

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

BOLETÍN

VOLUMEN LI, NÚMERO 1

ENERO-MARZO DE 2005

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

ASAMBLEA

Bancos Centrales Asociados (*vox et vo-
tum*) y Miembros Colaboradores (*vox*)

JUNTA DE GOBIERNO, 2003-2005

Presidente: Banco Central de Brasil

Miembros: Banco Central de la Repú-
blica Argentina; Banco Central de Bar-
bados; Banco de la República (Co-
lombia); Banco de Guatemala; Banco
de México (permamente); Banco Cen-
tral de Venezuela.

AUDITORÍA EXTERNA

Banco de México

PERSONAL DIRECTIVO

Director general
Kenneth Coates

Subdirector general
José-Linaldo Gomes de Aguiar

Directora de Capacitación
Jimena Carretero Gordon

Director de Estudios
Fernando Sánchez Cuadros

Director de Relaciones internacionales
Juan-Manuel Rodríguez Sierra

Director de Administración
Carlos Pinedo Rodríguez

Boletín es una publicación del Centro de Estu-
dios Monetarios Latinoamericanos, Durango
nº 54, México, D. F., 06700. Aparece al fin de
cada trimestre. ISSN 0186 7229.

CEMLA BOLETÍN

ÍNDICE

- 1 **Nota editorial**
- 3 **El nuevo orden monetario internacional**
Mark Carney
- 12 **Política monetaria y precios de activos: una
mirada retrospectiva a los momentos de
auge en los mercados de valores de Esta-
dos Unidos en el pasado**
Michael D. Bordo
David C. Wheelock
- 35 **La política de comunicación del Banco
Central Europeo: una revisión de los pri-
meros cinco años**
Britta Kuhn
- 43 **Comparecencia del gobernador del Banco
de España, Jaime Caruana, ante la Comi-
sión de Presupuestos del Congreso de los
Diputados**
- 49 **Autoridades de los bancos centrales lati-
noamericanos y otras instituciones miem-
bros del CEMLA**
- 50 **Actividades del CEMLA durante diciembre de
2004-febrero de 2005**
- 51 **Premio de Banca Central “Rodrigo Gó-
mez”: convocatoria para 2006**

*Los trabajos firmados son responsabilidad exclusiva de los au-
tores y no coinciden necesariamente con el criterio del CEMLA.*

VOLUMEN LI

NÚMERO 1

ENERO-MARZO DE 2005

Nota editorial

En este número de Boletín hemos seleccionado cuatro artículos de gran importancia para el entorno en el que se desempeñan actualmente tanto la política monetaria como la labor de los bancos centrales.

El primero de ellos intitulado “El nuevo orden monetario internacional”, del economista canadiense Mark Carney, en el que presenta un análisis personal de las principales características que parecen ir dominando las relaciones monetarias entre los bloques de países más importantes y las principales economías que participan en la economía global.

El segundo, elaborado por los economistas estadounidenses, Michael D. Bordo y David C. Wheelock, para el Fondo Monetario Internacional, es un extenso análisis histórico de las relaciones que se han dado entre los aumentos de precios de los activos financieros y las crisis del mercado de valores en Estados Unidos desde las últimas etapas del siglo XIX hasta las primeras crisis de la globalización. Encuentran relaciones muy interesantes en varios casos y también perciben que no es posible establecer reglas únicas para explicar estas relaciones. Las situaciones particulares de los distintos períodos de paz o de guerra han generado diferentes repercusiones. Es sumamente interesante para el analista o el lector versado en temas financieros y de los mercados de valores conocer este análisis histórico tan completo.

El tercer artículo, elaborado por Britta Kuhn, especialista alemana en ciencias de la comunicación, hace un estudio a fondo de la política de comunicación que ha seguido el Banco Central Europeo, en particular para la asimilación del euro como moneda común de la mayor parte de la Unión Europea. Resulta interesante conocer el énfasis que hace una analista independiente sobre los diferentes enfoques que una política de comunicación de un banco central debe tomar en cuenta, ya que no es lo mismo el caso de la información que se maneja para los especialistas financieros o académicos, que el caso del público en general.

El cuarto artículo, corresponde a la “Comparecencia del gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de Diputados”, en el que destaca el papel que desempeña la política presupuestal en el contexto externo y señala que debe evitarse que los riesgos que emergen actualmente afecten la continuidad de la recuperación y la convergencia del proceso europeo.

Al concluir los artículos, se incorporan las secciones correspondientes a las actualizaciones de las autoridades de los bancos centrales latinoamericanos y otras instituciones miembros del CEMLA, así como a la reseña de las actividades desarrolladas trimestralmente, por este Centro de Estudios.

El nuevo orden monetario internacional*

Mark Carney

I. Introducción

Es un honor pronunciar mi primer discurso como suplente del ministro de Finanzas ante la Sociedad de Analistas Financieros de Toronto (TIFA, por sus siglas en inglés). Desde luego, reconozco que la única razón de que esté aquí se debe a mi previo papel como subgobernador del Banco de Canadá. Confío en que me perdonarán esta especie de anzuelo o señuelo. Lo que sigue son opiniones personales que no necesariamente son compartidas ya sea por el Banco o bien por el Gobierno.

Me gustaría enfocar lo que voy a decir en una cuestión central para las perspectivas de la economía global, así como en el panorama que ofrecen las inversiones: el estado del sistema monetario internacional. A primera vista, esta elección puede parecer curiosa. Todos sabemos que los cambios en los valores de la moneda pueden a veces trastornar los mejores cálculos sobre la selección de acciones de comportamiento sobresaliente; el desafío consiste normalmente en identificar las perspectivas de fluctuaciones monetarias (o cubrirse a tiempo), más bien que anticipar las consecuencias de las nuevas disposiciones monetarias internacionales. Esto, empero, es precisamente lo que muchos serios comentaristas y algunos formuladores de política quisieran que usted creyera, o sea que el mundo se ha acomodado a un

nuevo paradigma monetario internacional, al que a menudo se hace referencia como el nuevo sistema de Bretton Woods.

A juzgar por la ilustrada audiencia, sospecho que la palabra “paradigma” ha hecho que levanten las antenas, y en realidad, están a punto de escuchar por qué, desde una perspectiva macroeconómica internacional, “*This time it’s different*”, resultan las cuatro palabras más costosas del lenguaje inglés.¹

Para ayudarles a sacar sus propias conclusiones acerca de si estamos en una nueva era de valores casi de primera clase, dividiré mis observaciones en cuatro grandes secciones. Comenzaré por pasar revista brevemente el desafío de los desequilibrios globales. Después, tomaré en consideración los argumentos de por qué la actual situación puede ser sostenible y aun deseable. A continuación argüiré que, en efecto, el dicho de Templeton sigue aplicándose: No vivimos en tiempos diferentes, el nuevo “sistema” está destinado a abrir brecha, y sería sumamente costoso no creer que va a ocurrir así. En conclusión paso a considerar las implicaciones políticas de esta situación. Dejaré en sus manos de profesionales las implicaciones para la inversión.

II. El desafío de los desequilibrios globales

Antes de proseguir, me gustaría dejar en claro lo que se quiere decir por desequilibrios globales. El Banco de Canadá ha discutido detalladamente las perspectivas de ajuste global, durante los últimos dieciocho meses. Aunque hasta ahora la economía canadiense ha reaccionado relativamente bien al

* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, el artículo de M. Carney, subgobernador del Banco de Canadá, del original en inglés publicado en *Bank of Canada Review*, invierno de 2004-2005, pp. 49-57. El autor fue responsable de cuestiones internacionales del 5 agosto de 2003 al 12 de noviembre de 2004, así como nombrado suplente del ministro de Finanzas el 15 de noviembre de 2004. El presente texto es una versión ligeramente abreviada de su discurso pronunciado el 23 de noviembre de 2004, ante la Sociedad de Analistas Financieros de Toronto. Las modificaciones se hicieron con el propósito de su publicación.

¹ Atribuidas a Sir John Templeton. Véase, por ejemplo, Chancellor (1999).

cambio global, resulta importante considerar la escala de la tarea. Actualmente, existen dos grandes macro desequilibrios relacionados: un importante déficit en la cuenta corriente de Estados Unidos y sustanciales excedentes de balanza de pagos en Asia.

1) *El déficit en cuenta corriente de EUA*

El déficit en cuenta corriente de EUA no tiene precedente. Ascende a 5.5% del PIB y es mayor que el de cualquier otro país industrial importante desde la disolución del sistema de Bretton Woods en 1971. La escala se magnifica cuando se considera que Estados Unidos es una economía relativamente cerrada. Por ejemplo, el déficit de EUA representa más de 20% del sector de intercambio comercial del país, lo que equivale aproximadamente a las relaciones de precrisis en México y Argentina.²

El déficit en cuenta corriente de EUA probablemente continuará elevándose en los años siguientes, por tres razones.

a) Aritmética incómoda

En primer lugar, la aritmética subyacente constituye un reto muy particular. Las importaciones de EUA son actualmente alrededor de 50% mayores que sus exportaciones. Como resultado, aun si las importaciones y exportaciones crecen como lo han venido haciendo históricamente (alrededor de 6%) y la economía crece a todo su potencial (alrededor de 3.5%), el déficit corriente pasará de 6% al cabo de tres años.

Sin embargo, es improbable que las exportaciones sigan el ritmo de crecimiento de las importaciones, pues EUA propende a importar al menos 50% más de lo que propende a exportar.³ Es decir, si se supone que en EUA y el resto del mundo (RM) un producto interno bruto (PIB) cada uno de los cuales se eleva a una tasa equivalente, las importaciones de EUA se incrementarán a una tasa aproximadamente 50% más alta que las exportaciones de EUA. Si se aplica esta relación (que no entienden plenamente los economistas, pero que se ha sostenido durante más de 30 años) al simple ejemplo mencionado arriba, ello implica un déficit de 7.5% del PIB al cabo de tres años.⁴

² Las relaciones equivalentes para México en 1994 y Argentina en 1998, fueron 12% y 25%, respectivamente.

³ Este es un supuesto conservador. Hooper, Johnson, y Márquez (2000) estiman que la propensión de EUA a importar es de 1.8%, y a exportar de 0.8 por ciento.

⁴ Las proyecciones de Roubini y Setser (2004) arrojan resultados similares.

b) Crecimiento global desequilibrado

La segunda razón por la cual el déficit en cuenta corriente de EUA es probable que se deteriore, es porque resulta poco probable que los cambios en el crecimiento global relativo acudan al rescate. Dicho en términos sencillos, el RM es poco probable que crezca a una tasa más rápida que Estados Unidos. En años recientes, la economía de EUA ha representado alrededor de un tercio del crecimiento global y, entre las principales economías, únicamente Estados Unidos, Canadá, China, la India, y Rusia han contribuido más que su parte de PIB global al crecimiento global.

Hasta cierto punto, ese desempeño refleja tasas de crecimiento potencial que difieren dramáticamente a través de las principales regiones económicas. Por ejemplo, favorecidas por su demografía, mercados de trabajo más flexibles, y (parcialmente como consecuencia) un crecimiento estructural de la productividad más vigoroso, las economías de Estados Unidos y Canadá cuentan con tasas de crecimiento potencial que son más de 50% mayores que las de sus otros socios del G-7.

Como resultado, sin contar con otros ajustes, las importaciones de EUA continuarán siendo impulsadas por el crecimiento de la demanda interna, a una tasa que exceda el impacto del crecimiento económico extranjero sobre las exportaciones de EUA.

c) La brecha ahorro-inversión

Un ajuste potencial sería el incremento del ahorro relativo en EUA. El déficit en cuenta corriente es equivalente a la brecha ahorro-inversión en una economía, de modo que por definición, si se estrecha la diferencia entre ahorro e inversión, se logrará una reducción en la brecha en cuenta corriente.

En años recientes ha ocurrido lo opuesto, pues las declinaciones en el ahorro nacional de EUA han sobrepasado las reducciones en la inversión. La tasa nacional de ahorro de EUA ha caído durante los últimos cinco años a su nivel históricamente más bajo. Inferior a 1.5% del PIB, la tasa de ahorro nacional de EUA es alrededor de la mitad de su nivel de hace diez años. El incremento del ahorro corporativo que se registró tras la burbuja (cuando se emprendió la reparación de la hoja de balance), ha sido eliminado por la nueva declinación en el ahorro de los hogares y el agudo giro que tomó el financiamiento del déficit gubernamental.

Durante el mismo período, las tasas de crecimiento de la inversión han declinado, y los gastos de inversión han permanecido enfocados principalmente al sector interno. La combinación de un

entorno de bajas tasas de interés y fuerte competencia extranjera ha estimulado la inversión en viviendas residenciales, bienes raíces comerciales, y sectores minoristas (lo que económicamente denominamos el sector no comerciable de la economía). En otras palabras, el ahorro foráneo es un sector financiero de la economía que en último término no ayudará a generar exportaciones y, por lo tanto, a estrechar el actual déficit en cuenta corriente.

Para la mayoría de las economías, esta situación hubiera sido ya causa de trastornos, como una dinámica similar lo hizo en México y Tailandia en los años de la década que se inició en 1990. Sin embargo, aun cuando su relación obligaciones extranjeras netas/exportaciones de 280% es comparable a la de B única con que se califica a Brasil, Estados Unidos puede mitigar sustancialmente la carga de reembolso mediante la toma de abrumadores préstamos en su propia moneda (Roubini y Setser 2004). Si bien que, contrariamente a lo que sucede en la mayoría de las economías, una depreciación en EUA claramente mejora su capacidad para el servicio de la deuda.⁵

En resumen, el déficit en cuenta corriente de EUA no tiene precedente; seguirá deteriorándose aun con un crecimiento global equilibrado, que por sí mismo es poco probablemente que se produzca sin previos y sustanciales ajustes.

Entonces, ¿cómo se está financiando el déficit? ¿Y por cuánto tiempo se puede sostener este proceso? Esto nos lleva al segundo más importante desequilibrio global: resultando los grandes excedentes en la cuenta corriente y la balanza de pagos de Asia.

2) *Los excedentes de la balanza de pagos de Asia*

Estos excedentes son el complemento del déficit en cuenta corriente de EUA. China es quizás el mejor y más relevante ejemplo, y me basaré ampliamente en ello para ilustrar la dinámica regional en su sentido más amplio. El Fondo Monetario Internacional (FMI) proyecta que el excedente en cuenta corriente de China en este año ascenderá a 2.5% del PIB.⁶ Es frecuente la observación de que las importaciones chinas también están creciendo rápidamente, pero en realidad lo que hacen es mantener el mismo ritmo de crecimiento que las exporta-

⁵ Suponiendo claro está, que la deuda es de suficiente duración y que el incremento en futuros por tomar prestado no sean demasiado severos. Ambas suposiciones parecen en la actualidad. Por ejemplo, en 2003, la posición de obligaciones netas de EUA se incrementó en solamente 2%, a pesar de su déficit en cuenta corriente 5 por ciento.

⁶ Artículo IV, noviembre de 2004, pp.31-32.

ciones en términos de valor.⁷ Parte de la historia consiste en el rápido desarrollo de la cadena de oferta panasiática, centrada en China, que exporta mayormente a Estados Unidos.

El excedente estructural corriente es posiblemente mayor aun que los niveles corrientes. El excedente de 2.5% existe a pesar de que la economía está creciendo por arriba de su tasa potencial y un deterioro en los términos del intercambio a causa de la rápida alza de los precios de las materias primas. Un mercado emergente con un futuro brillante sería de esperar normalmente que registrara un déficit en cuenta corriente a causa de sus importaciones de bienes de capital, principalmente financiados desde el exterior, para acelerar su desarrollo. Nuestra propia experiencia de comienzos del pasado siglo es típica: de 1990 a 1913, el déficit en cuenta corriente de Canadá fue en promedio de 9%, en tanto que se construían nuestras principales industrias de exportación.⁸

En cambio, China está registrando a la vez excedentes de capital y de cuenta corriente, lo que lleva a la rápida acumulación de reservas de divisas. Las reservas chinas han crecido de tasas de incremento anual (CAGR, por sus siglas en inglés) de 28% compuesto durante los últimos cinco años, para alcanzar un total proyectado de 562,000 millones de dólares de EUA a fines de año. En conjunto, los bancos centrales de Asia cuentan con tenencias de 2 billones de dólares, o sea, dos tercios de las reservas de divisas oficiales del mundo entero.

Virtualmente, cualquiera que sea la medida usada, estos incrementos han sido desproporcionados. El crecimiento de las reservas de Asia ha sobrepasado con facilidad el crecimiento de la parte regional en PIB y comercio globales. Lo que es más importante, las reservas de Asia sin contar Japón (NJA, por sus siglas en inglés) están ahora bastante por arriba de los niveles prudenciales. Por ejemplo, las reservas de China cubren 8.5 meses de importaciones, comparadas con los 3 meses que se consideran la norma prudencial.⁹ Aun teniendo en cuenta el reconocido papel del dólar como moneda de reserva, las reservas de Asia constituyen una carga excesiva para el billete verde. A fines de 2003, los datos del Banco de Pagos Internacionales (BPI) revelaron que los activos denominados en

⁷ *Ibidem.*

⁸ Urquhart (1986). Parte de la explicación se encuentra en el bajo consumo en China. El consumo actual de China representa solamente el 40% del PIB, contra dos tercios en Canadá hoy día.

⁹ Representan, asimismo, seis veces la deuda externa a corto plazo. Todas las cifras han sido tomadas de FMI Artículo IV, noviembre de 2004.

dólares constituían alrededor del 70% de las reservas de Asia, o más de dos veces la proporción de 30% que corresponde a EUA en la economía mundial.

Si bien existen algunas discrepancias de datos, parece estar claro que la intervención de los bancos centrales de Asia está financiando una gran proporción del déficit en cuenta corriente de EUA. Por ejemplo, el año pasado, los flujos oficiales a Estados Unidos representaron más de 400 000 millones de dólares de EUA, equivalentes a aproximadamente tres cuartos del déficit en cuenta corriente de EUA.¹⁰

La interpretación que se haga de estos acontecimientos resulta crucial para las perspectivas del sistema monetario internacional.

III. ¿Por qué esta situación puede resultar?

Dos explicaciones compiten sobre el surgimiento de grandes desequilibrios globales y notables cambios en los flujos globales de capital. El que probablemente se les pueda categorizar como incrementada flexibilidad e inflexibilidad calculada, sugiere que no pueden ser ambas correctas.

1) Incrementada flexibilidad

Algunos comentaristas, particularmente Alan Greenspan, presidente del Sistema Federal de Reserva, de Estados Unidos, han sugerido que la actual situación se origina en una combinación de decisiones de cartera racionales e incrementada flexibilidad global.

Desde esta perspectiva, un buen punto de partida consiste en reconocer que el déficit en cuenta corriente de EUA representa alrededor del 10% del total de los ahorros del resto del mundo (RM) (de alrededor de 6 billones de dólares).¹¹ Naturalmente, no todos estos ahorros se invierten internamente. La afluencia de capital neta a Estados Unidos depende del relativo atractivo de los activos de EUA y la disposición de los inversores a diversificarse internacionalmente. Los partidarios de una incrementada flexibilidad afirman que tanto los niveles corrientes como las tendencias futuras, apoyan el continuo financiamiento de los

¹⁰ Higgins y Klitgaard (2004) arguyen que los datos del BPI ofrecen una mejor medida de financiamiento por parte del banco central del déficit en cuenta corriente de EUA, que los datos de la balanza de pagos de Estados Unidos, puesto que capturan fondos del banco central intermediarios extranjeros privados.

¹¹ Cooper (2004). Por reposición a los datos tercios de ahorro extranjero neto, mencionados anteriormente.

déficit en cuenta corriente que se prevén en Estados Unidos.¹²

Claramente hay apoyo para el relativo atractivo de los activos reales y financieros de EUA. A nivel macro, la tasa de crecimiento potencial de EUA es la más elevada de los países del G-7. El presidente Greenspan hace notar que, “La recuperación del crecimiento de la productividad en EUA a mediados de los años noventa [fue] probablemente la causa inmediata de la percepción por los extranjeros de las incrementadas tasas de rendimiento del capital en Estados Unidos”.¹³ Desde luego, una mayor productividad y tasas de crecimiento potencial no necesariamente se traducen en retornos o rendimientos futuros relativamente más elevados, si los participantes en el mercado, como ustedes mismos, han dado ya por descontado este esperado superdesempeño. Lo que es más, como todos los rendimientos deben ser ajustados al riesgo, subsiste la cuestión de si el denominador en la “relación Sharpe” para los activos de EUA se elevará.

Dicho esto, aun los retornos más bajos ajustados al riesgo no necesariamente frenarían el crecimiento de las afluencias de capital a EUA. La diversificación de cartera por sí sola aboga en favor de incrementados flujos hacia el mercado de capitales mayor y más profundo del mundo, especialmente si se consideran las perspectivas de que se liberalice la cuenta de capital en China. Es lógico que, a medida que se liberalizan los controles de capitales, una gran proporción del ahorro privado de China será invertida en la economía de EUA, que todavía representa un cuarto del PIB global y casi la mitad de sus activos financieros negociables. Esta intuición es apoyada por las investigaciones de mi ex colega en el Banco de Canadá, John Helliwell. El trabajo de John sugiere que el sesgo hacia el interior en los países desarrollados ha declinado notablemente en el curso de la última década.¹⁴ Esta explosión en el volumen de los mercados de capital (de la que el incremento decupli-

¹² Nótese que para lograr esto, se necesitan flujos netos hacia Estados Unidos que resulten más atractivos para los chinos sobre una base de volumen de lo que China es para los estadounidenses.

¹³ Greenspan (2003, 2).

¹⁴ Helliwell (2004) actualizada los cálculos Feldstein-Horoika, que demuestran las estrechas correlaciones entre ahorros internos y tasas de inversión en los países que pertenecen a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), mediante la operación de descomponer estas correlaciones en intervalos de 5 años, por lo que encuentran una declinación en la correlación durante los últimos años noventa. Hace notar, empero, que “es muy posible que la mayor varianza de los balances en cuenta corriente refleja las idas y venidas de esta crisis, más que la operación de mercados de inversión globalmente fluida.

cado en el volumen de divisas diario en dólares canadienses durante los últimos veinte años no es más que una muestra), también sugiere un entorno financiero más flexible.¹⁵

Dos consecuencias se derivan claramente si la economía global mantiene su dinamismo hacia una incrementada flexibilidad de bienes y capital. Primero, se puede esperar una mayor dispersión de los balances en cuenta corriente. A este respecto, no es necesariamente sorprendente que la disparidad entre los déficit en cuenta corriente mundiales (principalmente en Estados Unidos) y los excedentes (sobre todo en Asia), jamás haya sido mayor.¹⁶ En segundo lugar, un entorno más flexible debe contribuir a asegurar un ajuste más suave a los desequilibrios globales, por medio de apropiados movimientos en los precios de productos y acciones, tasas de interés, y tipos de cambio.¹⁷ Aunque importante, la creciente flexibilidad requiere de los participantes en el mercado el predominio, a fin de que sea efectiva. En la actualidad, las grandes compras oficiales de títulos del gobierno de EUA pueden estar alterando las señales del mercado y embotando los mecanismos de ajuste del sistema flexible.¹⁸

IV. Inflexibilidad calculada: el nuevo sistema de Bretton Woods

Esto me lleva a examinar la segunda razón posible para la estabilidad sistémica, a la que denominaré inflexibilidad calculada. Los proponentes más conocidos de este tema son Mike Dooley, David Folkerts-Landau, y Peter Garber (DFG) del Deutsche Bank quien, en efecto, afirma que ha surgido un nuevo orden monetario internacional. De acuerdo con DFG, el nuevo sistema de Bretton Woods se autorrefuerza, pues resulta mutuamente benéfico a Asia y Estados Unidos, y lo suficientemente estable para durar varias décadas.¹⁹

Aunque no dispongo del tiempo necesario para dar el detalle de las sutilezas, me atrevo a alentar a ustedes para que lean su obra. Creo que puedo resumir bastante bien su argumento como sigue:

¹⁵ Véase la publicación del Banco de Canadá *Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in Canada* (28 de septiembre de 2004).

¹⁶ Según las estimaciones del FMI, el diferencial es actualmente el equivalente del 2.3% del PIB mundial, habiéndose duplicado la brecha en 10 años (Roach 2004).

¹⁷ Greenspan (2003, 6).

¹⁸ Aunque a menudo se afirma que estas compras se concentran en las Tesorerías de EUA, no está claro si ocurren en el final largo de la curva de rendimiento.

¹⁹ No son los únicos que apoyan la teoría (véase, por ejemplo, McKinnon 2003).

– Existe ahora un nuevo acuerdo *de facto* de Bretton Woods (al que nos referiremos como BW2) con el bloque del dólar asiático.

– Estas economías asiáticas buscan minimizar la apreciación y volatilidad del tipo de cambio, en un esfuerzo por promover el comercio y la inversión.²⁰

– DFG emplean fuertes argumentos de política económica para afirmar que el sistema se autorrefuerza. De nuevo, la dinámica china ocupa una posición central. Según DFG, la amenaza más seria a la estabilidad social de China reside en su capacidad económica para absorber una porción de su excedente laboral. Los autores arguyen que el crecimiento económico impulsado por las exportaciones chinas, ayuda a absorber de 15 a 20 millones de trabajadores que ingresan al mercado del trabajo industrial cada año.²¹ Suponiendo que existe un excedente de trabajadores de 200-300 millones de trabajadores en China, el tiempo de vida del BW2 se tiene que medir en décadas.

