) de Bonos del Tesoro americano las que evitan la subida de los tipos a largo plazo. El sistema (algunos hablan de un Bretton Woods II del Pacífico) permite mantener la demanda americana, las exportaciones chinas, y el crecimiento productivo. Desde un punto de vista microeconómico, lo que hacen las autoridades monetarias chinas, o sea, invertir en dólares con baja rentabilidad financiera y con un importante riesgo cambiario, no tiene mucho sentido, pero desde un punto de vista macroeconómico la operación es un éxito; en un país comunista como China, la macroeconomía es como una gran empresa nacional, y su funcionamiento real es más importante que su funcionamiento financiero. Vale la pena perder capital financiero para crear empleo; es una nueva fórmula del keynesianismo: es bueno trabajar cavando fosas aunque sea para volverlas a rellenar.

Lentamente China está intentando reducir su dependencia del dólar y de los Estados Unidos, y toma discretas medidas en esa dirección porque cualquier movimiento brusco tendría aspectos catastróficos. Si sus intenciones son serias, pronto se confirmarán las expectativas de Greenspan de subida de los tipos a largo y de solución del conundrum. Pero, que duda cabe, la maniobra es arriesgada. Cualquier error en el volumen de las transacciones cambiarias puede provocar una estampida.

¿Y Europa? Tendrá que navegar con prudencia. Una diversificación paulatina de las reservas chinas, llevaría a un reforzamiento ulterior del euro (¿más allá de límites razonables?) y mantendría la posibilidad de una política monetaria todavía más expansiva. A Europa le interesa un soft-landing sino-americano, y le afectaría muy negativamente una corrección demasiado brusca de los desequilibrios. Apostemos por el aterrizaje suave; después de todo, falta menos de medio año para que Alan cumpla los ochenta años (A. Greenspan nació el 6 de marzo de 1926 cuando se intuía la llegada de la Gran Crisis) y varios meses para que abandone la Reserva Federal.