– Los intereses estadounidenses también resultan servidos. El reciclaje de los dólares que regresan a la Tesorería de EUA, mantienen los rendimientos bajos. A su vez, las bajas tasas de interés apoyan valoraciones de activos estadounidenses que los consumidores apalancan para financiar nuevos consumos (gran parte de los cuales consiste en mercancías asiáticas baratas).

– Larry Summers ha calificado este arreglo de balanza del terror financiero: el término de las compras asiáticas en dólares comprimirían seriamente las inversiones y el crecimiento de EUA (a través de tasas de interés más elevadas), en tanto que la subsiguiente reapreciación minaría a los sectores de exportación asiáticos. Según DFG, este distanciamiento nadie lo proyecta para los próximos veinte años.

²⁰ Crucial en su motivación es la lección clave que han aprendido de las crisis asiática, o sea que el molde de crecimiento anterior a 1998, basado en la inversión de capital externo se había vuelto crecientemente rehén de repentinas suspensiones y reversiones en las influencias de capital. Inmediatamente después de la crisis asiática, se acumularon excedentes en cuenta corriente, a fin de construir las reservas. Una vez que se alcanzaron prudentes niveles, la acumulación de tenencias ha continuado, pues los países asiáticos intervinieron con fuerza a fin de evitar una reapreciación del tipo de cambio, y así impedir que se frenen las exportaciones.

²¹ Nunca se llega a explicar por qué las industrias orientadas a la exportación son superiores creadoras de empleos que los sectores no comerciables.

- A las corporaciones de EUA se les presenta la oportunidad de invertir en el milagro asiático, lo que determina su apoyo (y en último término el del gobierno de EUA) al sistema. Según se afirma, una magnificación de esta tesis constituye una dinámica que de hecho crea un *swap* de retorno total garantizado para la propiedad china en las Tesorerías de EUA (lo que caería en incumplimiento si China expropiase inversiones estadounidenses en China).
- Eventualmente (al final de la década), el dólar de EUA se deprecia contra sus contrapartes asiáticas, lo que asegura a EUA una posición pasiva neta sostenible. Eventualmente, los países asiáticos asumen su costo de capital, un costo que está más que compensado por los beneficios del actual crecimiento impulsado por las exportaciones.
- El RM (resto del mundo), incluidos Canadá, Europa y los mercados emergentes de América Latina, representan una periferia flotante. Son interesados espectadores que quedan fuera del círculo virtuoso que se dice existe entre Estados Unidos y Asia.

1) *La periferia no se mantiene:*
¿Por qué el BW2 no funcionaría?

La tesis DFG de un audaz nuevo orden monetario internacional es un tema que seduce y suscita estimulantes discusiones académicas, pero pobres elecciones de política. La acumulación asiática de reservas, inicialmente motivada por consideraciones prudenciales, y luego impulsada por la inercia política que inevitablemente parece afligir a los que escogen regímenes de tipo de cambio fijo, resulta ahora avivado por la justificación casi intelectual de los nuevos paradigmáticos que han proclamado el nacimiento del nuevo sistema de Bretton Woods.

Sin embargo, hay al menos cinco razones por las cuales el sistema BW2 parece destinado a fallar.

Primero, ni tan siquiera los nuevos paradigmas pueden suspender las relaciones económicas básicas. Aunque los países pueden fijar sus tipos de cambio nominales, no pueden, ni tan siquiera con flujos de capital parcialmente liberalizados, fijar sus tipos de cambio reales. Como resultado, los ajustes de precios relativos (más bien que los movimientos de tipo de cambio), eventualmente determinarán la requerida apreciación real. Es muy sencillo, la inflación asiática será superior a la estadounidense. Hay ya evidencia de creciente inflación de precios al consumo en China, que se ha

movido de una deflación de 1% hace dos años, a una inflación de 4% este año.²²

Segundo, la intervención de las divisas requiere su esterilización, a fin de mantener el control de la oferta monetaria interna. Esto es muy costoso. Para China, la inmadurez del sistema financiero reduce los costos (es decir, la represión financiera), pero esta ventaja disminuirá a medida que China se modernice. Además de estos costos de flujos, se consideran probables grandes pérdidas de capital (potencialmente del orden de 3% del PIB) en las reservas de divisas (Higgins y Klitgaard 2004).

Tercero, aun con mi limitada experiencia en gobierno y relaciones internacionales, tengo razones para mostrarme escéptico ante las afirmaciones de la compleja, pero bien ajustada coordinación en las fronteras entre gobiernos, así como entre los actores públicos y privados. Por ejemplo, en Estados Unidos, el interés y la influencia de las firmas de EUA que invierten en Asia superan los del sector manufacturero interno y sus empleados. ¿Cómo es esto? ¿Y por qué ha de ser también el caso en Europa y Canadá, que actualmente soportan una desproporcionada carga de una depreciación del dólar? ¿No es acaso posible que la balanza de ganadores y perdedores podría incrementar la probabilidad del proteccionismo?

Cuarto, se supone la coordinación entre los gobiernos asiáticos. Sin embargo, BW2 no tiene ni el compromiso creíble con la estabilidad del tipo de cambio ni el mecanismo de ajuste que caracterizaba al antiguo sistema de Bretton Woods. La emergente cadena de oferta panasiática no es equivalente al desarrollo de un bloque monetario institucionalmente anclado. Por ejemplo, Asia cuenta con tantos tipos de cambio en flotación manejada como vinculados formalmente a otra moneda.²³ Lo que es más, no está claro si todos los países en la región tienen la misma estructura de tiempo ajustada. El peso del excedente laboral en el resto de NJA es generalmente más pequeño y el nivel de complejidad financiera interna mucho mayor que en China. Esto significa que las presiones inflacionarias y los costos negativos de llevar a cabo una esterilización se elevarán probablemente más rápido fuera que dentro de China.

Como en cualquier juego coordinado sin barreras institucionales, los incentivos para hacer defeción son altos. Dado que uno de los reconocidos elementos del final de juego es una gran pérdida

²² El impacto sobre la estabilidad social de una elevada inflación no debe ser descontado, puesto que puede tener considerables consecuencias redistributivas.

²³ La historia monetaria internacional ha mostrado consistentemente que quedarse a mitad de camino entre tipos de cambio fijos y flotantes es una decisión peligrosa.

de capital en las tenencias de reservas, uno puede preguntarse ¿por qué Corea o Taiwán no querrían minimizar sus pérdidas, apresurándose a salirse del juego? Como lo ha indicado Barry Eichengreen, aun con el rigor institucional del primer sistema de Bretton Woods, Francia, Alemania, y el Reino Unido hicieron precisamente lo que hemos dicho mediante la venta de su oro a Estados Unidos en 1970 (Eichengreen 2004). Los incentivos para la defección se alimentan más por otras diferencias entre el sistema de Bretton Woods original y la actual situación, incluida la mayor heterogeneidad de Asia, la existencia de una más atractiva alternativa que el dólar en el euro, y la relativa ausencia de controles de capital (Eichengreen 2004).

Finalmente, el proceso de desarrollo actúa directamente contra el mantenimiento de un vínculo a largo plazo. A fin de que la economía china continúe progresando, su sistema financiero interno debe seguir desarrollándose. Sin embargo, no puede hacerlo cabalmente, sin flexibilidad para su tipo de cambio y tasa de interés.²⁴ Aun antes de que estos precios sean liberalizados, a medida que el sector financiero se desarrolla, los controles de capital se tornarán más difíciles de aplicar y la esterilización más costosa. Crucialmente, esta dinámica será acelerada por el rápido incremento global de los flujos de capital externos que ya se han discutido más arriba.

En resumen, el hecho de que hay algo más que una verdad superficial en el argumento sobre la incrementada flexibilidad, significa que la calculada inflexibilidad que está detrás del nuevo sistema de Bretton Woods será probablemente de corta duración.

V. Nuestro marco político en estas circunstancias

Terminaré como comencé: con un señuelo. Contradiendo el título de mi discurso, acabo de argumentar que no existe nuevo orden monetario internacional, sino más bien que en la actualidad existe un arreglo *ad hoc* de dos sistemas coexistentes: uno flotante, y el otro fijo.

Esto no es sostenible para las principales monedas.

Otras monedas pueden ser fijas, pero únicamente si subyugan su política monetaria a un centro. En ausencia de la esterilización, los países que fijan sus monedas operarán de hecho

²⁴ A este respecto, el reciente movimiento hacia una tasa de interés más flexible es más importante que el incremento del tipo oficial.

un arreglo de puro patrón oro o una junta monetaria. Esto asegurará que podrán sobrelevar rápidamente su porción del ajuste global vía cambios en su tasa de inflación. Si tratan de impedir este ajuste por medio de una intervención para esterilizar, los países evaden sus responsabilidades a cambio de meramente posponer lo inevitable. A largo plazo, los tipos de cambio reales se ajustarán, incluso en China.

Sin embargo, la trayectoria en el tiempo para el ajuste importa, aun si el resultado final no está en duda. Con la sexta economía más grande del mundo y un 6% de participación en el comercio global, China posee una de las monedas principales. Su impacto económico se magnifica por los incentivos de la cadena proveedora para otras monedas asiáticas que siguen las huellas del renminbi. Esta escala significa que los costos potenciales para la economía global de aplazar el ajuste podría ser elevado. Hay, probablemente, sobreinversión en las industrias de exportación en Asia y subinversión en las industrias de exportación de Estados Unidos. Además, los riesgos y costos de un creciente proteccionismo no deben ser trivializados.

¿Y con qué fin se corren estos riesgos? En ausencia de una dramática disminución en la movilidad global del capital, parece inevitable que el sistema flotante reafirme su primacía. El peso de los flujos de capital globales y los beneficios de la flexibilidad son sencillamente demasiado grandes para ser ignorados. El desafío, en consecuencia, consiste en suavizar el camino de salida para el bloque de los que son fijos. Cuanto antes ocurra esto, mejor funcionarán las señales del mercado, y más suave será el ajuste de los desequilibrios globales.

En un mundo de libertad de movimientos del capital, el único mecanismo de ajuste válido es el interés propio en el mejor de los sentidos. La historia monetaria internacional sugiere que los países usualmente suelen fallar en tomar en cuenta sus preocupaciones sistémicas, cuando adoptan decisiones de política a corto plazo, de modo que apelar al bien general no suele funcionar. La coordinación política internacional puede desempeñar un papel, pero únicamente cuando es en el interés de todos los países coordinar sus políticas.²⁵ Esa es la razón de que el Acuerdo Plaza funcionase, mientras que el Acuerdo Louvre no.

Una de las principales ventajas de los grupos G-7 y G-20 es su capacidad para promover la comprensión mutua y alentar a los miembros individuales a adoptar medidas en su interés. Al ayudar a coordinar políticas racionales individuales, el G-7 y G-20 pueden maximizar su impacto colectivo.

²⁵ Es decir, la doctrina de Adam Smith es tan válida a nivel internacional como al nivel de la empresa.

Esa es la situación que existe hoy día. Es en el interés de China liberalizar gradualmente sus tasas de interés, controles de capital y régimen de tipo de cambio. China, sencillamente, no puede realizar todo su potencial si no lo hace, y arriesga mucho más si se retrasa. Los costos de las actuales políticas son múltiples: China derrocha recursos masivos; tiene un sector financiero ineficiente propenso a préstamos conectados y especulativos; su floja política monetaria alimenta la inflación y, potencialmente, las burbujas de activos; y sus subvaluados términos del intercambio despojan a los consumidores chinos y distorsionan aún más las decisiones de inversión.

De manera similar, los incentivos de los países individuales en el seno del G-7 son alineados para reducir los desequilibrios globales. Específicamente, es en el interés de Estados Unidos reducir su déficit presupuestario y alentar el ahorro privado. Como Europa y Japón lo han reconocido, es en su interés proseguir agresivamente con sus reformas estructurales. Finalmente, es en el interés de Canadá y la Gran Bretaña mantener su récord de sólida política macroeconómica, al mismo tiempo que redoblan sus esfuerzos para maximizar la flexibilidad de sus economías, incrementar la eficiencia de nuestros sistemas financieros, y en último término elevar sus niveles globales de productividad.

Todas las principales naciones tienen como incentivo común incrementar la flexibilidad en el movimiento de bienes, servicios, capital, y fuerza de trabajo transfronterizos. El nuevo orden monetario internacional probablemente será uno en el que las monedas de G-4 (el dólar de EUA, el yen, el euro, y el renminbi) flotarán uno contra otro y en el que otras monedas, incluido el dólar canadiense, tendrán una elección: flotar por sí solas, o vincularse a un bloque que a su vez flota.

En este orden monetario internacional, la elección de Canadá es clara. Un dólar flotante canadiense le da a su política monetaria independencia y un amortiguador automático contra choques económicos. Mi anterior empleador, el Banco de Canadá, ha utilizado esta independencia para lograr una tasa de inflación que es baja, estable, y predecible, lo que asegura que los canadienses pueden consumir, invertir, y ahorrar con un alto grado de confianza. Al mismo tiempo, el tipo de cambio ha respondido a los choques globales, incluida la crisis asiática a fines de los años noventa, y al actual robusto crecimiento global de una manera que ha contribuido y continuará ayudando a asegurar que nuestra economía emprende los necesarios ajustes al cambio global. Canadá comprende el orden monetario internacional y trabaja

jará con sus socios para asegurarse de que puede realizar el pleno potencial de una economía global flexible y dinámica.²⁶ Gracias por su atención.

Referencias bibliográficas

- Banco de Canadá (2004), *Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in Canada*, 28 de septiembre.
- Banco de Pagos Internacionales (2004), "Foreign Exchange Markets", *74th Annual Report*, cap. 5, 28 de junio. Disponible en la red en <<http://www.bis.org/publ/ar2004e.htm>>
- Chancellor, E. (1999), *The Devil take the Hindmost*, Penguin Books, Nueva York.
- Cooper, R. (2004), "American's Current Account Deficit Is Not Only Sustainable, It is Perfectly Logical Given the World's Hunger for Investment Returns and Dollar Reserve", *Financial Times*, 1^o de noviembre.
- Dooley, M., D. Folkerts-Landau y P. Garber (2003), *An Essay on the Revived Bretton Woods System*, NBER (Documento de trabajo, n^o 9971).
- Dooley, M., D. Folkerts-Landau y P. Garber (2004a), *The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates and Exchange Rates in Center Countries*, NBER, (Documento de trabajo, n^o 10332).
- Dooley, M., D. Folkerts-Landau y P. Garber (2004b), *Direct Investment, Rising Real Wages and the Absorption of Excess Labor in the Periphery*, NBER (Documento de trabajo, n^o 10626).
- Dooley, M., D. Folkerts-Landau y P. Garber (2004c), *The U. S. Current Deficit: Collateral for a Total Return Swap*, Deutsche Bank, agosto.
- Eichengreen, B. (2004), *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods*, NBER (Documento de trabajo, n^o 10497).
- EUA, Departamento de la Tesorería Federal, Banco Federal de la Reserva de Nueva York y Junta de Gobernadores del Sistema Federal de Reserva (2003), *Report on U. S. Holdings of Foreign Securities as of December 31*, mayo
- EUA, Departamento de la Tesorería Federal, Banco Federal de la Reserva de Nueva York y Junta de Gobernadores del Sistema Federal de Reserva (2004), *Treasury International Capital (TIC)*. Disponible en la red en <<http://www.treas.gov/tic/index.html>>.
- Fondo Monetario Internacional (2004), *People's Republic of China: 2004, Article IV Consultation* –

²⁶ Véase, por ejemplo, Murria (2000).

- Staff Report; Staff Statement; and Public Information Notice on the Executive Board Discussion*, 5 de noviembre.
- Freund, C. (2000), *Current Account Adjustment in Industrialization Countries*, Junta de Gobernadores del Sistema Federal de Reserva (Doc. de Discusión de Finanzas Internacionales, n° 2000-692).
- Goldstein, M. (2004), *Adjusting China's Exchange Rate Policies*, Institute for International Economics (Documento de Trabajo, n° 04-1).
- Greenspan, A. (2003), *Remarks at the 21st Annual Monetary Conference*, Cato Institute, Washington, D. C., noviembre.
- Helliwell, J. (2004), *Demographic Changes and International Factor Mobility*, documento presentado en el simposio Cambio Demográfico Global: Impactos Económicos y Cambios Políticos, patrocinado por el Banco Federal de la Reserva de Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 26-28 de agosto.
- Higgins, M., y T. Klitgaard (2004), *Reserve Accumulation: Implications for Global Capital Flows and Financial Markets*, Banco Federal de la Reserva de Nueva York (Current Issues in Economics and Finance, vol. 10).
- Hopper, P., K. Johnson, y J. Márquez (2000), "Trade Elasticities for the G-7 Countries", *Princeton Studies in International Economics*, vol. 87, agosto.
- Mann, C. L. (2004), "Managing Exchange Rates: Achievement of Global Rebalancing or Evidence of Global Co-dependency?", *Business Economics*, julio, pp. 20-29.
- McKinnon, R. (2003), *The World Dollar Standard and Globalization, New Rules for the Game*, Universidad de Stanford.
- McKinnon, R., y G. Schnabl (2004), "The Return to Dollar Pegging in East Asia: Mitigating Conflicted Virtue", *International Finance*, pp. 169-201.
- Murray, J. (2000), "Why Canada Needs a Flexible Exchange Rate", *North American Journal of Economics and Finance*, vol, 11, pp. 41-60.
- Obstfeld M., y K. Rogoff (2000), "Perspectives on OECD Economic Integration: Implications for U. S. Current Account Adjustment", en Banco Federal de la Reserva de Kansas City, *Economics Integration: Opportunities and Challenges*, pp. 169-208.
- Obstfeld M., y K. Rogoff (2004), *The Unsustainable U. S. Current Account Position Revisited*, NEBER (Documento de Trabajo, n° 10869).
- Roach, S. (2004), *Collision Course*, Morgan Stanley Global Economic Forum, 27 de septiembre. Disponible en la red en <http://www.morganstaley.com/GEFdata/digests/20040927-mon.html>
- Roubini, N., y B. Setser (2004), *The U. S. as a net debtor: The Sustainability of the U. S. External Imbalances*, New York Stem School of Business. Disponible en la red <http://www.stern.nyu.edu/globalmacro/>
- Summers, L. (2004a), *The United States and the Global Adjustment Process*, Speech at the Third Annual Stavros S. Niarchos Lectura, Institute for International Economics, Washington, D. C. 23 de marzo.
- Summers, L. (2004b), *The U. S. Current Account Deficit and the Global Economy*, Per Jacobsson Lecture, octubre. Disponible en la red <http://www.perjacobsson.org/2004/100304.pdf>
- Urquhart, M. (1986), *Gross National Product, Canada 1870-1926: The Derivation of the Estimates*, McGill-Queen's University Press, Kingston (Estadísticas del Canadá de la base de datos del FMI).

Política monetaria y precios de activos: una mirada retrospectiva a los momentos de auge en los mercados de valores de Estados Unidos en el pasado*

*Michael D. Bordo
David C. Wheelock*

I. Introducción

Los grandes cambios en los precios de los activos y en la actividad económica de Estados Unidos, Japón y otros países durante varios de los últimos años, han atraído de nuevo la atención sobre los vínculos que existen entre la política monetaria y los mercados de activos. Se ha señalado a la política monetaria como posible causa de los auges de precios de activos y como herramienta para desactivar dichos auges antes de que generen inestabilidad macroeconómica. Los economistas y los formuladores de política se han centrado en analizar la forma en que la política monetaria puede causar un auge en el precio de los activos o transformar un auge causado por fenómenos reales, tales como un incremento en el crecimiento de la productividad agregada, en una burbuja. También han estudiado la forma en la que las autoridades monetarias deberían responder a los auges de los precios de los activos.

Este artículo examina el entorno económico en el que momentos de auge del mercado de valores

de Estados Unidos en el pasado acaecieron como primer paso para entender la forma en la que los auges de precios de activos se produjeron. ¿Han reflejado los auges pasados el crecimiento económico real y los avances de productividad, la política monetaria expansiva, la inflación, o simplemente la “exhuberancia irracional” que reta a cualquier explicación? Hemos utilizado una métrica simple para identificar varios episodios de aumentos rápidos y sostenidos de precios de acciones en los siglos XIX y XX y, a continuación, hemos evaluado la información narrativa y cuantitativa sobre el crecimiento del producto real, la productividad y el nivel de precios, la oferta monetaria y el crédito, durante cada episodio. A lo largo de cerca de doscientos años, encontramos que los dos auges de la bolsa de valores de Estados Unidos se distinguen por su duración y su tasa de incremento en los precios de mercado (los auges de 1923-1929 y 1994-2000). En general encontramos que los auges ocurrieron en períodos de rápido crecimiento real y de avances en la productividad. Encontramos, sin embargo, que no hay una relación consistente entre la inflación y los auges de la bolsa de valores, aunque los auges han ocurrido por lo común cuando el crecimiento del dinero y del crédito se ubicaban por encima del promedio. Por último, al contrario del conocimiento convencional, encontramos que las guerras no siempre han sido buenas para el mercado.

Este artículo empieza por hacer una revisión de las cuestiones relevantes sobre los vínculos entre la política monetaria y los precios de los activos. La sección siguiente presenta un índice de series de tiempo mensuales de los precios de las acciones en Estados Unidos que cubre doscientos años e identifica episodios de auge. En las secciones subsecuen-

* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, del original en inglés publicado en *Review*, del Banco Federal de Reserva de San Luis, vol. 86, nº 6, noviembre-diciembre de 2004, pp. 19-44. M. D. Bordo es profesor de economía en la Universidad Rutgers y profesor asociado de la Oficina Nacional de Investigación Económica; D. C. Wheelock es vicepresidente asistente y economista en el Banco Federal de Reserva de San Luis. La investigación correspondiente a este artículo se realizó mientras Bordo era un académico visitante en el Banco Federal de Reserva de San Luis. Los autores agradecen la ayuda brindada por Bill Gavin, Hui Guo, Ed Nelson, Anna Schwartz y Eugene White. En cuanto a los comentarios realizados sobre una versión anterior a este artículo, Heidi L. Beyer, Joshua Ulrich y Neil Wiggins proporcionaron la asistencia de investigación.

tes se presenta una historia descriptiva de los auge de la bolsa de valores de Estados Unidos desde 1834, se resumen nuestros hallazgos y se presentan conclusiones.

II. Cuestiones de política monetaria

La bibliografía sobre los vínculos entre la política monetaria y los mercados de activos es amplia. En este artículo nos enfocamos hacia dos cuestiones: *i)* el papel de los precios de los activos en la transmisión de la política monetaria a la economía como un todo; y *ii)* la respuesta de la política monetaria a los auges de los precios de los activos. A la primera le concierne la medida en que la política monetaria puede causar un auge de los precios de los activos. A la segunda le preocupan las circunstancias en las que los formuladores de la política monetaria deberían tratar de desactivar los auges de precios de activos.

1) *Los precios de los activos y el mecanismo de transmisión*

Existen muchas opiniones sobre la forma en que la política monetaria podría causar un auge de precios de activos. Por ejemplo, una opinión tradicional se relaciona con la respuesta de los precios de activos a cambios en la oferta monetaria. Conforme a esta visión, la liquidez añadida incrementa la demanda de activos, causando con ello que sus precios se eleven, y estimulando la economía en su conjunto. Un segundo punto de vista, expuesto por los economistas del Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés), sostiene que es más probable que los auges de activos se den en un entorno de inflación baja y estable. Desde este punto de vista, la política monetaria puede estimular los auges de precios de activos simplemente a base de estabilizar de manera creíble el nivel de precios. Otro punto de vista más, que ha surgido de la literatura macroeconómica del equilibrio general dinámico, argumenta que las burbujas de precios de activos pueden surgir a raíz de la *falla* de la política monetaria para estabilizar creíblemente el nivel de precios.

El punto de vista de la liquidez tiene una larga historia. Algunos modelos keynesianos iniciales tipo *IS-LM*, como el de Meltzer (1951) presentaban a las operaciones de banca central afectando directamente los precios de las acciones. Una generación posterior de modelos, cuyas variantes se presentan en Friedman y Schwartz (1963b), Tobin (1969), y Brunner y Meltzer (1973), incorpora una gama mayor de activos al mecanismo de liquidez keynesiano tradicional. En estos modelos las ope-

raciones de banca central que incrementan la liquidez hacen que los precios de activos que componen el portafolio del sector privado, incluyendo las acciones y los bienes raíces, se eleven y que por lo tanto, reduzcan sus rendimientos. La sustitución de activos de mayor liquidez por otros de menor liquidez se da a medida que los rendimientos de los primeros caen con respecto a los últimos. El impacto de la política monetaria expansiva se manifestará primero en el precio de los valores públicos de corto plazo, luego en los valores a más largo plazo, a continuación, sobre otros activos como las acciones, bienes raíces y productos básicos como el oro; y por último, sobre el nivel global de precios. Este punto de vista, por lo tanto, considera a los precios de los activos que se elevan como un posible precursor de inflación futura.

El punto de vista austriaco del BIS sostiene que un auge de precios de activos, cualquiera que sea su causa fundamental, puede convertirse en una burbuja si la política monetaria permite pasivamente que el crédito bancario se expanda para nutrir el auge. Este punto de vista sostiene que, salvo que los formuladores de política actúen para aminorar un auge, lo que seguirá a continuación es una explosión, que a su vez dará lugar a una caída de la actividad económica. Los austriacos tendieron a igualar los crecientes precios de activos a la inflación general de precios. Por ejemplo, aun cuando el nivel de precios al consumidor de Estados Unidos permaneció virtualmente sin cambio entre 1923 y 1929, los austriacos estimaron que el período fue de rápida inflación estimulado por una política relajada del Sistema Federal de Reserva y un excesivo crecimiento del crédito bancario (por ejemplo, Rothbard, 1983).¹

Esta opinión ha continuado hasta las discusiones modernas sobre auges de precios de activos. Hay dos cuestiones relevantes. La primera se refiere a si el índice de precios objetivo del banco central debe incluir los precios de los activos. Alchian y Klein (1973) esgrimen el argumento de que teóricamente una medida correcta de la inflación es el cambio en precios de un nivel dado de utilidad, que incluye el valor presente de un consumo futuro. Argumentan que un cálculo preciso de la inflación requiere un índice más amplio que el formado solo por los precios de bienes y servicios de consumo actual. Para captar el precio del consumo futuro, Alchian y Klein (1973) sostienen que las autoridades monetarias deberían fijar como objetivo un índice de precios que incluya precios de activos. Bryan, Cecchetti y O'Sullivan (2002) están

¹ Véase Laidler (2003) y las referencias que contiene para conocer más sobre el punto de vista austriaco.

de acuerdo, esgrimiendo el argumento de que como el índice de precios al consumidor (IPC) omite precios de activos (especialmente los bienes raíces), subestimó seriamente la inflación durante la década de 1990.²

Una segunda conexión entre el punto de vista austriaco y la experiencia reciente se refiere a la cuestión de los “desequilibrios financieros” que Borio y Lowe (2002) definen como un rápido crecimiento del crédito en conjunto con incrementos rápidos en precios de activos y, posiblemente, en la inversión.³ Borio y Lowe (2002) argumentan que el crecimiento de tales desequilibrios puede incrementar el riesgo de una crisis financiera y la inestabilidad macroeconómica. Elaboraron un índice de desequilibrios basados en una brecha de crédito (desviaciones del crecimiento del crédito con respecto a la tendencia), una brecha de precios de acciones, y una brecha de producto, para identificar caídas incipientes de precios de activos que conducen a pérdidas de producto real significativas, y defienden su uso como guía de acción de política pro-activa. Eichengreen y Mitchener (2003) encuentran que un índice similar para los años veinte ayuda a explicar la severidad de la Gran Depresión.

Borio y Lowe (2002) arguyen que una baja inflación puede promover desequilibrios financieros, independientemente de la causa subyacente de un auge de precios de activos. Por ejemplo, a base de generar optimismo acerca del entorno macroeconómico, la baja inflación podría causar que los precios de activos se elevaran más en respuesta a un incremento del crecimiento de la productividad de lo que lo hubieran hecho en el caso contrario. Similarmente, es más probable que un incremento de demanda de lugar a que los precios de los activos se eleven, si se piensa que el banco central está seriamente comprometido con la estabilidad de precios. Borio y Lowe (2002) sostienen que un compromiso con la estabilidad de precios, que sea creíble, hará que los precios de los productos sean menos sensibles, y la producción y las utilidades más sensibles a corto plazo a un incremento de la demanda. Al mismo tiempo, la ausencia de in-

flación puede hacer que los formuladores de política retrasen las políticas estrictas a medida que las presiones de demanda se forman. De esta forma, Borio y Lowe (2002, pp. 30-31) esgrimen el argumento de que “estas respuestas endógenas a políticas monetarias creíbles [pueden] incrementar la probabilidad de que las presiones de inflación latentes, se manifiesten a sí mismas en el desarrollo de desequilibrios en el sistema financiero, más que en una presión alcista inmediata sobre una mayor inflación de los precios de bienes y servicios”.

La posibilidad de que la política monetaria pueda producir burbujas de precios de activos también ha sido ampliamente estudiada en modelos de equilibrio de expectativas racionales. En dichos modelos, las políticas monetarias deficientemente diseñadas, tales como el uso de reglas de tasa de interés sin compromiso con una tasa de inflación a largo plazo sostenida, pueden conducir a burbujas de precios de activos y a predicciones que se autoabastecen. Woodford (2003) sostiene que tales resultados son menos probables que si los formuladores de la política monetaria siguen una regla clara conforme a la cual el objetivo de tasa de interés se ajusta lo suficiente para estabilizar la inflación. La literatura teórica por lo tanto sugiere que la consideración del entorno de la política monetaria puede ser crucial para la comprensión del porqué surgen los auges de activos.

2) *¿Política proactiva en respuesta a auges de precios de activos?*

La respuesta apropiada, si es que hay, de la política monetaria a un auge de precios de activos, ha sido el tema de un extenso debate durante el auge de la bolsa de valores de Estados Unidos entre 1994 y 2000 y la recesión que siguió a continuación. Puesto que a menudo los períodos de un crecimiento explosivo de precios de activos han precedido las crisis financieras y las contracciones de la actividad económica, algunos economistas plantean que mediante la reducción de los auges de precios de activos, la política monetaria puede limitar el impacto adverso de la inestabilidad financiera sobre la actividad económica. La probabilidad de un colapso de precios y una declinación económica, subsecuente podrá depender, sin embargo, de la razón por la que los precios de activos están subiendo en primer lugar. Muchos analistas creen que los auges de activos no representan una amenaza para la actividad económica o para el panorama de la inflación, a medida que se puedan justificar con prospectos realistas del crecimiento de las ganancias futuras.

Por otra parte, si los precios crecientes de los

² Véase también Goodhart y Hofmann (2000). Filardo (2000), en contraste, llega a la conclusión de que incluir los precios de bienes raíces en un índice de inflación no mejoraría sustancialmente el desempeño económico de Estados Unidos.

³ Véase también Borio, English y Filardo (2003), y Borio y White (2003) para obtener una discusión acerca de las similitudes y diferencias entre el punto de vista del “desequilibrio” moderno y el énfasis de los austriacos en el “ahorro forzoso” inducido del crédito bancario como la causa de la “sobreinversión” de los años veinte que condujo a la quiebra de la bolsa de valores y a la Gran Depresión.

valores reflejan “exhuberancia irracional” pueden representar una amenaza para la estabilidad económica y, a juicio de muchos, justifican una respuesta de la política monetaria para estimular a los participantes en el mercado a que reevalúen las acciones de manera más realista.

El punto de vista tradicional sostiene que la política monetaria reacciona a movimientos de precios de activos sólo en la medida que proporcionen información sobre la inflación futura. Este punto de vista plantea que la política monetaria contribuirá a la estabilidad financiera a base de mantener la estabilidad del nivel de precios (Bordo, Dueker y Wheelock, 2002, 2003; Schwartz, 1995) y que las crisis o desequilibrios financieros deberían tratarse separadamente por políticas regulatorias o de prestamistas de última instancia (Schwartz, 2002).⁴

Muchos economistas no aceptan el punto de vista tradicional, o al menos no en su totalidad. Smets (1997), por ejemplo, sostiene que la revisión de la política monetaria es óptima como respuesta a la “exhuberancia irracional” en los mercados financieros (véase también Detken y Smets, 2003). De forma similar Cecchetti, *et al.* (2000) argumenta que la política monetaria debería reaccionar cuando los precios de activos se desalinean con respecto a los fundamentos de la economía. Bernanke y Gertler (2001) expresan dudas acerca de la capacidad de los formuladores de política para juzgar confiablemente si los precios de los activos están conducidos por “exhuberancia irracional” o bien que un colapso de precios de activos es inminente. Cecchetti (2003) responde, sin embargo, que los desalineamientos no son más difíciles de identificar que otros componentes de la regla de Taylor, tales como el producto potencial.

Bordo y Jeanne (2002a, b) ofrecen un argumento novedoso, apoyando una respuesta de política monetaria a auges de precios de activos. Ellos señalan que las acciones preventivas para deshacer un auge de precios de activos pueden observarse como un seguro contra el alto costo de la pérdida de producto en caso de que se produzca un estallido. Bordo y Jeanne sostienen que los formuladores de política deberían tratar de contener las desalineaciones de los precios de los activos cuando hay un gran riesgo de estallido (o de las consecuencias de un estallido) o cuando el costo de desarticular un auge es bajo en términos del producto perdido. Bordo y Jeanne muestran que existe ten-

sión entre estas dos condiciones. A medida que los inversionistas se tornan más exuberantes, el riesgo asociado a una reversión en el sentir del mercado se incrementa, pero apoyarse en el optimismo del inversionista requiere acciones monetarias más costosas. Por lo anterior, las autoridades monetarias deben evaluar tanto la probabilidad de una crisis costosa como la capacidad que tienen para reducir esa probabilidad.

3) *Las deliberaciones del Comité Federal de Mercado Abierto sobre el mercado de valores*

El debate acerca de la respuesta apropiada de la política monetaria a los auges de los precios de activos no sólo ha tenido lugar en diarios profesionales y en documentos de trabajo. Las implicaciones de precios crecientes de activos se convirtieron en un componente cada vez más importante de las discusiones de política del Sistema Federal de Reserva durante el auge del mercado de valores de 1994-2000. Cecchetti (2003) proporciona evidencia que sugiere que los movimientos en los precios de las acciones ayudan a explicar los ajustes en la tasa objetivo de los fondos federales del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) durante este período.⁵

Las actas de las reuniones del FOMC en 1996 y 1997 dejan ver que los funcionarios del Sistema Federal se concentraron en un “efecto riqueza” potencial que tendía a elevar los precios de las acciones sobre el gasto y la confianza del consumidor y se preocupaban de que una reversión repentina de los precios de las acciones pudiera ocasionar que la actividad económica real declinara abruptamente. Por ejemplo, en una reunión celebrada el 26 de marzo de 1996, el presidente Greenspan afirmó que “es difícil creer que si cualquier serie de acontecimientos adversos ocurriera, el mercado no se caería de forma bastante importante y revertiría el efecto riqueza. Eso, probablemente, afectaría la actividad económica con bastante fuerza” (acta del FOMC del 26 de marzo de 1996, p. 29).

Los formuladores de política se preocuparon cada vez más a medida que los precios de las acciones continuaron creciendo, y el FOMC se dedicó a dilucidar como responder. En una reunión del Comité del 4 y 5 de febrero de 1997, el Presidente Greenspan afirmó que el nivel prevaleciente de los precios de las acciones, junto con unos márgenes inusualmente estrechos de tasa de interés para crédito, “hacen suponer que los precios de los

⁴ Bernanke y Gertler (1999, 2001) presentan el enfoque tradicional en el contexto de una regla de Taylor. Bullard y Schaling (2002), Schinasi y Hargraves (1993), y White (2004) son otros estudios que dan soporte al punto de vista tradicional.

⁵ Rigobon y Sack (2003) proporcionan evidencia adicional de una respuesta de política monetaria al mercado de valores. Hayford y Malliaris (2004), por el contrario, hallan que el Sistema Federal de Reserva no respondió al mercado.

productos por sí solos no deberían constituir el único criterio (para conducir la política monetaria) si vamos a mantener un sistema financiero viable, estable, cuyo objetivo fundamental... es el logro de un crecimiento económico sostenible máximo” (acta del FOMC del 4 y 5 de febrero de 1977, p. 103).

Sin embargo, Greenspan estimó que el uso de la política monetaria para desactivar un auge de precios de activos era como una adivinanza y expresó su punto de vista de que es más probable que los auges del mercado de valores ocurran cuando la inflación es baja.

Se hace muy difícil en la política monetaria cuando confrontamos burbujas en el mercado de valores. Eso se debe a que en la medida que tengamos éxito en mantener baja la inflación de precios de productos, la historia nos dice que las razones entre precios y ganancias, en dichas condiciones, se van al techo. Lo que realmente se necesita para evitar que las burbujas del mercado de valores ocurran, es que haya mucha inflación de los precios de los productos, lo que históricamente ha tendido a socavar los mercados de valores casi en todas partes. Existe un claro intercambio compensatorio. Si la política monetaria tiene éxito en un objetivo, falla en el otro. Ahora bien, a menos que tengamos la capacidad de actuar entre ambos objetivos, y de manejarnos para saber exactamente cuando se debe empujar un poco aquí y jalar un poco allá, no me resulta claro que exista un conjunto sencillo de soluciones de política monetaria que deflacionen la burbuja (acta del FOMC de 24 de septiembre de 1996, pp. 30-31).

A continuación pasamos a la historia de los auges pasados en el mercado de valores de Estados Unidos, a fin de encontrar los entornos macroeconómicos en los que los auges se han producido, como primer paso para aprender las lecciones para conducir la política monetaria en estos casos.

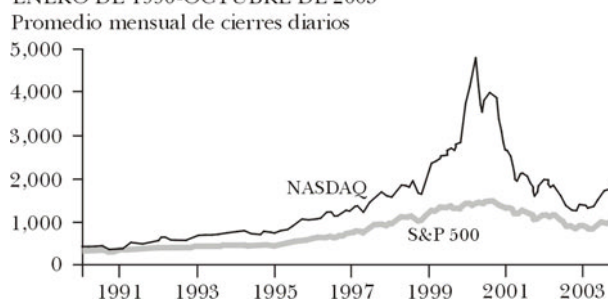
III. Información histórica sobre el mercado de valores de Estados Unidos

Nos concentramos en el mercado de valores porque la información a largo plazo de los precios de otros activos, por ejemplo, de bienes raíces, no se encuentra disponible y, más aún, porque a menudo los precios de las acciones son el centro de la preocupación política sobre las causas y los efectos de auges y estallidos (por ejemplo, en los casos que se dieron a finales de la década de 1990 y de 1920).⁶ Nuestro interés está en el desempeño de los promedios de los mercados de valores en su

⁶ Helbling y Terrones (2004) examinan los auges de los mercados de bienes raíces y de valores para varios países desde 1970.

conjunto, no en el desempeño, de valores individuales o grupos de valores. Por supuesto que los auges se centran comúnmente en sectores particulares, generalmente los sectores de “alta tecnología” del momento, pero los auges que llaman la atención de los macroeconomistas y de los formuladores de política son los auges que tienen una base amplia. En los años de la década de 1990, los valores de los sectores computacionales, de las telecomunicaciones y del internet, constituían el epicentro del auge del mercado de valores. Sin embargo, los precios de las acciones de una amplia gama de compañías también se elevaron abruptamente, por lo que los promedios de mercados en su conjunto, tales como el Standard & Poor’s (S & P) 500 y el Wilshire 5000, se elevaron sustancialmente, aunque no tanto como el NASDAQ, que se quintuplicó (véase la gráfica I para poder comparar el S & P 500 con el NASDAQ entre 1990 y 2003).

GRÁFICA I. ÍNDICES COMPUESTOS S&P 500 Y NASDAQ, ENERO DE 1990-OCTUBRE DE 2003

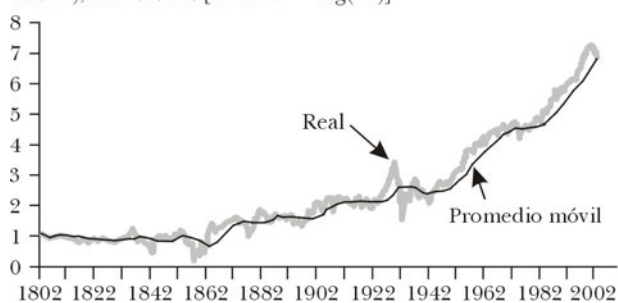


Schwert (1990) elaboró un índice mensual continuo del mercado de valores para Estados Unidos durante el período 1802-70, vinculando índices elaborados por Smith y Cole (1935) para el período 1802-62, y por Macaulay (1938) para el período 1863-70. Los bancos fueron las primeras grandes empresas corporativas en Estados Unidos, y para el período 1802-34, el índice del mercado de valores consistía solo de valores bancarios. Los ferrocarriles, el mayor sector corporativo, durante gran parte del siglo XIX, tuvieron su inicio en la década de los 1830. Entre 1835-45 el índice del mercado de valores se componía de precios de acciones tanto de bancos como de ferrocarriles, y entre 1846-1870 sólo de acciones de ferrocarriles.

Después de la Guerra Civil, el sector industrial de Estados Unidos creció abarcando grandes compañías manufactureras comercializadas en bolsa, en los sectores del acero, productos petroleros, productos químicos y otros bienes, por lo que los índices disponibles de los precios de las acciones reflejan la creciente amplitud del mercado. Hemos vinculado el índice Schwert (1990) para el período 1802-70

con el índice Cowles (1939) de los precios de la Bolsa de Valores de Nueva York que abarca el período 1871-1920 y después con el índice compuesto S & P. Se encuentra disponible una consistente serie S & P desde 1921, hasta la forma moderna actual, a saber el índice S & P 500.⁷ En la gráfica II se traza el índice completo, desde 1802 hasta 2002.⁸

GRÁFICA II. ÍNDICE DE PRECIOS DE ACCIONES SCHWERTS&P (PROMEDIO MÓVIL REAL Y DE RASTREO DE NUEVE AÑOS), 1802-2002 [1941-43 = log(10)]



1) Encontrando auges

Nuestro objetivo consiste en descubrir el entorno macroeconómico en el que se han producido alzas rápidas y sostenidas en los precios de las acciones. A lo largo de toda nuestra muestra se destacan dos episodios de auges, ambos lo hacen por su duración y ritmo de avance en el índice del mercado: los mercados alcistas de 1923-29 y de 1994-2000. El ritmo de avance en el índice de mercado fue más rápido en otras ocasiones, pero sólo durante períodos cortos. De manera similar, ha habido otros mercados alcistas largos, pero ninguno con tan larga tasa de incremento promedio en el índice de mercado. Puesto que el mercado alcista de los años veinte sobresale, examinamos tanto el entorno macroeconómico en el que dicho auge se produjo, como el debate que generó entre los formuladores de política monetaria, en nuestro intento de encontrar características ambientales de los auges del mercado de valores, aunque también procedimos a examinar otros episodios de incrementos rápidos y sostenidos en el índice del mercado de valores.

Por supuesto, no hay una definición empírica

⁷ Los datos de 1871 a 1920 proceden de la base de datos macro histórica de la Oficina Nacional de Investigación Económica (serie m 11025a) y los datos de 1921 a 2002 provienen de Haver Analytics. Se cuenta con índices alternativos, por ejemplo, el promedio industrial Dow Jones, que se inició en 1895, pero los episodios de “auge” y “estallido” que aparecen en algún índice son comunes a todos los índices amplios alternativos.

⁸ La nueva Bolsa de Valores de Nueva York se cerró entre agosto y noviembre de 1914 y, debido a ello, no hay valores en el índice para esos meses.

precisa de un auge de precios de activos, y los investigadores han impuesto una serie de filtros para señalar episodios específicos que a continuación definen como auges. Empezamos utilizando la metodología de Pagan y Sossounov (2003) para encontrar períodos sostenidos de precios crecientes de las acciones. Comenzando en 1834, encontramos los meses de máximo y mínimo en el mercado dentro de una ventana de 25 meses de rotación.⁹ Requerimos que los máximos y mínimos se alternen, y de esa forma se eliminen todas, con excepción de la más alta de los máximos o la más baja de los mínimos que se den con anterioridad al subsiguiente mínimo o máximo respectivamente. Por último, consideramos los auges como períodos que duran al menos tres años entre un mínimo y un máximo. El cuadro 1 enlista todos esos tipos de auges que se encuentran en nuestra información, además de algunos pocos episodios más cortos de incremento excepcional en el índice del mercado, tales como el de febrero de 1834 a mayo de 1835. El cuadro también muestra unos pocos períodos que incluyen dos o más auges consecutivos que fueron interrumpidos por caídas breves del mercado y que podrían mejor considerarse como un solo episodio. Para cada período, el cuadro también presenta el incremento anualizado promedio en el índice, durante el período de auge, es decir, desde el mes siguiente al mínimo hasta el mes máximo.

Uno podría preguntarse si los auges del mercado de valores deberían definirse de forma tal de incluir recuperaciones de anteriores caídas del mercado de valores. De hecho, algunos de los auges presentados en el cuadro 1 incluyen períodos largos en los que el promedio del mercado permaneció por debajo de una máximo anterior. Por ello, para cada auge, también indicamos el mes en el que se alcanzó el máximo global previo.¹⁰ Para cada episodio, reportamos el incremento anualizado promedio en el índice a partir del mes subsiguiente a logro de los máximos anteriores tanto local como global, hasta el nuevo mes máximo. Claramente, unos pocos auges sostenidos, tales como el de julio de 1861 a marzo de 1864, abarcaron varios meses en los que los mercados apenas se estaban recuperando de un máximo anterior (o del máximo anterior mayor de todos los tiempos). De

⁹ Empezamos en 1834 porque el índice del mercado de valores con anterioridad a ese año abarcaba sólo una pequeña cantidad de acciones bancarias y tal como se muestra en la gráfica II, no parece que con anterioridad a ese momento haya habido grandes movimientos en el índice.

¹⁰ Helbling y Terrones (2004) usan un enfoque similar en su estudio de corte transversal de los auges en el mercado de valores y en los bienes raíces desde 1970.

Cuadro 1

AUGES DEL MERCADO DE VALORES DE ESTADOS UNIDOS: FECHAS INICIALES ALTERNATIVAS, 1834-2000

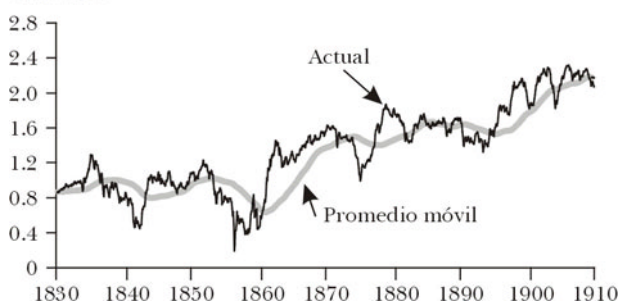
<i>Auge que inicia en umbral</i>	<i>Cambio porcentual promedio en el índice durante el auge (meses de duración)</i>	<i>Comienzo al rebasarse el máximo local</i>	<i>Cambio porcentual promedio en el índice durante el auge (meses de duración)</i>	<i>Comienzo al rebasarse el máximo global</i>	<i>Cambio porcentual promedio en el índice durante el auge (meses de duración)</i>	<i>Mes de finalización del auge</i>
Feb 1834	35.06 (16)	Abr 1834	26.45 (14)	Abr 1834	26.45 (14)	May 1835
Ene 1843	23.35 (36)	Dic 1843	12.31 (25)	Dic 1852	NA	Dic 1845
Nov 1848	9.80 (50)	May 1852	20.05 (07)	Dic 1852	NA	Dic 1852
Jul 1861	40.20 (33)	Oct 1862	37.28 (20)	May 1863	27.24 (10)	Mar 1864
Abr 1867	8.83 (61)	Ene 1868	7.05 (52)	Ene 1868	7.05 (52)	Abr 1872
Jun 1877	22.58 (49)	Oct 1879	21.31 (21)	Abr 1880	21.22 (15)	Jun 1881
Ago 1896	20.74 (33)	Sep 1896	19.47 (32)	Dic 1900	NA	Abr 1899
Sep 1900	22.02 (25)	Nov 1900	17.76 (23)	Dic 1900	15.34 (22)	Sep 1902
Oct 1903	16.74 (36)	Mar 1905	12.82 (19)	Mar 1905	12.82 (19)	Sep 1906
Ago 1896	10.33 (122)	Sep 1896	9.92 (121)	Dic 1900	7.32 (70)	Sep 1906
Oct 1923	23.70 (72)	Nov 1924	25.12 (59)	Ene 1925	23.97 (45)	Sep 1929
Mar 1935	41.32 (24)	Ago 1935	30.28 (19)	Sep 1954	NA	Feb 1937
Abr 1942	21.92 (50)	Dic 1944	25.78 (18)	Sep 1954	NA	May 1946
Jun 1949	18.08 (44)	Ene 1950	15.17 (37)	Sep 1954	NA	Ene 1953
Sep 1953	26.87 (35)	Mar 1954	26.88 (29)	Sep 1954	24.85 (23)	Jul 1956
Jun 1949	18.27 (86)	Ene 1950	16.95 (79)	Sep 1954	24.85 (23)	Jul 1956
Jun 1962	14.79 (44)	Sep 1963	10.84 (29)	Sep 1963	10.84 (29)	Ene 1966
Jul 1984	26.04 (38)	Ene 1985	25.96 (32)	Ene 1985	2.96 (32)	Ago 1987
Dic 1987	11.57 (74)	Jul 1989	8.34 (55)	Jul 1989	8.34 (55)	Ene 1994
Abr 1994	19.64 (77)	Feb 1995	21.23 (67)	Feb 1995	21.23 (67)	Ago 2000

hecho, unos cuantos auges terminaron sin alcanzar un máximo global anterior. En general, el incremento promedio en el índice del mercado fue más largo durante la fase de recuperación de los auges que durante la fase en la que el índice del mercado excedió su máximo anterior. De manera interesante hay dos excepciones, la del auge de los años veinte y la de finales de los años de la década de 1990, sugiriendo nuevamente que sus dos auges fueron únicos tanto en su carácter como en su magnitud.

Algunos estudios definen los auges como períodos sostenidos de incremento en un índice de precios de activos por encima de la tendencia de una tasa de crecimiento (por ejemplo, Bordo y Jeanne, 2002a; Detken y Smets, 2003). En las gráficas II a IV se presentan valores de nuestro índice de precios de acciones a lo largo de un promedio móvil del índice durante un plazo de nueve años. Conforme a estas gráficas, resultan evidentes los episodios en los que el promedio de mercado aumentó (o decreció) rápidamente con relación a su tendencia reciente. Los auges son evidentes a mediados de la década de 1830, durante la Guerra Civil, de 1879 a 1881, y, con interrupciones, desde cerca

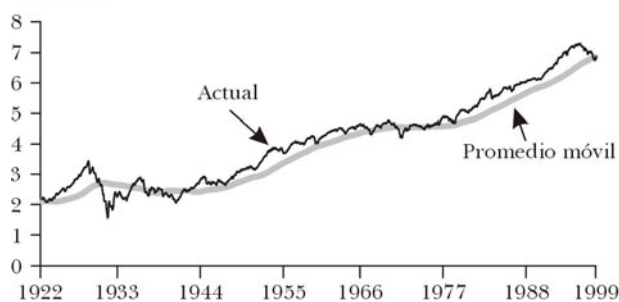
de 1896 a 1906. El mercado alcista de los años veinte es claramente evidente, al igual que lo es el alza de 1994 a 2000. Además, el mercado avanzó bastante arriba de la tendencia en los inicios de los años de la década de 1950 y de nuevo entre el período de 1984 y 1987.

GRÁFICA III. ÍNDICE DE PRECIOS DE ACCIONES (PROMEDIO MÓVIL ACTUAL Y DE RASTREO DE NUEVE AÑOS), 1830-1913



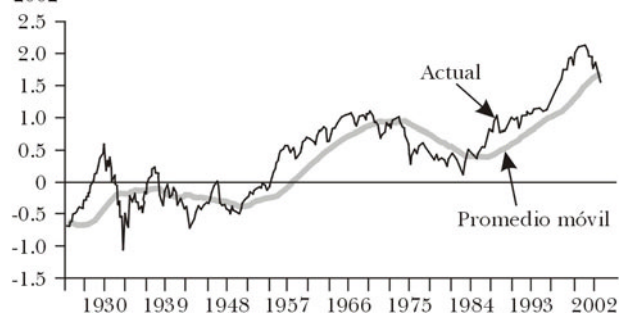
En la gráfica V se muestra el promedio móvil del recorrido de mercancías y el índice del mercado de valores “reales” (es decir, ajustados en función de la inflación) desde 1924 hasta 2002. En teoría los precios de los valores no deberían verse

GRÁFICA IV. ÍNDICE DE PRECIOS DE ACCIONES S&P (PROMEDIO MÓVIL ACTUAL Y DE RASTREO DE NUEVE AÑOS), 1922-2002



afectados por la inflación que se anticipa.¹¹ No obstante, esta gráfica ilustra más claramente que los mercados alcistas de los años de la década de 1920 y del período 1994-2000 se destacan como períodos excepcionales de aumentos grandes y sostenidos en los precios de las acciones tanto reales como nominales. El índice real del mercado de valores también se elevó sustancialmente a mediados de los años de la década de 1950 y entre 1984 y 1987. Por lo tanto, independientemente de la forma, se destacan los mismos episodios de auge.

GRÁFICA V. ÍNDICE DE PRECIOS DE ACCIONES REAL Y PROMEDIO MÓVIL DE RASTREO DE NUEVE AÑOS, 1924-2002



2) El entorno económico de los auges

En el cuadro 2 se presenta información acerca de las tasas de crecimiento de la productividad del trabajo, del producto interno bruto (PIB) real, de la producción industrial, del acervo de dinero, del crédito bancario y del nivel de precios durante los

¹¹ El modelo tradicional de fijación de precios de los activos de capital propone que el precio de mercado corriente de una acción igualará el valor descontado presente de la corriente de dividendos esperados para los accionistas. La inflación esperada no debería afectar el precio corriente de la acción porque aún cuando la inflación esperada pueda aumentar la corriente de dividendos nominal, la tasa de interés relevante para descontar dichos dividendos, también reflejará la inflación esperada. La inflación no anticipada puede, por supuesto, hacer estragos sobre los rendimientos reales *ex post* que espera un inversionista de sus tenencias de activos, tal como ocurrió durante los años de la década de 1970.

episodios de auge presentados en el cuadro 1. Aquí definimos el comienzo de un auge como el mes que sigue a un mínimo del mercado. Para fines de comparación, también reportamos tasas de crecimiento de estas variables en períodos más largos. Desafortunadamente, existen pocos datos macroeconómicos sobre los primeros períodos de auge y los datos que hay normalmente consisten de observaciones anuales. Parece, sin embargo, que los auges de los mercados generalmente ocurren durante períodos de rápido crecimiento relativo de la producción y de la productividad. Los auges anteriores a la Segunda Guerra Mundial también tendían a producirse durante períodos de crecimiento que se ubicaban por encima del promedio del acervo de dinero, del crédito bancario y algunas veces del nivel de precios. Las tasas de crecimiento del acervo monetario, del crédito bancario y del nivel de precios, no se encontraban por encima del promedio durante el auge de 1923-29; ni tampoco durante la mayor parte de los auges posteriores a la Segunda Guerra Mundial.

A continuación examinamos con más detalle episodios históricos específicos. Obviamente, no merecen atención todos los episodios presentados en el cuadro 1. Sin embargo, haciendo un análisis cuidadoso de algunos pocos episodios, hemos detectado ciertas características sobre los entornos en los que los auges se han producido.

IV. Auges del mercado de valores anteriores a la guerra

Los auges del mercado de valores del siglo XIX estaban estrechamente asociados con el desarrollo de la infraestructura nacional, primero canales y barcos de vapor, luego, ferrocarriles.

1834-35. El índice del mercado de valores de Schwert (1990) para este período, combina índices de acciones de bancos y ferrocarriles de Smith y Cole (1935) que asignan mayor ponderación al índice de las acciones ferrocarrileras, Smith y Cole (1935) documentan una relación estrecha entre ventas de terrenos públicos y precios de acciones ferrocarrileras en 1834-35, aún cuando los precios de las acciones alcanzaron un máximo y empezaron a bajar antes de que las ventas de terrenos empezaran a declinar en 1836 (p. 82). La estrecha correlación entre ventas de terrenos y precios de las acciones ferrocarrileras durante el período anterior a las guerras, llevó a Smith y a Cole a concluir que “ambas series... pueden considerarse que reflejan un elemento común; el bien conocido espíritu especulativo que hay en el país” (p. 82).

Las ventas de terrenos del gobierno federal se

elevaron de una cifra menor de 2 millones de dólares al año en los años de la década de 1820, a 5 millones de dólares en 1834, a 15 millones en 1835 y a 25 millones en 1836. Los auges de ventas de terrenos y del mercado de valores se dieron durante un período de inflación de precios de los productos básicos. Temin (1969, p. 92) sostiene que el auge de tierras estuvo salpicado por un abrupto incremento en el precio del algodón, que se elevó casi un 50% sólo durante 1834. El acervo de dinero se incrementó abruptamente en 1835-36, acicateado por grandes entradas de plata mexicana, que incrementaron la tasa de crecimiento de la base monetaria (Temin, 1969, pp. 68-69).¹² Da la impresión, por lo limitado de la información, que el auge también se produjo durante un período de un crecimiento bastante fuerte de la actividad económica real. El índice de Smith y Cole (1935, p. 73) sobre el volumen de comercio, muestra un alza del 14% en el comercio interno en 1834-1835 y ganancias porcentuales aún mayores en las exportaciones en 1835-36. El índice Davis (2002) de la producción industrial muestra un incremento de cerca del 12% entre 1834 y 1835 (cuadro 2). Por lo mismo, el episodio de auge coincidió tanto con una inflación general de precios como con un incremento económico real rápido.

El auge tuvo una corta duración. Los precios de las acciones llegaron a un máximo en mayo de 1835, y las ventas de terrenos lo hicieron en los primeros meses de 1836. Las acciones de la política monetaria parecen explicar el fin del auge y un pánico subsiguiente en 1837. El Secretario del Tesoro, conforme a la Ley de Depósito (*Deposit Act*) de junio de 1836, ordenó una redistribución de los saldos públicos desde los bancos de la ciudad de Nueva York hacia los bancos en otros estados. Subsecuentemente, el presidente Andrew Jackson emitió un decreto ejecutivo, conocido como Circular de la Especie (*Specie Circular*), ordenando el uso de numerario en especie (oro y plata) más que billetes de banco en la compra de terrenos federales. Ante la ausencia de un mercado de reservas intrarregionales en buen funcionamiento, la salida resultante de reservas, dejó al mercado monetario de Nueva York en situación muy vulnerable a los choques y, según Rousseau (2002), precipitó el pánico de 1837.¹³

¹² Al mismo tiempo, Estados Unidos operaba bajo un patrón bimetalista (oro y plata). Un incremento de la inversión británica en valores de Estados Unidos, que coincidió con una caída de las exportaciones de plata a China, provocó que la entrada de plata mexicana incrementara la base monetaria.

¹³ Temin (1969), por el contrario, sostiene que el mercado monetario de Estados Unidos se rigidizó cuando el Banco de Inglaterra elevó su tasa de redescuento (es decir, la tasa ban-

La información limitada hizo imposible determinar si los auges del mercado de valores y de los terrenos de los años treinta se justificaban en función de expectativas razonables de crecimiento de las ganancias. El éxito del Canal Erie de Nueva York, que se terminó de construir en 1825, dirigió grandes inversiones a otros proyectos de canales. La construcción de ferrocarriles despegó casi al mismo tiempo. La perspectiva de costos de transporte muy reducidos, combinada con precios crecientes de exportación (principalmente del algodón) eran fenómenos reales que podían causar que los precios de las acciones y las ventas de terrenos públicos se elevaran. No obstante, los choques monetarios y tal vez una dosis de exhuberancia irracional pueden también, quizá, haber contribuido al auge, y el final de dicho auge fue generado por acciones de política monetaria.

Los años de la década de 1840. El mercado de valores se recuperó rápidamente de un mínimo en 1843. Gran parte del auge de 1843-45 consistió en una recuperación de un máximo (local) anterior (véase cuadro 1). Smith y Cole (1935 p. 136) atribuyen la recuperación al “dinero barato” y a la rápida expansión de la actividad económica junto con entradas de capital del exterior que apoyaban el auge (p. 111). Así como en la década de 1830, el auge del mercado de valores coincidió con un abrupto incremento de las ventas de terrenos públicos. El período también fue caracterizado por el rápido crecimiento del acervo monetario, el nivel de precios y la producción industrial (véase cuadro 2).

Después de una pausa, hacia mediados de la década de los años de 1840, los precios de las acciones se incrementaron abruptamente en 1847, pero cayeron muy pronto durante el pánico de 1847. Los precios de las acciones empezaron a subir otra vez en 1848 y crecieron casi a la tasa del 10% anual durante 1852. Durante el auge anterior, el período 1848-52 se caracterizó por un crecimiento superior al promedio en el acervo monetario, en el nivel de precios y en la producción industrial. Por esa razón hemos observado que los tres auges del mercado de valores anteriores a las guerras, ocurrieron durante períodos de rápido crecimiento del acervo monetario y del nivel de precios, así como de una actividad económica fuerte.

1) *El auge de la Guerra Civil*

Los precios de las acciones se elevaron abruptamente desde julio de 1861 hasta marzo de 1864,

_____ caria) para desestimular las salidas de capital del Reino Unido.

Cuadro 2

ENTORNO MACROECONÓMICO DE LOS AUGES DEL MERCADO DE VALORES DE ESTADOS UNIDOS, 1834-2000

		<i>Cambio porcentual promedio</i>		
<i>Mes mínimo</i>	<i>Mes máximo</i>	<i>Índice accionario</i>	<i>Productividad</i>	<i>Acervo monetario</i>
Feb 1834	May 1835	35.06	NA	6.58
Ene 1843	Dic 1845	23.35	NA	16.57
Nov 1848	Dic 1852	9.80	NA	11.65
Jul 1861	Mar 1864	40.20	NA	NA
Abr 1867	Abr 1872	8.83	NA	4.00
Jun 1877	Jun 1881	22.58	1.20	11.93
Ago 1896	Abr 1899	20.74	3.44	12.38
Sep 1900	Sep 1902	22.02	2.30	12.10
oct 1903	Sep 1906	16.74	3.16	8.47
Ago 1896	Sep 1906	10.33	22.57	9.88
Oct 1923	Sep 1929	23.70	2.08	3.93
Mar 1935	Feb 1937	41.32	2.49	10.93
Abr 1942	May 1946	21.92	1.90	17.91
Jun 1949	Ene 1953	18.08	3.86	3.75
Sep 1953	Jul 1956	28.87	1.69	2.85
Jun 1949	Jul 1956	18.27	2.71	3.30
Jun 1962	Ene 1966	14.79	3.68	7.83
Jul 1984	Ago 1987	26.04	1.54	7.37
Dic 1987	Ene 1994	11.57	1.62	3.43
Abr 1994	Ago 2000	19.64	1.98	5.13
Comparación de períodos				
Ene 1834	Dic 1859	-0.62	NA	5.93
Ene 1866	Dic 1913	2.31	1.30 [†]	5.71 [‡]
Ene 1919	Dic 1940	3.99	2.05	3.29
Ene 1946	Dic 2002	7.67	2.21 [§]	6.09
<i>Cambio porcentual promedio</i>				
<i>Crédito bancario</i>	<i>Nivel de precios</i>	<i>Producción industrial</i>	<i>PIB real</i>	<i>Quiebras y guerras*</i>
13.33	13.26	11.91	NA	Quiebra mayo 1835
7.29	7.83	11.13	NA	
5.25	6.75	7.45	NA	
-2.24	25.80	9.68	NA	Guerra Civil
5.26	-3.54	5.93	NA	
3.20	-1.22	12.76	8.40	Quiebra 1880
10.29	4.58	11.48	6.76	Quiebra verano 1896
11.64	2.33	10.04	6.58	Quiebra 1900
7.82	1.79	12.68	7.03	Quiebra jul-oct 1903; 1907
9.41	3.27	8.98	5.90	
5.02	0.02	10.95	4.33	Quiebra octubre 1929
5.78	1.51	19.49	10.63	Quiebra octubre 1937-marzo 1938
21.424	3.42	-1.01	1.67	Segunda Guerra Mundial, quiebra, sep. 1946
5.17	3.01	10.08	6.60	
3.51	0.53	2.09	2.84	
4.63	1.89	6.00	4.70	

(sigue)

Cuadro 2 (concluye)

Cambio porcentual promedio				
Crédito bancario	Nivel de precios	Producción industrial	PIB real	Quiebras y guerras*
8.47	1.53	7.77	5.61	Quiebra, abril-junio 1962
9.29	3.04	2.41	3.38	Quiebra octubre 1987
5.50	3.88	1.71	2.34	Quiebra, agosto-octubre 1990
7.43	2.53	5.06	3.76	Quiebra, agosto 2000-sep. 2001
4.00	0.51	6.93	NA	
6.64	-1.06	5.41	4.02 [†]	
1.81	-0.67	12.73	2.29	
7.24	4.05	3.62	3.37 [‡]	

NOTAS: *Quiebras y guerras que ocurrieron inmediatamente antes, durante o después de un auge. Las quiebras del siglo XX están documentadas por Mishkin y White (2002); [†]promedio para 1875-1913; [‡]promedio para 1867-1913; [§]promedio para 1949-2002; [¶]promedio para 1947-2002

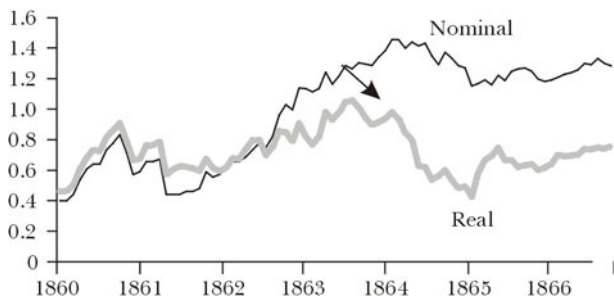
DEFINICIONES Y FUENTES: Cambios porcentuales (%Δ) se computan como cambios porcentuales anualizados en datos mensuales, es decir, $\% \Delta_t = 1200[(x_t/x_{t-1}) - 1]$ (se usan fórmulas similares para datos trimestrales o anuales). Las cifras presentadas en el cuadro son promedios de estos cambios porcentuales del mes (trimestre o año) que sigue al mes mínimo hasta el mes máximo, salvo cuando se indica abajo. *Productividad*: Para 1879-1946, los datos de productividad del trabajo proceden de Gordon (2000b). Los datos son anuales; se presenta el cambio porcentual anual promedio en productividad desde el año que le siguió al año en el que se produjo el mínimo hasta el año en que se produjo el máximo. Para 1947-2002, los datos sobre la productividad del trabajo del sector de los negocios no agrícolas y ganaderos (producto/hora, con ajuste estacional, 1992 = 100) provienen del Departamento de Comercio. Los datos son trimestrales; presentamos tasas de crecimiento anualizadas promedio, a partir del trimestre que sigue después del máximo hasta el trimestre de el máximo, a menos que el máximo se diera en el primer mes de un trimestre, en cuyo caso nuestros promedios se basan en datos procedentes del trimestre previo. *Acervo de dinero*: Para 1834-1906, los datos son anuales y presentamos el cambio porcentual anual promedio en el acervo (monetario) de dinero desde el año mínimo hasta el año máximo. Para 1907-2002 los datos son mensuales y presentamos el cambio porcentual anualizado promedio desde el mes que sigue al mínimo hasta el mes máximo. Los datos para 1834-59 son las series del acervo monetario amplio que proporcionan Friedman y Schwartz (1970). Para 1860-62 utilizamos cálculos proporcionados por Hugh Rockhoff. Los datos para 1863-66 no están disponibles. Los datos para 1867-1946 corresponden a las series del acervo monetario amplio presentadas en Friedman y Schwartz (1963^a). Los datos para 1947-58 corresponden a una serie de acervo monetario amplio de la base de datos macro histórica (serie m 14195b). Para 1960-2002, utilizamos el acervo monetario M_2 (ajustado estacionalmente) de la Junta de Gobernadores del Sistema Federal de Reserva. (Crédito bancario: para 1834-1946 los datos son anuales (cifras a junio), y presentamos el cambio porcentual anual promedio en el crédito bancario total desde el año mínimo hasta el año máximo, tomados de *Historical Statistics of the United States* (1976, serie X580). Los datos anteriores a 1896 están incompletos. Los datos para 1947-2002 son mensuales y proceden de la Junta de Gobernadores del Sistema Federal de Reserva. *Nivel de precios*: Para 1834-1912, los datos del índice de precios al por mayor mensuales (Warren-Pearson y Oficina de las Estadísticas Laborales) proceden de Cole (1938) y de la base de datos macrohistórica de la Oficina Nacional de Investigación Económica (serie m04048a/b). Para 1913-2002, utilizamos CPI-U (todos los artículos, ajustados estacionalmente). *Producción industrial*: Para 1834-95, los datos provienen de Davis (2002). Los datos de Davis son anuales; presentamos la tasa de crecimiento anual promedio del año que sigue al mínimo (salvo en el caso del auge que comienza en enero de 1843, en que incluimos 1843) hasta el año máximo. Para 1896-1940, los datos (mensuales) proceden de Miron y Romer (1989). Para 1941-2002, utilizamos el Índice Mensual de la Producción Industrial (ajustado estacionalmente) del Sistema Federal de Reserva. PIB: Para 1879-1946, los datos (trimestrales) proceden de Balke y Gordon, 1986). Para 1949-2002, utilizamos el PIB real (encadenado, \$, 1996) (datos trimestrales). Presentamos la tasa de crecimiento anual promedio a partir del trimestre que sigue al mínimo hasta el trimestre máximo.

aunque los rendimientos reales, ajustados en función de la inflación, para los inversionistas fueron más modestos. El índice de precios se elevó a una tasa anual promedio de 40.2% durante el auge, en tanto que el nivel de precios se incrementó a una tasa anual promedio de 25.8% (cuadro 2). El máximo del mercado, ajustado en función de la inflación, se dio en octubre de 1863 y el índice real de precios de las acciones declinó precipitadamente hasta principios de 1865. Tal como se aprecia en la gráfica VI.

Alguna vez llegó a pensarse que la Guerra Civil había estimulado el desarrollo de las manufacturas y por ello mismo había incrementado la subsi-

guiente tasa de crecimiento de la economía de Estados Unidos. La producción industrial se elevó bastante rápido durante la guerra (véase cuadro 2). Los cálculos del costo económico de la Guerra Civil y de su impacto económico sobre el crecimiento indican, sin embargo, que a pesar de que algunas firmas de industrias específicas experimentaron altas ganancias durante la guerra, la economía como un todo sufrió y la guerra no aumentó el crecimiento (Goldin y Lewis, 1975). Estudios recientes han relacionado los puntos de quiebra en varias series cronológicas de precios de activos, con las noticias sobre la guerra, mostrando que las principales victorias de la Unión produjeron incremen-

GRÁFICA VI. ÍNDICE DE PRECIOS DE ACCIONES REAL Y NOMINAL, 1860-66



tos de los precios de los activos (por ejemplo, McCandless, 1996).

2) Desde la Guerra Civil hasta la Primera Guerra Mundial

Estados Unidos experimentó una gran expansión industrial durante finales del siglo XIX y principios del siglo XX, constituyéndose muchas corporaciones nuevas que se registraron en las bolsas de

valores. Nuestro índice del mercado de valores muestra un alza sostenida, aunque no especialmente rápida, desde abril de 1867 hasta abril de 1872, un alza más rápida desde junio de 1877 hasta junio de 1881, y un alza larga (con dos interrupciones importantes) desde agosto de 1896 hasta septiembre de 1906.

El nivel de precios de Estados Unidos declinó casi continuamente desde 1866 hasta 1896, a la vez que el costo de vida caía a una tasa anual promedio del 2% (David y Solar, 1977).

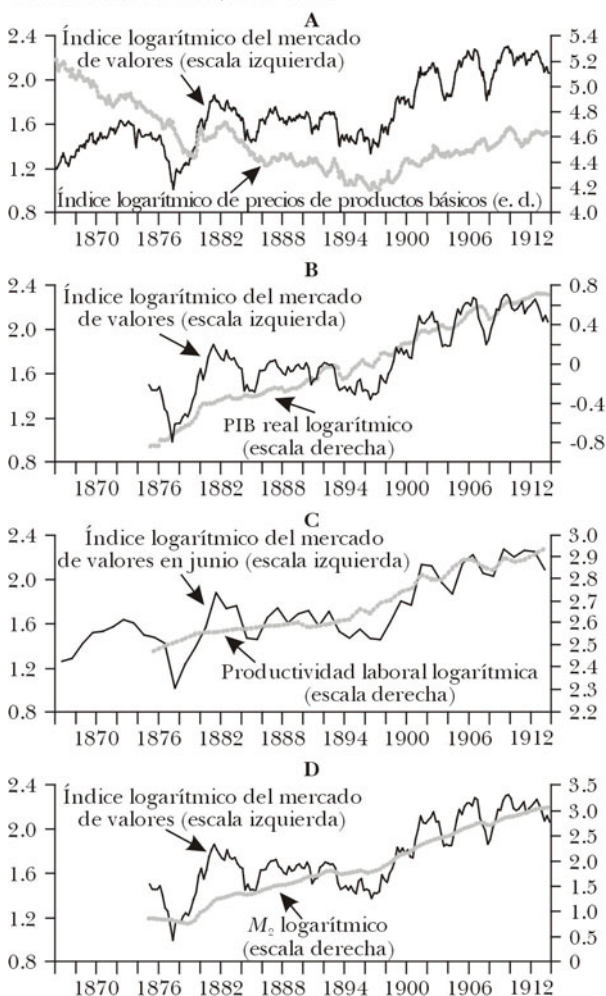
En la gráfica VII, A se muestra nuestro índice del mercado de valores junto con un índice de precios de productos básicos para el período 1866-1913. Al igual que el costo de vida, los precios de los productos básicos cayeron casi continuamente hasta 1896, excepto desde mediados de 1879 hasta mediados de 1882, cuando los precios de los productos básicos se elevaron a una tasa anual promedio de 9%. En las etapas finales de los auges del mercado de valores de 1867-72 y de 1877-81, el nivel de precios de los productos básicos estaba por debajo del nivel que tenía al empezar cada auge.

En contraste, el nivel de precios se elevó durante los auges de 1896 a 1906. Los precios de los productos básicos ascendieron a una bastante rápida tasa anual de 4.58% durante el auge de 1896-99 y subieron otra vez durante los auges subsiguientes de 1900-02 y 1903-06 (véase cuadro 2). Por lo tanto, la evidencia de la época posterior a la Guerra Civil indica que los auges del mercado de valores pueden darse durante períodos de inflación, de deflación y en condiciones de un nivel de precios bastante estable.

En la gráfica VII, B se trazan los valores de final de trimestre del índice del mercado de valores junto con los cálculos trimestrales de Balke y Gordon (1986) del producto nacional bruto (PNB) real desde 1875 a 1913.¹⁴ El crecimiento del producto real se aceleró en 1879, después de varios años de un crecimiento modesto que siguió a un máximo de ciclo en octubre de 1873, y alcanzó una asombrosa tasa promedio de 8.4% durante el auge de 1877-81 (véase cuadro 2). Las tasas de crecimiento del índice de precios de las acciones, así como del PNB real y de la producción industrial estuvieron estrechamente correlacionadas durante el período 1890-1913 (véase cuadro 2). Es por ello que, en la era anterior a las guerras, nuestra evidencia indica que los auges del mercado de valores del siglo XIX se produjeron durante períodos de un crecimiento inusualmente rápido de la actividad económica real.

¹⁴ Los cálculos de los años anteriores a 1875 no están disponibles.

GRÁFICA VII. ÍNDICE DEL MERCADO DE VALORES MACROECONÓMICOS, 1866-1913



Vincular los auges del mercado de valores, al crecimiento de la productividad durante esta época resulta más fácil porque los datos de productividad están limitados. En la gráfica VII, C se trazan los cálculos anuales del crecimiento de la productividad laboral desde 1875 hasta 1913 junto con los valores en el mes de junio de nuestro índice de precios de acciones. En 1896, el crecimiento de la productividad parece haberse incrementado antes de que lo hiciera el mercado de valores, y las altas y bajas en el mercado que se dieron a continuación, se correlacionan positivamente con los cambios en el crecimiento de la productividad.¹⁵

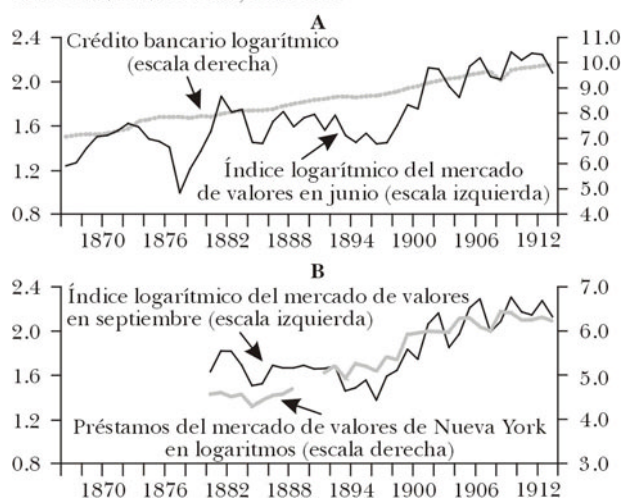
A continuación examinamos el crecimiento de los acervos de dinero y de crédito. Trazamos valores de fin de trimestre de nuestro índice del mercado de valores y una medición del acervo de dinero amplio (M_2) para el período de 1875 a 1913 en la gráfica VII, D (los datos de M_2 proceden de Balke y Gordon, 1986). Al igual que el producto real y los precios de las mercancías, M_2 creció rápidamente durante el transcurso del auge del mercado de valores de 1877 a 1881. M_2 también creció a tasas de dos dígitos durante los auges de 1896-1899, 1900-02 y 1903-06.

La relación entre el mercado de valores y el crédito bancario es más difícil de asegurar porque los únicos datos de crédito comprensivo para dicho período son anuales. En la gráfica VIII, A se traza el crédito bancario total junto con los valores en junio del índice del mercado de valores para 1866-1913, y en la gráfica VIII, B se trazan los datos anuales de los préstamos del mercado de valores de los bancos nacionales de la ciudad de Nueva York junto con el índice del mercado de valores entre 1880-1913. Mientras que la correlación entre el crecimiento del crédito bancario total y el índice del mercado de valores es baja, la gráfica VIII, B indica que el crecimiento de los préstamos de valores se incrementó durante los auges de 1896-99, 1900-02 y 1903-06, al igual que durante la recuperación de 1908-09.¹⁶

Los ferrocarriles fueron la industria más visible de la expansión económica y del mercado de valores entre 1867 y 1873, la inversión en ferrocarriles llegó a un máximo en 1871-72, así como lo hicieron

los precios de las acciones (Fels, 1959, p. 98). El colapso de Jay Cooke y Compañía, el principal financiero del Ferrocarril del Pacífico Norte, disparó la crisis de 1873. La construcción de ferrocarriles se estancó hasta 1876, pero empezó a expandirse rápidamente en 1877, y el mercado de valores revivió. Aunque los ferrocarriles crecieron más rápido que cualquier otra industria, los años de las décadas de 1870 y de 1880 también testimoniaron un rápido crecimiento de las manufacturas, así como de la producción agrícola y de la productividad (Friedman y Schwartz, 1963 a pp. 35).

GRÁFICA VIII. ÍNDICE DEL MERCADO DE VALORES, CRÉDITO BANCARIO Y PRÉSTAMOS DEL MERCADO DE VALORES DE NUEVA YORK, 1866-1913



En el lado monetario, en 1879, Estados Unidos retornó al patrón oro, que se había suspendido durante la Guerra Civil. Por eso mismo, el auge del mercado de valores se produjo en una atmósfera de fuerte crecimiento de la actividad económica real y de un exitoso retorno del patrón monetario internacional. En tanto que había razones para ser optimistas sobre el crecimiento de las ganancias corporativas en este entorno, las cuentas contemporáneas, según cita de Fels (1959, pp. 120-25) sugieren que las primas de riesgo descendieron injustificadamente y los inversionistas fueron impulsados hacia una “burbuja de súper optimismo”.

Recuentos contemporáneos e históricos similares citan a la “actividad especulativa” como una razón de los rápidos incrementos en los precios de las acciones durante los auges subsiguientes. Por ejemplo, Friedman y Schwartz (1963a, p. 153) escriben que “Los años de 1902 a 1907 se caracterizan por un crecimiento industrial... por actividad especulativa en el mercado de valores, y por una ola de inmigración”.

En síntesis, encontramos que los auges del siglo XIX y de principios del XX se dieron cuando el

¹⁵ El patrón de crecimiento de la productividad total de factores es similar al de la productividad laboral en este período.

¹⁶ Los datos de los préstamos proceden de fechas de informes requeridos (generalmente en septiembre) procedentes de Bordo, Rappoport y Schwartz (1992). Aunque los préstamos del mercado de valores parecen subir y llegar a un máximo antes de que lo haga el mercado de valores, como los datos sobre préstamos y sobre el índice del mercado de valores no son del mismo mes en cada año, dudamos en extraer cualquier conclusión sobre la secuencia temporal.

crecimiento del producto real y del acervo monetario eran altos, pero observamos que no hay un patrón consistente con respecto al nivel de precios, es decir, los auge se dieron durante períodos de deflación, de inflación y de precios más o menos estables. Hay anécdotas que sugieren que la especulación también caracteriza a la mayoría de los auge, pero una evaluación cuantitativa de la medida en que el alza en los precios de las acciones durante los auge excedía el proceso de asignación de precios racional basado en los fundamentos de la economía, va más allá del alcance de este artículo.

3) Los auge del siglo XX

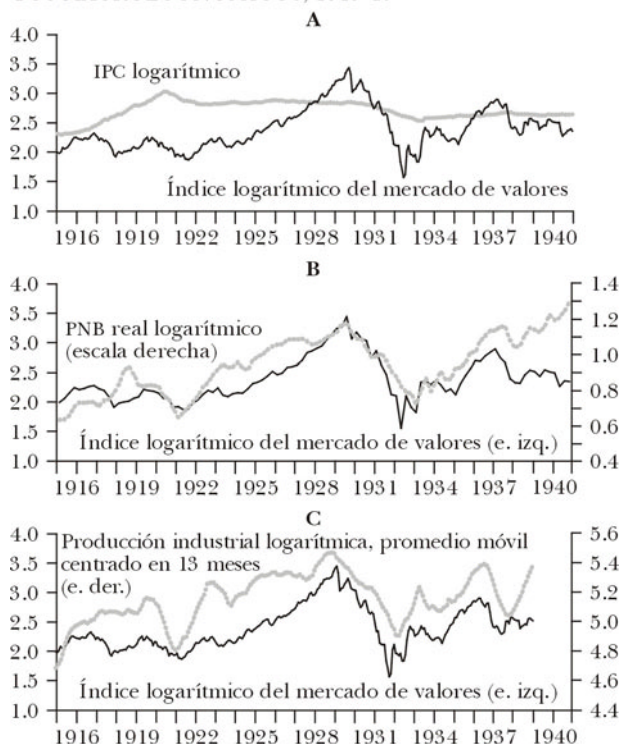
El período comprendido entre el pánico de 1907 y el principio del mercado alcista de los años veinte estuvo marcado por un mercado agitado. Se produjo un pánico significativo al principio de la Primera Guerra Mundial en 1914 y el mercado de valores de Estados Unidos se cerró durante cuatro meses. No hubo movimientos sostenidos en el mercado entre 1914 y 1923.

1923-29. En términos de duración y amplitud, el auge del mercado de valores de Estados Unidos entre 1923 y 1929 sólo tiene como rival histórico al del auge de 1923-29. El índice de mercado creció a una tasa promedio anual de cerca de 20% durante los dos auge de seis años. Ambos períodos también se caracterizaron por una inflación baja y estable y un crecimiento promedio alto en el PNB real y en la producción industrial. El crecimiento de la productividad también se incrementó tanto durante los años de 1920 como en los años de 1990. Sin embargo, en los veinte, el incremento del crecimiento de la productividad se dio en los tres años que precedieron el auge del mercado de valores y el crecimiento de la productividad se desaceleró durante el período de auge. En contraste, en los años noventa la productividad se empezó a acelerar alrededor de 1995 y el rápido crecimiento de la productividad coincidió con un auge del mercado de valores.

En la gráfica IX, A se traza nuestro índice del mercado de valores junto con el IPC (Índice de Precios al Consumidor) para el período 1915-40. A un rápido incremento en el nivel de precios durante la Primera Guerra Mundial le siguió la inflación de 1920-21. El nivel de precios al consumidor permaneció virtualmente sin cambio durante el resto del período de los años veinte. Como lo muestra la gráfica IX, B, el PNB real mostró crecimiento positivo durante 1923-29, solo interrumpido por breves recesiones en 1923-24 y 1927. El crecimiento del PNB durante el auge registró en promedio, cifras por encima de la norma histórica,

pero no por encima de las tasas de crecimiento experimentadas durante auge previos (véase cuadro 2). La producción industrial también creció rápidamente durante el auge de 1923-29, lo que se muestra en la gráfica IX, C y llegó a un máximo unos meses antes del máximo del mercado de valores en septiembre de 1929. El crecimiento promedio de la producción industrial durante el auge fue similar al experimentado en los auge de finales del siglo XIX (cuadro 2).

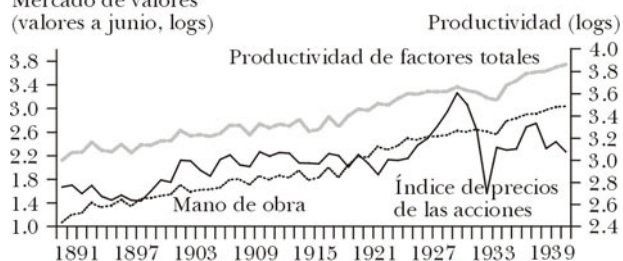
GRÁFICA IX. ÍNDICE DEL MERCADO DE VALORES Y DATOS MACROECONÓMICOS, 1915-40



En la gráfica X se trazan cálculos anuales de mano de obra no agrícola y de la productividad total de factores para la economía de Estados Unidos, tomados de Kendrick (1961), junto con los valores correspondientes al mes de junio de nuestro índice del mercado de valores de 1889-1940. Tanto la productividad de la mano de obra, como la productividad total de factores, crecieron relativamente rápido a principios de los años de la década de 1920. Los economistas han atribuido este crecimiento a la difusión de adelantos tecnológicos que se produjeron a finales del siglo XIX y principios del siglo XX, incluyendo la máquina de combustión interna y las invenciones que hicieron práctico el uso industrial de la energía eléctrica. Aunque el auge del mercado de valores de la década de 1920 no coincidió precisamente con la aceleración de la productividad, tal como lo hizo durante el período 1994-2000, ambos auge se

han asociado con avances tecnológicos que revolucionaron la producción de numerosas industrias existentes, así como industrias de creación enteramente nueva. Los valores altamente volátiles de los años de la década de 1920, tales como RCA, Aluminium Company of America, United Aircraft and Transportation Corporation, y General Motors, fueron beneficiarios directos de las tecnologías de nuevo propósito general y se esperaba que tuvieran un alto potencial de ganancias, de manera similar a los valores “punto.com” que llevaron al auge de los años noventa.¹⁷

GRÁFICA X. PRODUCTIVIDAD E ÍNDICE DEL MERCADO DE VALORES, 1889-1940
Mercado de valores
(valores a junio, logs)



Puesto que se esperaba que el progreso tecnológico y la productividad acelerante generaran un incremento en el crecimiento de las ganancias corporativas, y por ello, justificaba un incremento en los precios de las acciones, permanece la pregunta de si tales “aspectos fundamentales” pueden explicar el incremento completo del mercado. Los observadores contemporáneos no están de acuerdo en que el auge del mercado de valores de 1923-29 se haya justificado por expectativas realistas so-

¹⁷ A la máquina de combustión interna y a los motores eléctricos se les denomina frecuentemente tecnologías de propósito general por su gran aplicabilidad y su potencial para incrementar la productividad de muchas industrias. El microprocesador también es considerado como una tecnología de propósito general, y el incremento en el crecimiento de la productividad que ocurrió cerca de 1995 se atribuye comúnmente a la aplicación generalizada de la tecnología computacional. Greenspan (2000), por ejemplo, dice “Cuando los historiadores miran retrospectiva a la última mitad de la década de los años noventa, o de las dos últimas décadas, sospecho, por lo tanto que concluirán que estamos viviendo ahora en un período pivotal en la historia económica estadounidense. Las nuevas tecnologías que evolucionaron de las innovaciones acumulativas del último medio siglo, empiezan ahora a producir cambios drásticos en la forma en que se producen los bienes y servicios y en la forma en que se distribuyen a los usuarios finales. Esas innovaciones, ejemplificadas más recientemente por los multiplicantes usos del internet han producido una inundación de firmas iniciadoras; muchas de las cuales dicen ofrecer la oportunidad de revolucionar y dominar grandes proporciones del sistema de producción y distribución de la nación. Véase David (1990). También, David y Wright (1999), Gordon (2000a) y Jovanovic y Rousseau (2004).

bre las futuras ganancias, al contrario de los economistas que al mirar en retrospectiva hacia ese episodio, si están de acuerdo en esa observación. El economista de Yale, Irving Fisher, hizo una defensa famosa del nivel del mercado de valores. Por ejemplo, sostuvo que el incremento de las ganancias corporativas durante los primeros nueve meses de 1929 “es una elocuente justificación” del elevado nivel de los precios de las acciones comunes” (citado en White 2004, p. 10). Sin embargo hubo quienes lo negaban, incluyendo a Paul M. Warburg, banquero prominente y anterior miembro de la Junta Federal de Reserva. Warburg planteó en marzo de 1929 que el mercado reflejaba “especulación desenfrenada” que, de continuar, acabaría por resultar en un colapso y en una “depresión generalizada que envolvería al país entero”.¹⁸

Además del crecimiento rápido de las ganancias, Fisher (1930) citó métodos mejorados de administración, una disminución en las disputas laborales, y altos niveles de inversión en investigación y desarrollo, como las razones por las que las acciones no estaban sobrevaluadas en 1929. McGrattan y Prescott (2003) argumentan que Fisher estaba correcto. Aunque el valor total de mercado de las corporaciones de Estados Unidos en 1929 excedía en 30% el valor de su capital accionario tangible, McGrattan y Prescott (2003) estiman que el valor de los activos corporativos intangibles, es decir, el valor de la inversión R & D, justificaba plenamente el nivel de los precios de las acciones.

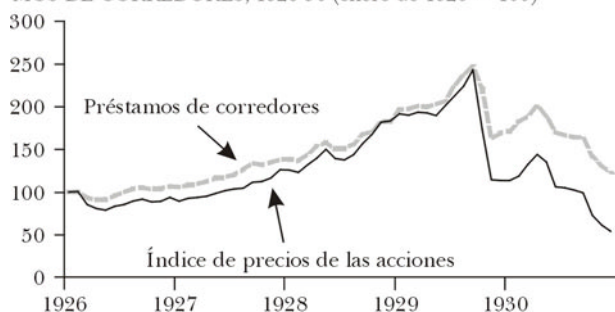
Otros investigadores han examinado el crecimiento de las ganancias corporativas y de los dividendos durante los años veinte, y la mayoría concluye que los precios de las acciones se elevaron mucho más allá de lo que podría justificarse por expectativas racionales de dividendos futuros. White (2004) que ha estado estudiando y ampliando esta bibliografía, concluye que el incremento en los precios de las acciones durante 1928 y 1929 excede la cantidad que podría explicarse por el crecimiento de las ganancias de la tasa de pago de dividendos, del nivel de las tasas de interés o de los cambios en la prima de capital accionaria, conceptos que son componentes de un modelo estándar de fijación de precios de acciones.

Varios funcionarios del Sistema Federal de Reserva, el Secretario de Comercio, Herbert Hoover, y numerosos funcionarios públicos destacados le atribuían el auge del mercado de valores, al relajamiento de la política monetaria y al rápido crecimiento del crédito. Ni el acervo de dinero, ni el crédito bancario total crecieron a un poco usual ritmo rápido durante el período de 1923 a 1929

¹⁸ Citado en Galbraith (1961, p. 77).

(véase cuadro 2). Los préstamos de los corredores se elevaron rápidamente, a la par que los precios de las acciones, sin embargo, tal como se muestra en la gráfica XI los funcionarios del Sistema Federal de Reserva, observaban alarmados el crecimiento de los préstamos a los agentes y corredores de bolsa. Muchos se adhirieron a la llamada Doctrina Real de la Letra de Cambio, que se centra en la composición, más que en la cantidad total del crédito bancario. Conforme a este punto de vista, los bancos solo deberían conceder préstamos agrícolas y comerciales a corto plazo para financiar la producción de bienes y servicios reales, ya que los préstamos para financiar compras de activos financieros tienden a promover la especulación, la mala asignación de recursos económicos y la inflación.¹⁹ Es más, las burbujas de precios de activos inevitablemente conducen a crisis y depresiones que, como dijo en una famosa ocasión, el Secretario el Tesoro Andrew Mellon, se requieren para “eliminar la oxidación del sistema” (Hoover, 1952 p. 30).

GRÁFICA XI. ÍNDICE DE PRECIOS DE ACCIONES Y PRÉSTAMOS DE CORREDORES, 1926-30 (enero de 1926 = 100)



Los funcionarios del Sistema Federal de Reserva debatieron en torno al dilema de saber si sus decisiones habían contribuido al crecimiento de los préstamos de los corredores y a la especulación financiera. Algunos funcionarios se quejaron de que el Sistema Federal de Reserva estaba impulsando el auge del mercado de valores mediante la concesión de préstamos a través de la ventanilla de descuento a bancos, que a su vez, prestaban a corredores y agentes. Aunque los préstamos a corto plazo para la agricultura y el comercio solamente se podían utilizar como garantía de préstamos, algunos miembros de la Junta Federal de Reserva argumentaban que los bancos deberían verse forza-

¹⁹ Gente de la época argumentaba que los bancos “hacían presión sobre los préstamos para que el público común comprara acciones. Rappoport y White (1994) muestran, sin embargo, que la prima de riesgo en los préstamos a corredores se elevó abruptamente a finales de los años veinte, indicando que el crecimiento del volumen de los préstamos a corredores reflejaba más bien una demanda creciente que una oferta de préstamos en aumento.

dos a liquidar sus préstamos a agentes y corredores de bolsa antes de quedar autorizados para pedir préstamos en la ventanilla de descuento con garantía aceptable. En febrero de 1929, la Junta Federal de Reserva se dirigió a los bancos de la reserva para asegurarse que el crédito del Sistema Federal de Reserva no se utilizara para financiar la actividad especulativa: “La Junta Federal de Reserva tiene gran responsabilidad siempre que haya evidencia de que los bancos miembros están manteniendo préstamos para valores especulativos con ayuda del crédito del Sistema Federal de Reserva. Cuando se está en un caso así, el Banco Federal de Reserva se transforma en un factor que a la vez que contribuye también apoya el volumen actual de crédito a valores especulativos. Lo anterior no coincide con el propósito de la Ley del Sistema Federal de Reserva, ni tampoco contribuye a la operación global del sistema bancario y crediticio del país.”²⁰

Las operaciones de mercado abierto constituyeron según los críticos un segundo canal por medio del cual el crédito del Sistema Federal de Reserva contribuyó al auge del mercado de valores. Las compras de mercado abierto que se hicieron durante las recesiones económicas de 1924 y 1927, se produjeron cuando “los negocios no podían usarlo, y no estaban solicitando incrementos de dinero”, sostuvo Adolph Miller, miembro de la Junta del Sistema Federal de Reserva.²¹ En ausencia de demanda incrementada de crédito del Sistema Federal de Reserva para necesidades “legítimas” de negocios, según este punto de vista, las compras en el mercado abierto incrementaron la oferta de fondos disponibles para la compra de acciones y por ello inflaron la burbuja.

Los funcionarios del Sistema Federal de Reserva no tenían un punto de vista uniforme. En general los funcionarios de los bancos federales de reserva estaban en desacuerdo con la idea de que era deseable, o incluso posible controlar el uso que hacen los bancos comerciales de los fondos obtenidos de la rentabilidad de redescuento. Los funcionarios de los bancos federales de reserva tendían a discutir a favor de incrementos de la tasa de descuento, más que a buscar otras formas de “presión directa” para cortar la solicitud de préstamos en la ventanilla de descuento.

Los funcionarios del Sistema Federal de Reserva no estaban de acuerdo acerca de la relación entre las operaciones de mercado abierto y el mercado de valores. El desacuerdo se centraba en saber si las grandes compras de mercado abierto de 1924 y

²⁰ Citado en Chandler (1971, pp. 56-57)

²¹ Testificación del Comité Bancario del Senado en 1931 (citado en Wheelock, 1991, pp. 98-99).

1927 habían sido deseables o dañinas. Benjamín Strong, gobernador del Bando Federal de Reserva de Nueva York, se convirtió desde su nombramiento en la figura dominante del sistema Federal de Reserva y el jefe del Comité de Inversiones del Mercado Abierto del sistema hasta su muerte en 1928. Aunque otros funcionarios del sistema también fueron responsables, se puede considerar que las compras de mercado abierto de 1924 y 1927, fueron en gran medida la idea de Strong.¹⁹ Cuando el Comité Bancario del Senado preguntó en 1931 si esas compras habían sido apropiadas, los funcionarios de los bancos federales de reserva sostuvieron que habían sido útiles, pero tal vez demasiado grandes, en tanto que otros funcionarios del Sistema Federal de Reserva argumentaban que ninguna compra de mercado abierto debía haberse realizado en esos años. Por ejemplo, los funcionarios del Banco Federal de Reserva de Chicago sostenían que las compras de 1924 habían sido muy grandes y “en 1927 el peligro de colocar dinero en el mercado fue mayor que en 1924. Puesto que la especulación ya estaba bien avanzada”. Los funcionarios del Banco Federal de Reserva de Richmond fueron más allá, argumentando que “pensamos... que los valores no deberían haberse comprado en estos períodos, y el objetivo debía haber sido reducir más que aumentar la oferta total de crédito del Sistema Federal de Reserva.”²⁰ Aunque no se refleje en el acervo de dinero o del cambio crítico bancario total, los créditos atacaban señalando que el Sistema Federal de Reserva había seguido una política monetaria peligrosamente relajada, como lo reflejaba el crecimiento de los préstamos a los corredores y el alza del mercado de valores.

La década de 1930. En su punto más bajo, el índice del mercado de valores S & P, en 1932, alcanzó sólo un 15% de su máximo alcanzado en septiembre de 1929. El mercado logró una breve recuperación en 1933, luego resurgió entre marzo de 1935 y febrero de 1937. El auge de 1935-37 coincidió con un período de rápido crecimiento en el producto real y el acervo monetario, y se dio en medio de una década de un crecimiento rápido

¹⁹ Los motivos que tuvo Strong para comprometerse en compras de mercado abierto en 1924 y 1927 han sido muy debatidos. Meltzer (2002, pp. 197-221) encuentra que se tomaron medidas para estimular la recuperación económica interna de las recesiones y para ayudar al Banco de Inglaterra a atraer y mantener reservas en oro, a base de reducir las tasas de interés de Estados Unidos con relación a las que había en el Reino Unido. Meltzer concluye, sin embargo, que la cooperación internacional era relativamente más importante que la recuperación interna en 1927. Wheelock (1991) presenta evidencia empírica de que tanto los objetivos internos como internacionales eran importantes a lo largo de 1924-29.

²⁰ Estas citas proceden de Wheelock (1991, p. 100).

inusual en la productividad total de los factores (Field, 2003). La inflación, sin embargo, permaneció baja (véase cuadro 2). La adopción de políticas monetarias y fiscales altamente restrictivas en 1936 y 1937 atendieron la recuperación económica y pusieron un alto al auge del mercado de valores a principios de 1937.

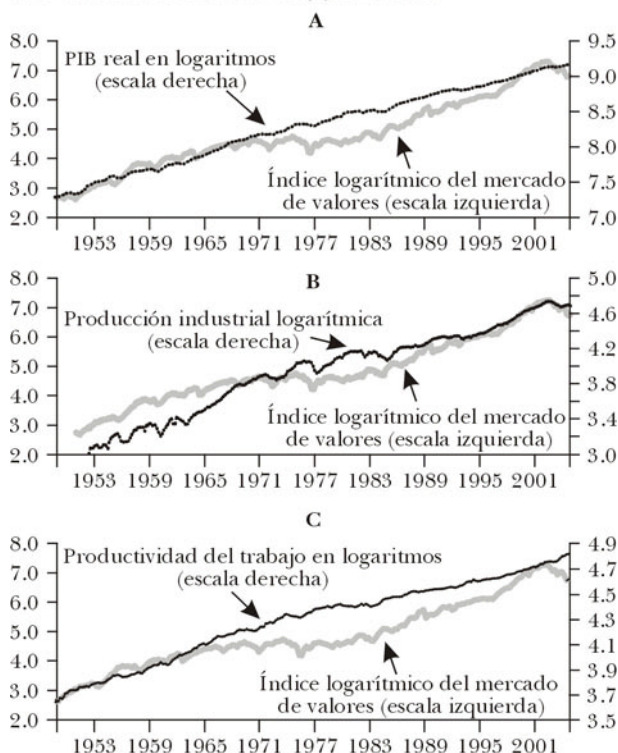
Segunda Guerra Mundial. El siguiente auge del mercado de valores ocurrió durante la Segunda Guerra Mundial. Los precios de las acciones de Estados Unidos declinaron cuando la guerra empezó en Europa llegando a un punto bajo en marzo de 1942. Entonces el mercado de valores subió a medida que la economía de Estados Unidos se movilizaba hacia la guerra. De manera similar a la opinión de que la Guerra Civil tuvo un efecto positivo en el crecimiento económico de posguerra a base de apurar el desarrollo de las industrias manufactureras, la Segunda Guerra Mundial también se consideró una importante fuente de progreso tecnológico y de crecimiento económico de posguerra. Field (2003) muestra, sin embargo, que la mayoría de las semillas del crecimiento de posguerra se sembraron durante la década de los años treinta y que el crecimiento de la productividad fue lento durante la guerra fuera de las industrias del armamento. Por eso mismo, el auge del mercado de valores probablemente era más bien un reflejo de los rápidos incrementos en la producción y en la liquidez durante la guerra, a medida que la economía avanzaba hasta alcanzar finalmente el pleno empleo, y no reflejaba las expectativas creadas por la productividad, en el sentido de que habría un incremento, a largo plazo, en el crecimiento de las ganancias corporativas.

4) *La era post-Segunda Guerra Mundial*

Los casi sesenta años que han transcurrido desde el final de la Segunda Guerra Mundial, pueden dividirse en tres etapas diferentes. La primera, que va desde el final de la guerra hasta principios de los años setenta, se caracterizó por un mercado de valores ascendente, fuerte crecimiento económico real, una alta tasa promedio de crecimiento de la productividad y (hacia el final del período) una inflación ascendente. La segunda etapa, que cubre desde los años de la década de 1970 hasta principios de la de 1980, se caracterizó por la estanflación (alta inflación acompañada tanto de un producto como de un crecimiento de la productividad, altamente variables y de promedio bajo). Los rendimientos nominales de las acciones eran parejos y los rendimientos reales *ex - post* eran negativos. En la tercera etapa, desde mediados de la década de los años ochenta hasta el presente, el crecimiento

del producto real ha sido más estable y, en promedio, mayor de lo que era antes de 1980. La inflación ha descendido notablemente y, desde mediados de la década de 1990, el crecimiento de la productividad ha retornado a las altas tasas promedio observadas en las décadas de 1950 y de inicios de la de 1960. Los rendimientos de las acciones han sido altos, tanto en términos reales como nominales, especialmente durante los auges de 1984-87 y de 1994-2000. Las gráficas XII (paneles A a C) y XIII (paneles A y B) ejemplifican estos patrones.

GRÁFICA XII. ÍNDICE DEL MERCADO DE VALORES Y DATOS MACROECONÓMICOS (1), 1947-2002

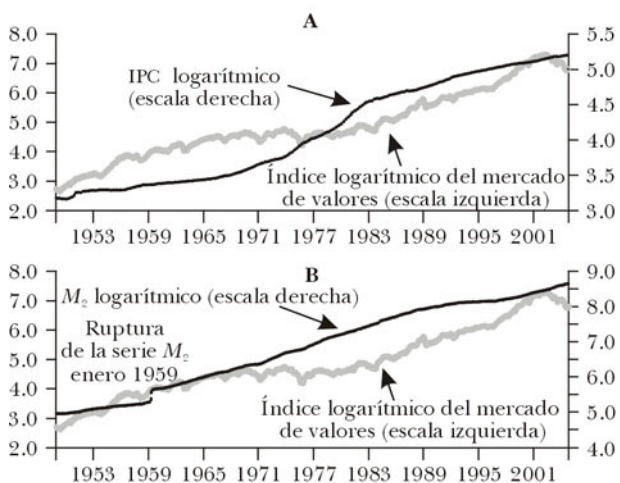


El avance tecnológico en química, electrónica y otras industrias durante las décadas de 1930 y 1940 permitió un rápido crecimiento en la productividad del trabajo y en los niveles de vida durante los años de las décadas de 1950 y 1960 (Field, 2003; Gordon, 2000a). Estas décadas también testimoniaron altos niveles de inversión en educación y en infraestructura públicas. Nuestra medición identifica tres auges específicos del mercado de valores durante estas décadas, aunque bien se podría caracterizar al período entero como de auge.

El primer auge empezó cuando la economía salía de una recesión suave en 1949. El mercado se elevó a una tasa anual promedio de 18% entre junio de 1949 y enero de 1953. Después de una pausa durante otra recesión en 1953-54, el mercado se elevó a una tasa anual promedio de cerca del 27%

desde septiembre de 1953 a julio de 1956. A pesar de que las tasas de crecimiento del producto y de la productividad eran algo más lentas durante el último auge, el retorno a políticas fiscales y monetarias más estables después de la Guerra de Corea puede explicar las razones de que el mercado de valores se incrementara a un paso más acelerado.

GRÁFICA XIII. ÍNDICE DEL MERCADO DE VALORES Y DATOS MACROECONÓMICOS (2), 1947-2002



El tercer auge diferente duró de junio de 1962 a enero de 1966 y coincidió, con un largo período de expansión económica, caracterizado por un alto crecimiento promedio del PIB, de la producción industrial y de la productividad, así como de una baja inflación.

El mercado de valores tuvo un desempeño mediocre durante los años setenta, en donde el máximo del mercado se produjo en enero de 1973, y no volvió a alcanzarse hasta julio de 1980. No se dieron auges del mercado de valores durante la década de choques de oferta adversos, bajo crecimiento de productividad, crecimiento del producto sumamente variable, y alta inflación. El siguiente auge del mercado ocurrió durante el período de tres años comprendido entre julio de 1984 y agosto de 1987. Este período de recuperación económica se caracterizó por un crecimiento económico real moderadamente fuerte, y por una inflación declinante, pero el crecimiento de la productividad estaba por debajo de su promedio posterior a la Segunda Guerra Mundial.

El entorno macroeconómico del período del auge de abril de 1994 a agosto de 2000 es ampliamente conocido. Este período se caracterizó por un crecimiento el producto real y de la producción industrial algo superiores al promedio y por una inflación baja y estable. Un incremento en la tendencia de la tasa de crecimiento de la productividad hasta alcanzar aproximadamente la tasa que

había prevalecido durante los años de las décadas de 1950 y 1960 era el rasgo de este período de auge que ha recibido la máxima atención; a menudo se le ha citado como la causa fundamental del auge del mercado de valores.

V. CONCLUSIÓN

Nuestra investigación encuentra que los auges del mercado de valores de Estados Unidos han ocurrido en una diversidad de entornos macroeconómicos. A pesar de ello, resultan evidentes algunos patrones comunes.

- La mayoría de los auges ocurrieron durante períodos de crecimiento económico relativamente rápido y, en la medida en que pueda medirse, de incrementos en el crecimiento de productividad.
- Muchos auges también se dieron durante períodos de crecimiento relativamente rápido del acervo monetario y del crédito bancario, reflejando ya sea un acomodo pasivo al auge de parte del sistema bancario o una expansión de la base monetaria por medio de entradas de oro o de medidas de política monetaria.
- Los auges del mercado de valores se han producido en períodos de deflación (por ejemplo, a finales de los años de la década de 1870 y principios de los de la de 1880), en períodos de inflación (por ejemplo, en los años de la década de 1830, en los de la de 1840, a finales de los años de la década de 1890 y a principios de los de la de 1900) y en períodos de estabilidad de precios (por ejemplo, los años de las décadas de 1920 y de 1990). En general, los auges parecen haber sido dirigidos por incrementos en el crecimiento del producto real y de la productividad, y pueden persistir a pesar de la inflación o de la deflación, siempre y cuando el crecimiento del producto y de la productividad permanezcan fuertes.²¹ La tendencia del acervo de

²¹ Los períodos de rendimientos de mercados de valores reprimidos se dieron durante períodos de crecimiento de la productividad declinante o de otros choques de oferta adversos. Algunos de dichos períodos se caracterizaron por deflación (por ejemplo 1929-32), otros se caracterizaron por inflación (por ejemplo la década de los años de 1970). En períodos deflacionarios, cuando el crecimiento de la oferta agregada rebasó al de la demanda agregada, tal como en los últimos años de la década de 1870 y en los primeros de la de 1880, el mercado se comportó al igual que en los años inflacionarios de las décadas de 1830, de 1840, de los últimos años de la década de 1890 y de los primeros de la de 1900, cuando el rápido crecimiento de la oferta agregada fue rebasado por el crecimiento de la demanda (Bordo, Lane y Redish, 2004; Bordo y Redish, 2004). Lo anterior contrasta notablemente con las experiencias de la Gran

dinero, mas no así del nivel de precios, a crecer rápidamente durante los auges sugiere que el crecimiento monetario se acomodó a los incrementos de la productividad, lo que nutrió los auges. Ante la ausencia de un incremento de la cantidad de dinero, la teoría cuantitativa predice que un incremento de la productividad y un crecimiento potencial del producto llevarán a la deflación. En un trabajo futuro, intentaremos examinar formalmente si las aceleraciones en el crecimiento del acervo monetario durante los auges eran cuantitativamente consistentes con incrementos del crecimiento de la productividad de largo plazo.

- La experiencia de los tiempos de guerra parece diferir de la que se tiene en épocas de paz, pero no surge ningún patrón consistente de los tiempos de guerra. El viejo adagio que dice “la guerra es buena para los mercados” no parece sostenerse siempre. Los auges del mercado de valores se dieron durante la Segunda Guerra Mundial y en menor medida durante la Guerra Civil, pero el desempeño del mercado fue relativamente mediocre durante la Primera Guerra Mundial y la Guerra de Vietnam.

Los auges del mercado de valores de 1923-29 y de 1994-2000 son los únicos que sobresalen por su duración y por la dimensión en que se incrementaron los promedios del mercado. Ambos mercados alcistas han sido atribuidos a incrementos en el crecimiento de la productividad en asociación con la aplicación generalizada de nuevas tecnologías para fines de índole general, que prometían nuevas etapas de crecimiento económico rápido. Los entornos macroeconómicos en los que estos dos auges se produjeron fueron sorprendentemente similares. Ambas décadas fueron testigos de unos crecimientos del producto real y de la producción industrial que estaban por encima del promedio, aunque no puedan considerarse excepcionales, en tanto que la inflación de precios al consumidor era bastante baja y estable. El crecimiento de la productividad si se incrementó tanto en los años de la década de 1920, como en los de la de 1990, aunque en la de 1920 el crecimiento de la productividad parece haberse dado con anterioridad al auge del mercado de valores, en tanto que el incremento en el crecimiento de la productividad durante la década de 1990 coincidió con el auge.

contrasta notablemente con las experiencias de la Gran Depresión, cuando la colapsante demanda agregada coincidía con una declinación de la oferta agregada, y la estanflación de los años de la década de 1970, que se caracterizaba por un crecimiento excesivo de la demanda agregada frente a un crecimiento negativo de la oferta agregada.

Los formuladores de políticas le pusieron gran atención al mercado de valores durante cada uno de los grandes auges. En el caso de la década de 1920, el debate se centró en saber si el Sistema Federal de Reserva había alentado el auge, a base de excederse en la oferta de crédito del propio Sistema Federal de Reserva a través de compras de mercado abierto y de una administración inadecuada de la ventanilla de descuento. Muchos funcionarios del Sistema Federal de Reserva se adhirieron a la Doctrina de las Letras de Cambio Real, que sostenía que un incremento del crédito más allá del monto necesario para financiar la producción y distribución a corto plazo de los bienes reales terminaría por alentar la especulación y la inflación. A pesar de la ausencia de inflación de precios al consumidor, los funcionarios interpretaron el auge del mercado de valores como evidencia de inflación. De manera concordante, el Sistema Federal de Reserva restringió la política en 1928 y 1929, lo que tal vez puede haber apresurado el colapso tanto de los precios de las acciones como de la economía (Schwartz, 1981; Hamilton, 1987). Las prolongadas dudas acerca de la eficacia del uso de la política monetaria para propiciar la recuperación económica contribuyeron, a su vez, al fracaso del Sistema Federal de Reserva, para desenvolverse agresivamente en el combate contra la Gran Depresión (Wheelock, 1991; Meltzer, 2002).

El entendimiento que tenía el Sistema Federal de Reserva acerca del papel de la política monetaria era muy diferente en las décadas de 1990 y de 2000. Las actas de las reuniones del FOMC indican que, durante la década de los años de 1990, el Sistema Federal de Reserva estaba preocupado principalmente por las consecuencias potenciales de una abrupta caída en los precios de las acciones, temiendo que los precios declinantes de las acciones reducirían el consumo al disminuir la riqueza. A pesar de que el Sistema Federal de Reserva sí restringió la política en las últimas etapas del auge, a base de elevar su objetivo para la tasa de los fondos federales en 1999-2000, aflojó la política agresivamente cuando los precios de las acciones declinaron y la economía entró en recesión. En agudo contraste con su política a principios de la década de 1930, el Sistema Federal de Reserva mantuvo agresivamente una política monetaria acomodaticia hasta bastante tiempo después de que había terminado la baja del mercado de valores, con el objetivo de impedir una deflación y estimular la recuperación económica.

Nuestra investigación sobre los auges del mercado de valores encuentra que los auges no se dan en ausencia de aumentos del crecimiento económico real y, tal vez, del crecimiento de la producti-

vidad. Encontramos pocas evidencias de que los auges fueran producidos por un crecimiento excesivo del dinero o del crédito, aunque los auges del siglo diecinueve tendieron a ocurrir durante períodos de expansión monetaria. La opinión de que las autoridades monetarias pueden causar la especulación del mercado de activos si no logran controlar el uso del crédito, ya ha sido ampliamente descartada. No obstante, la evidencia de tipo anecdótica sugiere que el mercado de valores, a veces se eleva más de lo que podría justificarse por parte de los parámetros fundamentales de la economía, aunque los economistas continúan debatiendo si aún el máximo del mercado de 1929 fue demasiado alto. No es sorprendente que, estas cuestiones dejen aun sin resolver el asunto de cómo la política monetaria debe responder ante un auge del precio de los activos. Aunque uno pueda ofrecer argumentos teóricos razonables para responder de manera proactiva a un auge del precio de los activos, nuestra investigación sugiere que los formuladores de política deben ser cautelosos en lo que concierne a deflactar los precios de los activos sin contar con una evidencia clara de que un colapso de los precios de los activos pueda tener costos macroeconómicos severos.

Referencias bibliográficas

- Alchian, Armen A., y Benjamin Klein, "On a Correct Measure of Inflation", *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 5, n° 1, part. 1, febrero de 1973, pp. 173-91.
- Balke, Nathan S., y Robert J. Gordon, "Appendix B, Historical Data", en Robert J. Gordon, ed., *The American Business Cycle: Continuity and Change*. University of Chicago Press, Chicago, 1986, pp. 781-850.
- Bernanke, Ben S., y Mark Gertler, "Monetary Policy and Asset Volatility", *Economic Review* (Banco Federal de Reserva de la Ciudad de Kansas), vol. 84, n° 4, cuarto trimestre de 1999, pp. 17-52.
- Bernanke, Ben S., y Mark Gertler, "Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?", *American Economic Review*, vol. 91, n° 2, mayo de 2001, pp. 253-57.
- Bordo, Michael D., Michael J. Dueker y David C. Wheelock, "Aggregate Price Shocks and Financial Stability: The United Kingdom, 1796-1999", *Explorations in Economic History*, vol. 40, n° 2, abril de 2003, pp. 143-69.
- Bordo, Michael D., Michael J. Dueker y David C. Wheelock, "Aggregate Price Shocks and Finan-

- cial Stability: A Historical Analysis”, *Economic Inquiry*, vol. 40, n° 4, octubre de 2002, pp. 521-38.
- Bordo, Michael D., John Landon Lane y Angela Redish, *Good Versus Bad Deflation: Lessons from the Gold Standard Era*, NBER, febrero de 2004 (Working Paper, n° 10329).
- Bordo, Michael D., Peter Rappoport y Anna J. Schwartz, “Money versus Credit Rationing: Evidence for the National Banking Era, 1880-1914”, en Claudia Goldin y Hugh Rockhoff, eds., *Strategic Factors in Nineteenth Century American Economic History, A Volume to Honor Robert W. Fogel*, University of Chicago Press, Chicago, 1992, pp. 189-224.
- Bordo, Michael D., y Olivier Jeanne, *Boom-Busts in Asset Prices, Economic Instability, and Monetary Policy*, NBER, mayo de 2002a (Working Paper, n° 8966).
- Bordo, Michael D., y Olivier Jeanne, “Monetary Policy and Asset Prices: Does ‘Benign Neglect’ Make Sense?”, *International Finance*, vol. 5, n° 2, 2002b, pp. 139-64.
- Bordo, Michael D., y Angela Redish, “Is Deflation Depressing? Evidence from the Classical Gold Standard”, en Richard C. K. Burdekin y Pierre L. Siklos, eds., *Deflation: Current and Historical Perspectives*, Cambridge University Press, New York, 2004.
- Borio, Claudio, William English y Andrew Filardo, *A Tale of Two Perspectives: Old or New Challenges for Monetary Policy?*, Banco de Pagos Internacionales, febrero de 2003 (Working Paper, n° 127).
- Borio, Claudio, y Philip Lowe, *Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus*, Banco de Pagos Internacionales, julio de 2002 (Working Paper, n° 114).
- Borio, Claudio, y William White, “Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes”, presentado en el Simposio de *Política Monetaria e incertidumbre: Adaptándose a una economía cambiante*, organizado por el Banco Federal de Reserva de la Ciudad de Kansas, Jackson Hole, Wyoming, agosto de 2003.
- Brunner, Karl, y Allan H. Meltzer, “Mr. Hicks and the ‘Monetarists’”, *Economica*, vol. 40, n° 157, febrero de 1973, pp. 44-59.
- Bryan, Michael F., Stephen G. Cecchetti y Roisin O’Sullivan, *Asset Prices in the Measurement of Inflation*, NBER, enero de 2002 (Working Paper, n° 8700).
- Bullard, James B., y Eric Schaling, “Why the Fed Should Ignore the Stock Market”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 84, n° 2, marzo-abril de 2002, pp. 35-42.
- Cecchetti, Stephen G., “What the FOMC Says and Does When the Stock Market Booms”, preparado para la conferencia del Banco de la Reserva de Australia sobre *Precios de activos y política monetaria*, Sydney, Australia, agosto de 2003.
- Cecchetti, Stephen G., Hans Genberg, John Lipsky y Sushil Wadhvani, *Asset Prices and Central Bank Policy*, Geneva Reports on the World Economy, vol. 2. International Center for Monetary and Banking Studies, Geneva; Centre for Economic Policy Research, London, julio de 2000.
- Chandler, Lester V., *American Monetary Policy 1928-1941*, Harper and Row, Nueva York, 1971.
- Cole, Arthur H., *Wholesale Commodity Prices in the United States, 1700-1861*, Harvard University Press, Cambridge, 1938.
- Cowles, Alfred III, y asociados, *Common Stock Indexes. Cowles Commission for Research Economics Monograph n° 3*, segunda ed., Principia Press, Bloomington, In, 1939.
- David, Paul A., “The Dynamo and the Computer: An Historical Perspective on the Modern Productivity Paradox”, *American Economic Review*, vol. 80, n° 2, mayo de 1990, pp. 355-61.
- David, Paul A., y Peter Solar, “A Bicentenary Contribution to the History of the Cost of Living in America”, *Research in Economic History*, vol. 2, 1977, pp. 1-80.
- David, Paul A., y Gavin Wright, “General Purpose Technologies and Surges in Productivity: Historical Reflections on the Future of the ICT Revolution”, presentado en el Simposio Internacional sobre *Retos económicos del siglo XXI en la perspectiva histórica*, Oxford, julio de 1999.
- Davis, Joseph H., *An Annual Index of U.S. Industrial Production, 1790-1915*, Departamento de Economía, Duke University, octubre de 2002 (Working paper).
- Detken, Carsten, y Frank, Smets, “Asset Price Booms and Monetary Policy”, presentado en la Conferencia del Instituto Kiel de Economía mundial sobre *Política Macroeconómica en la economía mundial*, junio de 2003 (revisado, diciembre de 2003).
- Eichengreen, Barry, y Kris Mitchener, *The Great Depression as a Credit Boom Gone Wrong*, Departamento de Economía, University of California-Berkeley, marzo de 2003 (Working paper).
- Fels, Rendig, *American Business Cycles, 1865-1897*, University of North Carolina Press, Chapel Hill, 1959.
- Field, Alexander J., “The Most Technologically Progressive Decade of the Century”, *American Economic Review*, vol. 93, n° 4, septiembre de 2003, pp. 1399-413.

- Filardo, Andrew J., "Monetary Policy and Asset Prices", *Economic Review*, Banco Federal de Reserva de la Ciudad de Kansas, vol. 85, n° 3, tercer trimestre de 2000, pp. 11-37.
- Fisher, Irving, *The Stock Market Crash—And After*, Macmillan, New York, 1930.
- Friedman, Milton, y Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton, 1963a.
- Friedman, Milton, y Anna J. Schwartz, *Monetary Statistics of the United States: Estimates, Sources, and Methods*, Columbia University Press, Nueva York, 1970.
- Friedman, Milton, y Anna J. Schwartz, "Money and Business Cycles", *Review of Economics and Statistics*, vol. 45, n° 1, supl, parte 2, febrero de 1963b, pp. 32-64.
- Galbraith, John Kenneth, *The Great Crash, 1929*, Houghton Mifflin, Boston, 1961.
- Goldin, Claudia Dale, y Frank G. Lewis, "The Economic Cost of the American Civil War: Estimates and Implications", *Journal of Economic History*, vol. 35, n° 2, junio de 1975, pp. 299-326.
- Goodhart, Charles A., y Boris Hofmann, "Do Asset Prices Help Predict Consumer Price Inflation?", *Manchester School*, vol. 68, supl., 2000, pp. 122-140.
- Gordon, Robert J., "Does the 'New Economy' Measure Up to the Great Inventions of the Past?", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 14, n° 4, otoño de 2000a, pp. 49-74.
- Gordon, Robert J., *Macroeconomics*, octava edición, Addison-Wesley, Reading, Ma, 2000b.
- Greenspan, Alan, "Technology Innovation and its Economic Impact", comentarios ante el *Foro Tecnológico Nacional*, San Luis, Missouri, 7 de abril de 2000.
- Hamilton, James D., "Monetary Factors in the Great Depression", *Journal of Monetary Economics*, vol. 19, n° 2, marzo de 1987, pp. 145-69.
- Hayford, Marc D., y A. G. Malliaris, "Monetary Policy and the U.S. Stock Market", *Economic Inquiry*, vol. 42, n° 3, julio de 2004, pp. 387-401.
- Helbling, Thomas, y Marco Terrones, *Asset Price Booms and Busts—Stylized Facts from the Last Three Decades of the 20th Century*, Fondo Monetario Internacional, marzo de 2004 (Working paper).
- Hoover, Herbert C., *The Memoirs of Herbert Hoover: The Great Depression, 1929-1941*, Macmillan, Nueva York, 1952.
- Jovanovic, Boyan, y Peter L. Rousseau, "Measuring General Purpose Technologies", presentado en la conferencia de la Universidad Duke y de la Universidad de Carolina del Norte sobre *La comprensión de los años de la década de 1990. La economía en la perspectiva del largo plazo*, Durham, Carolina del Norte, 26-27 de marzo de 2004.
- Kendrick, John W., *Productivity Trends in the United States*, Princeton University Press, Princeton, 1961.
- Laidler, David, "The Price Level, Relative Prices, and Economic Stability: Aspects of the Interwar Debate", preparado para la conferencia del Banco de Pagos Internacionales sobre *Estabilidad monetaria, estabilidad financiera y el ciclo de los negocios*, Basilea, Suiza, 2003.
- Macaulay, Frederick R., *Some Theoretical Problems Suggested by the Movements of Interest Rates, Bond Yields, and Stock Prices in the United States Since 1856*, National Bureau of Economic Research, Nueva York, 1938.
- McCandless, George T., Jr., "Money, Expectations, and the U.S. Civil War", *American Economic Review*, vol. 86, n° 3, junio de 1996, pp. 661-71.
- McGrattan, Ellen R., y Edward C. Prescott, *The 1929 Stock Market: Irving Fisher Was Right*, Informe Ejecutivo 294, Banco Federal de Reserva de Minneapolis, Departamento de Investigación, mayo de 2003.
- Meltzer, Allan H., *A History of the Federal Reserve, 1913-1951*, vol. 1, University of Chicago Press, Chicago, 2002.
- Metzler, Lloyd A., "Wealth, Saving, and the Rate of Interest", *Journal of Political Economy*, vol. 59, n° 2, abril de 1951, pp. 93-116.
- Miron, Jeffrey A., y Christina D. Romer, *A New Monthly Index of Industrial Production, 1884-1940*, NBER, noviembre de 1989 (Working Paper, n° 3172).
- Mishkin, Frederic S., y Eugene N. White, "U. S. Stock Market Crashes and Their Aftermath: Implications for Monetary Policy", preparado para la conferencia del Banco Federal de Reserva de Chicago y del Banco Mundial sobre *Burbujas de activos*, Chicago, 23 de abril de 2002.
- Pagan, Adrian R., y Kirill A. Sossounov, "A Simple Frame-work for Analysing Bull and Bear Markets", *Journal of Applied Econometrics*, vol. 18, n° 1, enero-febrero de 2003, pp. 23-46.
- Rappoport, Peter, y Eugene N. White, "Was the Crash of 1929 Expected?", *American Economic Review*, vol. 84, n° 1, marzo de 1994, pp. 271-81.
- Rigobon, R., y Brian Sack, "Measuring the Reaction of Monetary Policy to the Stock Market", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, n° 2, mayo de 2003, pp. 639-69.
- Rothbard, Murray, *America's Great Depression*, cuarta edición, Richardson and Snyder, Nueva York, 1983.
- Rousseau, Peter L., "Jacksonian Monetary Policy, Specie Flows, and the Panic of 1837", *Journal of*

- Economic History*, vol. 62, n° 2, junio de 2002, pp. 457-88.
- Schinasi, Garry, y Monica Hargraves, "Boom and Bust", en *Asset Markets in the 1980s: Causes and Consequences. Estudios ejecutivos para el panorama económico mundial*, Fondo Monetario Internacional, Washington, D. C., 1993.
- Schwartz, Anna J., *Asset Price Inflation and Monetary Policy*, NBER, noviembre de 2002 (Working Paper, n° 9321).
- Schwartz, Anna J., "Understanding 1929-1933", en Karl Brunner, ed., *The Great Depression Revisited*, Martinus-Nihoff, Boston, 1981, pp. 5-48.
- Schwartz, Anna J., "Why Financial Stability Depends on Price Stability", *Economic Affairs*, vol. 15, n° 4, otoño de 1995, pp. 21-25.
- Schwert, G. William, "Indexes of U.S. Stock Prices from 1802 to 1987", *Journal of Business*, vol. 63, n° 3, julio de 1990, pp. 399-426.
- Smets, Frank, *Financial Asset Prices and Monetary Policy: Theory and Evidence*, Banco de Pagos Internacionales, septiembre de 1997 (Working Paper, n° 47).
- Smith, Walter B., y Arthur H. Cole, *Fluctuations in American Business, 1790-1860*, Harvard University Press, Cambridge, Ma, 1935.
- Temin, Peter, *The Jacksonian Economy*, Norton, Nueva York, 1969.
- Tobin, James, "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory", *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 1, n° 1, febrero de 1969, pp. 15-29.
- Wheelock, David C., *The Strategy and Consistency of Federal Reserve Monetary Policy, 1924-1933*, Cambridge University Press, Nueva York, 1991.
- White, Eugene N., "Bubbles and Busts: The 1990s in the Mirror of the 1920s", documento presentado en la conferencia de la Univesidad Duke y de la Universidad de Carolina del Norte sobre *La comprensión de los años de la década de 1990. La economía en la perspectiva del largo plazo*, Durham, Carolina del Norte, 26-27 de marzo de 2004.
- Woodford, Michael, *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press, Princeton, 2003.

La política de comunicación del Banco Central Europeo: una revisión de los primeros cinco años*

Britta Kuhn

En enero de 2004, el euro celebró su quinto aniversario. ¿Qué tal se hizo el trabajo de comunicación del Banco Central Europeo en estos cinco años? ¿Qué puede hacerse aun para mejorar la aceptación del euro?

I. Introducción

En los primeros cinco años del euro, los expertos se enfocaron hacia el nuevo tipo de estrategia de política monetaria del Banco Central Europeo (BCE). La población europea se orientó a descubrir si el euro traería más, y no menos, prosperidad que las anteriores monedas nacionales. En este aspecto, el euro enfrentó un reto, particularmente en Alemania, porque el marco alemán había sido un símbolo de riqueza.

En gran medida, el BCE se enfrentó a un objetivo principal. En primer lugar debería mantener precios estables siguiendo el principio económico de que la prosperidad sustentable es incompatible con altas tasas de inflación. En segundo lugar, su estrategia de política monetaria debería ser de aceptación y comprensión generalizadas. En tercer lugar, el euro debería transformar la Unión Europea en un área económicamente dinámica, comparable económicamente a Estados Unidos, en donde

el euro juegue un papel similar al del dólar de Estados Unidos. En cuarto lugar, la nueva moneda debería acelerar la integración económica y política de Europa. Por último, la población europea debería olvidarse pronto de las monedas nacionales anteriores. De hecho, en diciembre de 2001, el anterior presidente del Banco Central Europeo, Wim Duisenberg, predijo que en cuestión de unas cuantas semanas la gente ya casi no recordaría que alguna vez hubo otra moneda.

El curso de los acontecimientos fue algo diferente. No obstante, al Banco Central Europeo solo se le puede culpar parcialmente. En primer término, la definición de estabilidad de precios del Banco Central Europeo, que desde mayo de 2003 se ubicó en una tasa de inflación inferior, pero cercana al 2% a plazo medio, provocó mucha controversia entre los expertos. En segundo término, los defensores de la fijación de un objetivo de inflación y de un objetivo monetario criticaron la estrategia de política monetaria del eurosistema, especialmente porque combina el análisis económico con el análisis monetario. En tercer término, Europa debe lidiar con problemas estructurales crecientes, entre los que destacan sobre todo: la desaceleración del crecimiento, el alto desempleo, déficit públicos, una población con proporción creciente de personas mayores e inflexibles mercados de trabajo, de bienes y de productos financieros. Por esa razón, aunque el euro ha empezado a acercarse al dólar de Estados Unidos como divisa internacional líder, todavía está muy atrás.¹ El tipo de cambio entre el

* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, del original en inglés publicado en la revista *Intereconomics*, del Instituto de Economía Internacional de Hamburgo (HWWA), Alemania, vol. 40, nº 1, enero-febrero de 2005, pp. 22-28. B. Kuhn es profesora de economía de la Universidad de Ciencias Aplicadas de Weisbaden, Alemania. La autora agradece extensamente el apoyo financiero del Deutsche Bundesbank, Hauptverwaltung Frankfurt. También agradece la gran labor de investigación que le proporcionaron Lars Kerkmann, Sascha Riedel, Karsten Süeler y Julia Waldorf, quienes hicieron posible la elaboración de este artículo. Asimismo da las gracias a Jazmín Smalls y a Tam Ngyen por la realización del primer borrador de la traducción. Asume toda la responsabilidad por las ideas expresadas y por los errores que puedan permanecer, sin involucrar en sus opiniones a las instituciones mencionadas.

¹ Banco Central Europeo: "El papel internacional del euro; principales acontecimientos desde la entrada en vigor de la

euro y el dólar en 2003 se interpretó regularmente como una debilidad del dólar de Estados Unidos y no como una fortaleza del euro. El cuarto término, las disparidades económicas dentro de la Unión Europea continúan siendo un enigma para las políticas monetarias. En conferencias de prensa, en discursos y en los informes mensuales, las políticas monetarias, regularmente enfatizan los sesgos económicos que impiden una política monetaria orientada hacia la estabilidad. Por último, sólo un 66% de la población en el área euro apoyó la moneda común en la primavera de 2004. En la Unión Europea, la aceptación incluso descendió al 60 por ciento.²

II. Piedras angulares de la comunicación externa del Banco Central Europeo

El Banco Central Europeo no sólo se comunica con los medios, sino también con “el público en general y con los mercados”.³ Instrumentos tales como boletines mensuales, conferencias de prensa, discursos públicos de los miembros de la Junta Ejecutiva o publicaciones académicas, se dirigen particularmente a expertos de todo el mundo, es decir, profesionales financieros, economistas de los bancos y académicos que se especializan en política monetaria. Folletos de comprensión general a la “Campaña de Información Euro 2000” referente a la introducción de efectivo,⁴ se dirigen en particular hacia el público europeo en general, incluso en aquellos países que aún no pertenecen al eurosistema. El objetivo es hacer que los ciudadanos europeos se sientan cómodos con la nueva moneda y convencer al público en general sobre la estabilidad del euro; lo que a fin de cuentas contribuirá a la riqueza económica. Sin embargo, la clasificación de los grupos objetivo y las correspondientes herramientas de comunicación del BCE hacia los expertos por una parte, y hacia el público en general por la otra, aún no son muy claras. Por ejemplo, ¿a qué categoría pertenece la website del Banco Central Europeo? O, aun más importante ¿se considera que los políticos

Tercera Etapa de la Unión Económica y Monetaria”, en *Boletín Mensual*, noviembre de 2003, pp. 71-79.

² Eurobarómetro estándar; *Eurobarómetro*, 61, primavera de 2004, primeros resultados, publicación: mayo 2004. p. 9.

³ Banco Central Europeo: transparencia en la política monetaria del Banco Central Europeo, en *Boletín Mensual*, noviembre 2002, pp. 59-66; para esta cita p. 59. Para obtener detalles de la clase de comunicación del BCE, véase *ibid* y Banco Central Europeo; La comunicación externa del Banco Central Europeo, en *Boletín Mensual*, febrero 2001, pp. 59-65.

⁴ Para obtener detalles, véase Banco Central Europeo: *Informe anual del Banco Central Europeo de 2002*, p. 175.

son expertos? A continuación se asume que los altos políticos, especialmente, pertenecen al público en general. La mayoría de ellos carece de una preparación en economía, al menos en Alemania, y todos ellos deben absorber grandes cantidades de información día con día. Por eso mismo, normalmente solo pueden digerir mensajes simples, que tengan un énfasis especial y que se repitan a menudo.

III. Comunicación con expertos

El BCE ha explicado una y otra vez su estrategia de política monetaria en forma abierta, analítica y comparativamente clara.⁵ Eliminó problemas de comprensión iniciales, en gran medida, a base de reiterar su estrategia una y otra vez, pero también a base de expresarla claramente y de lidiar internamente con argumentos de sus críticos.⁶ Por supuesto, el desacuerdo ha persistido hasta el presente. Surge básicamente de diferentes tradiciones nacionales y de supuestos académicos.⁷ De hecho las expectativas inflacionarias a largo plazo se estabilizaron por debajo del 2%.⁸ Es más, los expertos bancarios señalan que, en la actualidad, los mercados financieros, generalmente tienen éxito en anticipar la toma de decisiones del Banco Central Europeo; es decir, hay menos inseguridad en los mercados.⁹ Por esta razón, la estrategia de política monetaria parece haber sido bien comprendida y aceptada.

⁵ Para conocer publicaciones importantes, véase Banco Central Europeo: *A stability oriented monetary policy strategy for the ESCB*, comunicado de prensa, 13 de octubre de 1998. Banco Central Europeo: “The stability-oriented monetary policy strategy of the eurosystem”, *Boletín Mensual*, enero de 1999, pp. 39-50; Banco Central Europeo, “The Two pillars of the ECB’s monetary policy strategy”, *Boletín Mensual*, noviembre de 2000, pp. 37-48; Banco Central Europeo: “The outcome of the ECB’s evaluation of its monetary policy strategy”, *Boletín Mensual*, junio de 2003, pp. 79-92.

⁶ Para conocer argumentos detallados véase: Banco Central Europeo: *Overview of the Background Studies for the Reflections on the ECB’s Monetary Policy Strategy*, 8 de mayo de 2003; se puede encontrar también un reconocimiento comprensivo de la estrategia de política monetaria del BCE en: *Commerzbank 2003: the ECB’s Monetary Policy Strategy: Better than its Reputation*, Notas de Investigación, abril de 2003.

⁷ Banco Central Europeo: *Overview of the Background Studies... op. cit.*; M. Kurm-Engels: “Wissenschaftler Weist Zusammenhang von Geldmenge und inflation nach”, en *Handelsblatt*, 9 de abril de de 2003; N. Häring: “Experten für neue EZB-Strategie”, en *Handelsblatt*, 6 de mayo, 2003; Sachverständigenrat: *Herbstgutachten 2003*, p. 131 y p. 639.

⁸ Banco Central Europeo: *The outcome of the ECB’s evaluation... op. cit.*, p. 81, gráfica 1 panel B.

⁹ Por ejemplo, “HVB Group: A Short History of ECB Time”, en *Economic Analysis*, 24 de octubre de 2003, pp. 5-6.

IV. Comunicación con el público en general

La comunicación del BCE con el público en general se caracteriza particularmente por tres aspectos.

En primer término, el BCE se centra en los llamados “receptores activos”.¹⁰ En segundo término su segmentación de grupos como objetivo no está bien acabada. En tercer término, rechaza mensajes emotivos y se concentra en hechos concretos.

Los receptores activos son, por ejemplo, grupos de visitantes que vienen a Francfort o usuarios de internet, pero no el gran conjunto de televidentes. Una excepción en lo que a esta política se refiere fue la campaña de información Euro 2002. Cualquier persona que quiera utilizar la website del BCE necesita tener buen conocimiento del idioma inglés; no se puede escoger ningún otro idioma al principio y mantenerlo a lo largo de todo el proceso de navegación. Tal vez esta disposición tenga el objetivo deliberado de dirigir al usuario hacia la página web del banco central nacional correspondiente. Aun así, dichos sitios no contienen la misma información que la página web del BCE.

En lo que respecta al público general o a sus componentes activos, el Banco Central Europeo se concentra en los así llamados “multiplicadores”, tales como, por ejemplo, profesores y periodistas.

Hay un folleto especial orientado hacia discípulos y estudiantes universitarios. Además, el Banco Central Europeo hace distinción entre lenguajes diferentes y entornos culturales especialmente mediante la traducción del original en idioma inglés a los otros lenguajes oficiales de la Unión Europea. Otra segmentación de grupos objetivo no se ve, al menos desde el exterior.

¿Por qué se abstiene, a fin de cuentas, el Banco Central Europeo de enviar mensajes emotivos al público en general? ¿Por qué se enfoca casi por completo a explicaciones analíticas? La opinión interna del Banco Central Europeo señala que la creación de la credibilidad es incompatible con el enfoque emotivo. Más bien, el Banco Central Europeo se concentra en la información objetiva dentro del marco de su mandato político. Todo lo demás se debe encomendar a los políticos. Se cita al presidente del BCE, Trichet, por haber dicho que la política del banco central no es un “entrenamiento”, pero debe repetir monótonamente mensajes tales como el del objetivo de la estabilidad de precios.

Este punto de vista también explica por qué razones el BCE se rehúsa a hacerse publicidad en revistas y en la televisión, salvo en el caso de la in-

¹⁰ Banco Central Europeo: *Transparency in the monetary policy of the ECB*, op. cit., p. 60.

troducción del efectivo en 2002; los anuncios no sólo muestran hechos tangibles, sino que también crean nexos y credibilidad a través de un enfoque emotivo.

En conjunto, el BCE tiene a su disposición instrumentos de comunicación múltiple con el público general. No obstante, se utilizan de forma muy discreta. Los resultados de este enfoque pueden ejemplificarse con 2 estudios de caso: el debate sobre el “teuro” alemán¹¹ y los resultados de la encuesta sobre el eurobarómetro, relativos a la aceptación del euro por los ciudadanos europeos.

V. Debate sobre el “teuro” en Alemania

En Alemania, los consumidores asociaron la introducción de los billetes de banco y las monedas denominados en euros en 2002, con importantes incrementos de precios. Esta impresión fue intensificada por los medios masivos de comunicación, especialmente, por la prensa callejera. El Banco Federal Alemán (Deutsche Bundesbank) y la Oficina Federal Alemana de Estadísticas investigaron si la introducción de los billetes de banco y de las monedas denominados en euros había acelerado la inflación y llegaron a la conclusión de que el efecto había sido mínimo.¹² Desafortunadamente estos hechos tangibles, o bien no llegaron a amplios sectores de la población alemana, o simplemente no tuvieron éxito en la labor de convencimiento. La influencia percibida excedió la inflación real en cerca de dos puntos porcentuales en la primavera de 2002 y permaneció por encima de la tasa de inflación oficial durante los años 2002 y 2003 (véase la gráfica I).¹³

Los psicólogos explican este fenómeno por medio del especialmente alto escepticismo de los alemanes en la víspera de la introducción del efectivo en euros: puesto que se esperaban los incrementos de precios, los alemanes simplemente registraban todo lo que se acoplaba a dichas expectativas.¹⁴ Los experimentos de los psicólogos apunta-

¹¹ La palabra “teuro” es una combinación del nombre euro y de la palabra alemana “teuer”, que significa caro.

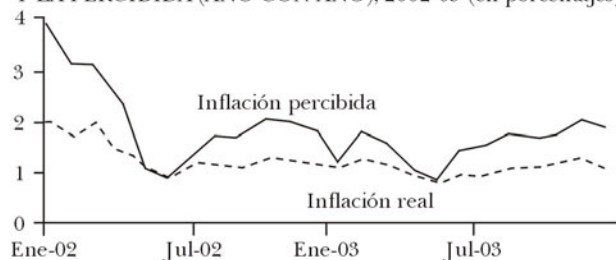
¹² Para estudiar un resumen comprensivo de la amplia investigación realizada desde principios de 2002 véase Deutsche Bundesbank: “Der euro und die Preise: Zwei Jahre Später”, en *Monthly Bulletin*, enero de 2004 pp. 15-28.

¹³ Grupo HVB: “Dos años después. El (t)euro todavía en las mentes alemanas”, en: *European Morning Bell*, enero 21, 2004, p. 1.

¹⁴ T. Greitemeyer, S. Schultz-Hardt, E. Traut-Mattausch, D. Frey: “Enwartungsgeleitete Wahrnehmung bei der Einführung des Euro: Der Euro ist nicht immer ein Teuro”, en: *Wirtschaftspsychologie, Themenheft Finanzpsychologie*, nº 4, 2002, pp. 22-28.

lan esta interpretación. Individuos de prueba recibían menús de precios tanto en marcos alemanes como euros, los cuales debían comparar. Los incrementos de precios debidos al euro fueron muy sobreestimados e incluso los precios constantes en euros se percibieron como incrementos de precios. El euro pudo haber sido interpretado como “teuro” aun si todos los precios en Alemania se hubieran desplomado.

GRÁFICA I. DISCREPANCIA ENTRE LA INFLACIÓN REAL Y LA PERCIBIDA (AÑO CON AÑO), 2002-03 (en porcentajes)



FUENTE: Grupo de Investigación HVB.

La reacción oficial del BCE frente al debate del “teuro” alemán fue muy débil. No hubo una anti-campaña o cierto manejo de crisis. Por el contrario, los políticos y los formuladores de política monetaria expresaron puntos de vista inconsistentes.¹⁵ Otmar Issing, miembro de la Junta Ejecutiva del BCE concedió posteriormente que la aceptación de la nueva moneda por parte de grandes sectores de la población alemana había padecido de la inflación percibida.¹⁶ Wim Duisenberg incluso calificó de error el hecho de que el banco central y los políticos no hubieran manejado el debate del “teuro” de una forma más honesta.¹⁷ Internamente, el BCE señaló a principios de 2004 que el debate del “teuro” no había sido un problema del banco central sino que era, más bien, un fenómeno típico de un sistema de mercado libre. Por eso mismo, desapare-

¹⁵ El servicio de radiodifusión alemán WDR comentó a Principios de 2003 “ahora ya se supo: el euro es un “teuro” –admite W. Duisenberg, Presidente del BCE y guardián del euro. Esas son tonterías, los precios son más estables que nunca, afirma el Ministro de Finanzas Hans Eichel. Los consumidores razonan teniendo en mente el anterior marco alemán, no tolerarán más impulsos a subir los precios y por lo tanto se abstendrán de hacer compras. Esto ha causado la pérdida de 60,000 empleos en el comercio al por menor en 2003, según cálculos minoristas”. Westdeutscher Rundfunk (2003); traducción (al inglés) del autor.

¹⁶ <http://www.faz.net/s/RubC9401175958F4DE28E143E68888825F6/doc-E2FB2F9EC860B4A84DF33198DE6915~ATpl~Ecomon~Scontent.html>. Statement de 12 de enero de 2004.

¹⁷ FAZ.net Währung; Positive Bilanz des erstern Euro-Jahres, <http://www.faz.net/s/RubC9401175958F4DE28E143E6888825F6/Doc~ED0764F30555F431C8E3FDAA4EBAE3FC1~ATpl~Ecomon~Scontent.html>. Statement del 31 de diciembre de 2002.

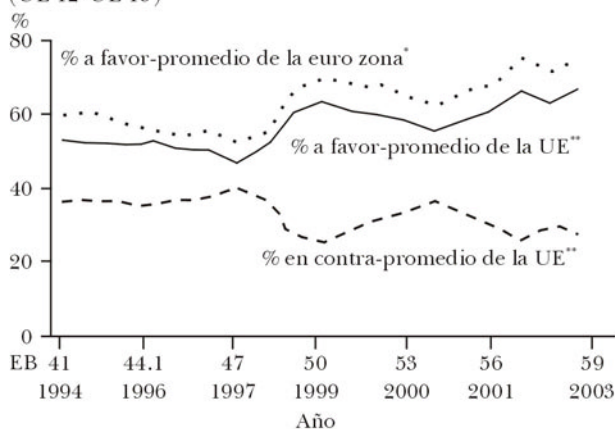
ció automáticamente por la acción de las fuerzas autorreguladoras del mercado. Esta percepción explica por qué no hubo un manejo de crisis por parte del departamento de comunicación y por qué, probablemente, no habrá tal manejo para casos similares en el futuro: donde no hay problema, no habrá reacción.

¿No temen los banqueros centrales que los medios masivos de comunicación pudieran de repente comenzar una campaña sostenida y dañina en contra del euro? La respuesta interna en el BCE es un “no”: después de todo, el Banco Central Europeo está trabajando con gran objetividad a fin de mejorar su credibilidad a largo plazo; por eso mismo, las campañas negativas no tienen bases, simplemente no son creíbles, tal como los hechos tangibles se encargan de demostrar.

VI. Aceptación pública del euro

La aprobación de la moneda común aumentó del 53 al 66% entre 1994 y 2003 en la población de la UE y del 60 al 75% entre los ciudadanos de la zona euro (véase la gráfica II).¹⁸ Hubo un claro aumento en la aceptación durante 1997 y 1998, es decir, en la víspera de la introducción en 1999, y un segundo aumento justo antes del inicio de los billetes y monedas en 2002. Ambos aumentos pueden basarse en una intensa cobertura por parte de los medios de comunicación en esos momentos, especialmente durante la introducción del efectivo, que fue apoyada por el Sistema Europeo de Bancos Cen-

GRÁFICA II. APOYO DE LA MONEDA ÚNICA, 1994-2003 (UE 12-UE 15)



FUENTES: Encuesta n° 59.1 tendencia Eurobarómetro estándar 59, gráfica 7.5a.

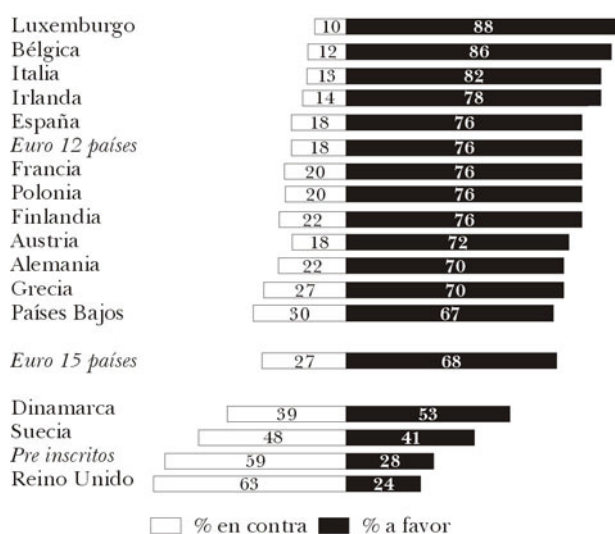
* 9 países Euro hasta 1994, 11 países Euro desde 1995, 12 países Euro desde 2000 (EB54). ** 12 países UE hasta 1994, 15 países UE desde 1995; el porcentaje de “no se”, no se muestra.

¹⁸ Standard Eurobarometer: *Eurobarometer* 59. Primavera 2003, edición: julio 2003, gráfica 7.5a p. 63.

trales (SEBC). En 2002, el debate del “teuro”, no obstante, dejó rastros negativos. Entre el otoño de 1998 y la primavera de 2004, el apoyo a la moneda única cayó del 64 al 60% dentro de la Unión Europea (UE) y del 70 al 60% dentro de la zona Euro.¹⁹

La aprobación sólida del euro difiere entre países (véase la gráfica III).²⁰ En Alemania, por ejemplo, 70% de la población estuvo a favor del euro y 22% en contra, en la primavera de 2003. El apoyo alemán se ubicó por debajo del promedio de la zona euro (75%), pero por encima del promedio de los 15 países de la UE (66%). Solamente los no miembros del eurosistema, así como los Países Bajos y Grecia mostraron mayor desaprobación.

GRÁFICA III. EL EURO ¿A FAVOR O EN CONTRA?



FUENTE: Encuesta n° 59.1. Trabajo de campo: marzo-abril de 2003, Eurobarómetro estándar 59, gráfica 7.5b.

NOTA: El porcentaje de “no se” no se muestra.

El escepticismo con respecto al euro, por parte del público en general, se intensificó debido a una cobertura negativa por parte de la prensa popular y de la televisión. Para el 59% de los ciudadanos de la UE, la televisión es, sin lugar a dudas, la fuente más apreciada de información sobre la Unión Europea, seguida por los periódicos con un 35% (véase la gráfica IV).²¹ En ambos medios de comunicación, el BCE normalmente solo aparece de manera indirecta a través de cobertura periodística. Las noticias concernientes al personal ejecutivo del Banco que son de rápido entendimiento dominan claramente y causan un daño sostenido a la credibilidad del BCE; por ejemplo se dice: sobre el señor

¹⁹ Standard Eurobarometer. *Eurobarometer* 61, *op. cit.*, p. 9.

²⁰ Standard Eurobarometer. *Eurobarometer* 59, *op. cit.*, gráfica 7.5b, p. 64.

²¹ *Ibid.*, gráfica 4.2, p. 33.

Trichet: el hombre al que se le acusó de corrupción en Francia, se convertirá a fin de cuentas en presidente del Banco Central Europeo; sobre la señora Tumpel-Gugerell: la candidata austriaca vence al belga por su género (debe haber un miembro femenino en la Junta Directiva, ni uno más, ni uno menos); sobre el ciudadano español, señor Solans: los países miembros de la UE, grandes y pequeños, disputan más por la nacionalidad de su sucesor que por sus méritos.

Conciente de esta terrible percepción pública, el BCE parece lamentar recientemente este trivial desempeño de los políticos. Internamente, los banqueros centrales justifican su pasividad en el hecho de que la moneda única era solamente una decisión política. Pero cabe preguntarse si el BCE se está percatando que esa discrecionalidad en la comunicación puede exponer su existencia a la larga. ¿Cómo va a defender que el objetivo de la estabilidad de precios o que su independencia institucional no se vayan a violar o a abolir, si dichos objetivos no están apoyados por el público europeo? ¿Cómo puede el BCE actuar como un contrapeso comunicacional frente a las políticas?

GRÁFICA IV. MÉTODO PREFERIDO PARA RECIBIR INFORMACIÓN SOBRE LA UE (UE 15 PAÍSES)



FUENTE: Encuesta n° 59.1. Trabajo de campo: marzo-abril de 2003, Eurobarómetro estándar 59, gráfica 4.2.

VII. La “marca” euro

Los artículos que cuentan con una marca tradicional logran credibilidad a base de combinar la promesa de mantener un comportamiento y eficiencia con una calidad garantizada. Generalmente se avalan con símbolos y transmiten una comunicación relativa, no solo a las calidades de los productos sino también a las emociones de los consumidores. Por último, los artículos de marca compiten con productos similares y por lo tanto se esfuerzan en diferir de los demás.

Todas estas características también se aplican al

euro. Representa uno de los pocos símbolos de la unidad europea dentro de una heterogénea UE. Su garantía de desempeño y su promesa de calidad se pueden sintetizar de la siguiente forma: “nuestra excelente estrategia de política monetaria salvaguardará la estabilidad de precios!”. Los ciudadanos europeos no solo perciben la funcionalidad del euro como medio de cambio, unidad de cuenta y depósito de valor. También le asociaron aspectos emotivos tales como la identidad europea, la auto confianza y los sentimientos de inferioridad con una moneda única. Por último, el euro, formalmente, es el único medio de cambio legal dentro del área euro, pero, de hecho, tiene que competir con otras monedas: a nivel global con el dólar de Estados Unidos o con el yen japonés; a nivel nacional con las monedas anteriores.

Si la moneda común se interpretara como una marca, la asignación de la marca al euro podría controlarse profesionalmente: podría asegurarse que el “público en general asociara menos la moneda única a atributos negativos tales como un “crecimiento débil”, “inflación” o simplemente “temor”, y la asociara más con aspectos positivos como “oportunidades de viaje”, “vacaciones europeas”²² o con un presidente de banco central que simpatiza e inspira confianza.

VIII. Concepto de comunicación para el público en general

El BCE podría definir la aceptación a nivel mundial del euro como su principal objetivo de comunicación. Lo anterior podría alcanzarse a base de crear confianza, credibilidad, estabilidad e identificación. A continuación seguirían tres subobjetivos. Primero la presencia continua del BCE en medios de difusión respetables y especialmente en revistas de noticias. Segundo una presentación simple y convincente sobre el objetivo de estabilidad de precios respaldándola con hechos y mensajes emotivos. Tercero, la formación de una opinión activa sobre el euro. A fin de lograr lo anterior, la estrategia de comunicación debería consistir de publicidad continua, de mayor cantidad de relaciones públicas y de mercadeo directo.

La publicidad podría utilizar un *slogan* robusto, en forma impresa y en televisión, que tenga larga duración. Durante la “campana de información euro 2002”, por ejemplo, el BCE se apoyó en el mensaje, también emotivo: “El euro: nuestro dinero”. Mediante la publicidad, el BCE podría tener

²² Cada país tiene sus propias vacaciones nacionales, pero no hay todavía un periodo común particular, que debería ser un domingo debido a los problemas de los costos laborales

éxito en llegar a los “receptores pasivos” y en implementar la moneda única, no solo de manera funcional sino también emocional, como un símbolo de estabilidad de precios y de prosperidad. Más mercadeo del estilo de las ya existentes almoadillas para ratones de computadora (*mouse-pads*) complementarían estos esfuerzos.

Las relaciones públicas deberían convencer al señor Trichet y al señor Weber, en Alemania, de hacer más apariciones en público y de dar más entrevistas sobre asuntos económicos en general. Deberían escogerse respetables plataformas de noticias, y, a fin de evitar riesgos mayores, el contenido debería ser totalmente el resultado de acuerdos previos antes de ser retransmitido o publicado. No parece aconsejable, por el contrario, que aparezcan en programas de pláticas políticas; su dinámica intrínseca implica altos riesgos. La aparición de “embajadores” nacionales con altos niveles de popularidad de preferencia y de confianza en sus respectivos países también podría considerarse. Podrían presentar mensajes sencillos a favor del euro. A este respecto, el BCE podría aprender de la UNICEF y de sus embajadores.

Por último, el BCE podría emprender un mercadeo más directo en lo que concierne a los multiplicadores, en particular con respecto a los políticos. Si ellos hacen comentarios frecuentes sobre el euro y el BCE, deberían guiarse en la medida de lo posible por banqueros centrales o al menos estar informados de forma más exclusiva por el eurosistema. Además, los políticos, los profesores, los instructores universitarios, los periodistas y otros comentaristas públicos sobre el euro deberían permitir que la gente se les acercara más directamente.

Por supuesto que los bancos centrales nacionales deberían involucrarse fuertemente en estas medidas, a fin de tomar en cuenta la diversidad cultural del área euro. Ellos son los que conocen los medios de comunicación nacionales apropiados. Ellos poseen la red personal esencial y la sensibilidad cultural en lo que se refiere a las medidas de comunicación apropiadas e inapropiadas dentro del marco nacional. Los bancos centrales nacionales deberían también jugar un papel importante en la prevención de crisis y en el manejo de crisis. Toda vez que algunas crisis se desatarán con el mismo grado, tanto a nivel nacional como a nivel europeo, tal como lo ha mostrado el debate del “teuro”.

IX. Puntos de referencia: marco alemán, dólar de Estados Unidos y el automóvil Smart

El Banco Central Europeo podría aprender del Banco Federal Alemán (Deutsche Bundesbank) la

forma de transformar una moneda nueva y desconocida en un símbolo de riqueza. Posiblemente su predecesor el “Bank Deutscher Länder”, se enfrentó a circunstancias económicas más favorables que el Banco Central Europeo en 1999-2002, puesto que el marco alemán se introdujo en 1948 junto con la economía de libre mercado en Alemania Occidental. No obstante, fue su sucesor, el Deutsche Bundesbank, el que tuvo éxito en construir una identidad única ante los ojos del público alemán. Formalmente la autonomía del Deutsche Bundesbank estaba mucho menos regulada que la independencia del BCE en los Tratados de Maastricht. Aun así, la autonomía del Deutsche Bundesbank y su lucha por la estabilidad de precios eran completamente sacrosantas para los políticos alemanes. En la Unión Europea, por el contrario, una “flexibilidad” más institucional para la política monetaria se está discutiendo de manera abierta. Además, los mercados financieros y muchos políticos, francamente piden una política monetaria comparable a la manejada por el Sistema Federal de Reserva, de Estados Unidos, es decir, que esté mucho menos enfocada a la estabilidad de precios. Incluso dentro del sistema europeo de bancos centrales se cuestiona si la estabilidad de precios es una preocupación que resulte fundamental para la población de la UE.

Los bancos centrales europeos podrían estudiar en el Sistema Federal de Reserva, de Estados Unidos, las ventajas y los inconvenientes de una política monetaria fuertemente personalizada. Por una parte, el culto a la personalidad de A. Greenspan y su enfoque decididamente discrecional, exponen la continuidad a largo plazo de la política monetaria. Por otra parte, la confianza en las personalidades puede reemplazar una gran parte de información formal. El BCE no tendría que hacer un gran esfuerzo para convencer al público europeo con hechos verdaderos, si los ciudadanos conocieran bien al presidente del Banco Central Europeo a través de los medios de comunicación y le tuvieran confianza.

El Banco Central Europeo podría finalmente, aprender de la estrategia de comunicación del automóvil “Smart”. Los automóviles son particularmente comparables a las monedas en el sentido de que los aspectos funcionales dominan las decisiones de compra. Además, la decisión a favor o en contra de un automóvil es un asunto sumamente emotivo, especialmente para los compradores masculinos. En lo particular, el Smart tiene un paralelismo con el euro. Es una marca joven, en un mercado maduro, que tuvo que enfrentarse a significativos problemas de aceptación en un principio, y se posicionó exitosamente a base de serios

esfuerzos de mercadeo.²³ Al principio tanto el público como los expertos, se mostraron escépticos: ¿para qué comprar un auto que sólo tiene dos asientos al precio de uno de cuatro? Cuando los primeros vehículos no pasaron la “prueba del alce” la reputación de la marca parecía haber quedado completamente en la ruina antes de que siquiera los primeros vehículos aparecieran en las calles. Un continuo trabajo de relaciones públicas sumamente emotivas y espectaculares, como por ejemplo, presentaciones llamativas en escaparates, convirtieron al Smart en pocos años en un automóvil con tendencia exitosa.

X. Oposición a un intensificado mercadeo del euro

Las discusiones en el Banco Central Europeo y en el Deutsche Bundesbank muestran que hay varias razones por las que las sugerencias anteriores enfrentarán ciertas reservas. Estas reservas varían según su validez.

La razón número uno ya fue mencionada. La unión monetaria europea está impulsada políticamente y, por lo tanto, los políticos también son responsables de la comunicación con el público en general. Un argumento en contra radica en el incentivo inherente que tienen los políticos a abolir el objetivo de la estabilidad de precios y la independencia del eurosistema.

La segunda razón se refiere a que una moneda no es comparable con bienes de consumo comunes, sino que es particularmente sensible. Esta evaluación, que raras veces se sostiene con precisión, impidió durante mucho tiempo que los bancos comerciales se presentaran a sí mismos como objetos de marca. Por ejemplo, la discusión al interior del nuevo grupo fusionado, HVB, en 1997, fue sustancial en el momento en que se lanzó en Alemania una campaña publicitaria, basada más en imagen que en hechos, con el *slogan* de “Vive. Nosotros nos encargamos de los detalles”.²⁴ Desde hace cierto tiempo, sin embargo, varios bancos comerciales han estado imitando esta exitosa estrategia publicitaria del Grupo HVB.

La razón número tres consiste en decir que sólo

²³ Para obtener detalles consúltese, B. Gottschalk, R. Kalmbach: smart-open your mind, en: *Markenmanagement in der Automobilindustrie*, Wiesbaden 2003, gráfica 9, pp. 396-407; <http://www.motor-talk.de/t163111/f212/s/thread.html>; <http://www.smart.de/-snm-0135155096-1075220602-0000006661-0000000-011-1077787791-enm-smart/content/de/de/smart/smartimdetail/company/smartgmbh>.

²⁴ “Leben Sie. Wir kümmern uns um die Details” traducción al inglés del autor.

los hechos tangibles generan credibilidad. No obstante, “creíble” significa “confiable” y no “concerniente a hechos”. La información basada en hechos no se ve debilitada por los componentes emotivos adicionales, por el contrario se ve reforzada. Por ejemplo, muchos hechos sólo llaman la atención por la naturaleza y el carácter de la persona que los introduce.

En cuarto lugar, lograr que haya mensajes uniformes presentados por altos ejecutivos representantes del eurosistema es una labor ardua, aun a nivel de hechos. Se dice que, afirmaciones emotivas adicionales solo empeorarían este problema de consistencia. De hecho, este es un serio problema para cualquier institución dentro de un contexto político e internacional. Se podría mitigar por medio de campañas publicitarias centralmente planificadas que generen mensajes homogéneos.

La objeción número cinco se refiere a la inexistencia de un público europeo. ¿Qué representantes del eurosistema deberían aparecer en qué medios de comunicación? y ¿en qué países? Por una parte, el presidente del Banco Central Europeo podría aparecer en todos los programas de noticias nacionales respetables con subtítulos, y podría otorgar muchas entrevistas a periódicos y revistas respetables. Por otra parte, la falta de “personajes” europeos en la actualidad podría remediarse si se mira al pasado ¿Por qué no se permite que personajes europeos como Julio César o María Curie sean los que presenten el euro? Esto no solo tendría menores costos sino que como los personajes del pasado no pueden errar, no pueden comprometer la credibilidad del banco central. El posible daño relacionado con los “personajes” vivientes es mayor cuanto más se relacionan con el banco central en sí mismo, como por ejemplo el caso Welteke en Alemania que, en la primavera del 2004, se le presentó de manera impresionante al Deutsche Bundesbank. Este asunto también puso de manifiesto que la conducta perfecta de parte de los altos ejecutivos y representantes del ESCB resultó vital para la reputación pública de la institución como un todo.

En sexto lugar, se puede citar que se argumenta que la rivalidad entre políticos y banqueros centrales deja un margen estrecho para las funciones de comunicación del BCE. Puesto que los políticos europeos ya habían soltado el poder que tenían sobre la política monetaria, no les gustaría padecer por frecuentes apariciones en público de los banqueros

centrales. Este argumento es difícil de invalidar. El importante papel que juega la vanidad nacional y personal, particularmente en posiciones de alto nivel, puede entenderse fácilmente con solo mirar a las poco valiosas discusiones políticas concernientes al nombramiento de funcionarios en la Junta Ejecutiva del BCE.

La séptima objeción se refiere a que el marco alemán tuvo éxito sin ningún esfuerzo de mercadeo y se dice que el mercadeo en general se aplica más a detergentes que a monedas. Sin embargo, el marco alemán fue introducido en una época que no se puede comparar con el mundo actual, en lo que a medios de comunicación se refiere. Además, el mercadeo exitoso se distingue a sí mismo por pasar casi desapercibido ante los consumidores. Muchos economistas que combaten al mercadeo por no ser serio, quedarían bastante impresionados si se percataran de lo mucho que están influenciados por el mismo.

Por último, se dice que el esfuerzo para llegar a todos los grupos objetivo no remunera. Por ejemplo, aun si las mujeres alemanas mayores de 65 años son escépticas respecto al euro, las posibilidades de convencerlas son bajas. Esta opinión del costo-beneficio es correcta en general, pero no deberían utilizarse para excluir grandes sectores de la población, como es el caso en la actualidad.

XI. Conclusión

El Banco Central Europeo ha comunicado su estrategia de política monetaria con éxito diverso. Los expertos, es decir, los mercados financieros y los economistas, han comprendido la estrategia y confían en el BCE. El público en general, sin embargo, está escasamente informado y todavía es muy escéptico respecto al euro. Los banqueros centrales podrían, por lo tanto, mejorar la comunicación con la población de la Unión Europea recurriendo a darle una marca al euro. En el futuro, la información de hechos más importante debería complementarse con mensajes emotivos y con una mayor presencia en los medios de comunicación. Un alto nivel de aceptación pública del euro es la mejor garantía para evitar que los políticos vayan a abolir la independencia del BCE así como su objetivo de estabilidad de precios. ¡No es tarde para lograr esto!

Comparecencia del gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados*

Señor Presidente, señoras y señores Diputados:

Es muy grato para mí comparecer ante esta Comisión de Presupuestos del Congreso, con ocasión de la presentación de los Presupuestos Generales del Estado de 2005. Se trata de los primeros presupuestos de la nueva legislatura, que responden a las directrices de política económica establecidas por el nuevo Gobierno. Se presentan, además, en un momento crucial para la evolución futura de la economía española, en el que el tono que adopte la política económica y la política fiscal en particular será muy influyente sobre sus posibilidades de crecimiento y de convergencia con Europa. Mi contribución basculará, como es habitual, sobre la valoración de la situación de la economía en el actual entorno internacional y la política monetaria del Eurosistema que compartimos con los demás miembros de la zona.

Comenzaré, por tanto, comentando el contexto externo y, dentro de él, las perspectivas para el área del euro. En los últimos meses, la fase de recuperación ha seguido consolidándose en la economía internacional y generalizándose a las diferentes regiones, a pesar de las tensiones experimentadas por el precio del petróleo. Las previsiones más recientes discutidas en diversos foros internacionales siguen siendo cautamente optimistas sobre las perspectivas de expansión continuada en 2005, destacando especialmente los crecimientos esperados en Estados Unidos y en los países asiáticos así como la progresiva ampliación de la base geográfica sobre la que se asienta el crecimiento mundial.

* Publica el CEMLA, con la debida autorización, la ponencia de J. Caruana, gobernador, del Banco de España, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados, inserta en *Boletín Económico*, nº 10, octubre de 2004, pp. 11-20.

La aceleración más intensa del crecimiento de la economía mundial que tuvo lugar desde mediados de 2003 permitió que la zona del euro iniciara una recuperación gradual, que en los últimos cuatro trimestres ha mostrado unos ritmos de expansión próximos a la tasa de crecimiento potencial de esta región. De acuerdo con los últimos datos disponibles, el producto del área se expandió a una tasa interanual del 2% en el segundo trimestre de 2004 y se prevé que el crecimiento alcance en el conjunto del presente año una cifra similar, tras tres años de escaso dinamismo de la actividad. En cualquier caso, no se ha absorbido todavía la brecha de producción acumulada en los últimos años.

La recuperación se apoyó inicialmente en la demanda externa, dado el fuerte tirón del comercio mundial, pero el gasto interior también ha experimentado más recientemente un mayor empuje, aunque la mejora de la demanda interna está siendo relativamente lenta, sin que los indicadores de confianza hayan mostrado avances significativos en los últimos meses. En todo caso, la evolución del conjunto de la zona del euro es el resultado de comportamientos bastante dispares, pues hay países (como España o Francia) con tasas de expansión próximas al 3% y con una aportación significativa de la demanda interna, mientras en otros (como Holanda o Alemania) el crecimiento ha sido más débil y ha descansado de forma significativa en la demanda exterior.

En este panorama internacional, relativamente positivo pero no exento de desequilibrios, la principal fuente de incertidumbre a corto plazo es el comportamiento del precio del petróleo, tras el significativo encarecimiento que ha experimentado en los últimos meses, si bien es difícil detectar, por el momento, un impacto apreciable de esa perturbación sobre el crecimiento en la UEM. Las

previsiones apuntan a un fortalecimiento de la actividad en la zona del euro en los próximos trimestres, gracias al soporte que continuará proporcionando la expansión del comercio mundial, si, como parece probable, los principales países industrializados mantienen ritmos de crecimiento relativamente elevados. También cabe esperar que la demanda interna de las economías más rezagadas de la UEM comience a mostrar un mayor dinamismo, a medida que el impulso del comercio exterior alimente la inversión y el empleo, y estas variables, a su vez, favorezcan las expectativas de renta y el gasto de las familias.

En el ámbito de la inflación, por el contrario, los efectos del encarecimiento del petróleo han sido más rápidos y perceptibles. La inflación en la UEM se ha situado por encima del 2% en los últimos meses y, probablemente, no disminuirá por debajo de esa cifra hasta la primera mitad de 2005, y ello siempre que no se produzcan los denominados efectos de segunda ronda, como consecuencia de los intentos de los agentes de proteger sus rentas mediante incrementos de sus demandas salariales o de sus márgenes. Es obvio que el BCE vigilará si esos mecanismos de defensa se ponen en marcha, pues en ese caso habría riesgos sustanciales para el mantenimiento de la estabilidad de precios.

En este contexto, el Eurosistema ha mantenido, desde junio de 2003, los tipos de interés a corto plazo en el 2%, un nivel que representa un mínimo histórico y que, en términos reales, supone, para la mayor parte de los países, tasas próximas a cero o negativas. Los tipos de interés a largo plazo, por su parte, también se encuentran en unos niveles muy reducidos. De modo que las condiciones monetarias y financieras se han mantenido muy favorables para el afianzamiento de la recuperación.

Estos comentarios sobre la situación europea no pueden pasar por alto el debate que está teniendo lugar en los últimos meses acerca del seguimiento de las políticas económicas y, en particular, de la política presupuestaria dentro de la Unión Europea, tras los incumplimientos que se han producido en la aplicación del procedimiento de déficit excesivo previsto en el Pacto de Crecimiento y Estabilidad en los casos de Alemania y Francia. En primer lugar, es importante dejar constancia de que, pese a las dificultades que se han presentado, el marco europeo de disciplina fiscal, aunque no ha actuado con el rigor esperado, ha servido como freno del deterioro de las posiciones presupuestarias en la fase de desaceleración cíclica, que en ausencia de dicho Pacto habría sido incluso más grave.

Sin embargo, es obvio que se han puesto de manifiesto serios problemas en la aplicación de estos mecanismos de disciplina que es necesario co-

rregir, para salvaguardar su eficacia y credibilidad. Recientemente, la Comisión Europea ha lanzado una serie de propuestas en torno a las cuales se está desarrollando el debate en las instituciones europeas. Sin entrar a valorar detalladamente dichas propuestas, me gustaría recalcar que, en mi opinión, a la vista de la experiencia reciente, resulta crucial realizar una vigilancia estricta de la política presupuestaria en las fases de auge, pues sólo si entonces se produce el ajuste adecuado, las finanzas públicas estarán preparadas para afrontar las etapas de desaceleración sin generar déficit públicos excesivos. Asimismo, me parece adecuado prestar más atención al criterio de deuda a la hora de evaluar las políticas presupuestarias, pues, en ocasiones, este criterio suministra información muy valiosa sobre la auténtica situación de las finanzas públicas. Obviamente, esa labor de vigilancia y coordinación solo podrá ejercerse si se dispone de información fidedigna y puntual sobre la evolución presupuestaria, que atienda a los criterios contables y a los calendarios establecidos.

La discusión sobre estas cuestiones continuará durante los próximos meses y mantengo una fundada esperanza en que se encuentre la forma de mejorar la aplicación del Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento, de manera que se reestablezca la eficacia y la credibilidad de los imprescindibles mecanismos de disciplina fiscal y que ello sirva de marco para una coordinación suficiente de las políticas económicas de los países de la zona del euro. De todos modos, estas revisiones no requieren cambios normativos que, en todo caso, se encuentran restringidos por las disposiciones del Tratado vigente –recogidas también en el nuevo Tratado Constitucional–, según las cuales los límites del 3% del PIB para el déficit público y del 60% del PIB para la ratio de deuda pública no pueden ser modificados.

También quiero señalar que la revisión del avance en los objetivos marcados en la agenda de Lisboa, apunta a un resultado claramente insuficiente, por lo que resulta prioritario reestablecer el impulso reformador. Del éxito de esta estrategia dependerá la capacidad de alcanzar un crecimiento alto y sostenido a medio plazo en la zona del euro.

En este contexto de expansión de la economía mundial y de progresivo afianzamiento de las perspectivas económicas en Europa, la economía española ha tendido a estabilizar su tasa de crecimiento en torno a los niveles comparativamente elevados que había alcanzado al finalizar el año pasado. Concretamente, según las estimaciones más recientes de la Contabilidad Trimestral, en el segundo trimestre de 2004 el incremento interanual del PIB fue del 2,6%, tras haber registrado aumen-

tos ligeramente más elevados en los dos trimestres anteriores, del 2,8% y del 2,7%, respectivamente. Estas estimaciones indican que el diferencial de crecimiento con la zona del euro sigue siendo positivo y que, por tanto, la economía española sigue convergiendo, en términos reales, con los niveles de renta de los países más avanzados de la zona, aunque el ritmo de convergencia sea ahora menor, debido a que el ligero debilitamiento reciente de nuestro ritmo de expansión ha coincidido con la recuperación que están experimentando estas economías.

El crecimiento sigue estando acompañado de una generación de empleo comparativamente elevada. De hecho, los últimos indicadores del mercado laboral apuntan a una estabilización del ritmo de creación de empleo, que aumentó un 2% en el segundo trimestre. No obstante, estas estimaciones confirman también que el ritmo de avance de la productividad aparente del trabajo sigue siendo reducido.

El aspecto, sin duda, más positivo de la coyuntura reciente ha sido el avance de la inversión en equipo en el segundo trimestre de 2004, período en el que ha empezado a superar el estancamiento que venía registrando desde 2003. La información coyuntural parece confirmar la continuidad de esta mejoría. Sin embargo, otros aspectos de los factores que impulsan el crecimiento resultan menos novedosos. El consumo privado ha mantenido tasas de aumento superiores al 3%, más elevadas que las observadas en 2003; el avance del consumo público ha superado el 4%; y la construcción, con aumentos en el entorno del 4,2%, ha seguido proporcionando un soporte básico a la expansión del gasto, impulsada por la obra pública y por la inversión residencial. Esta última sigue progresando, a pesar de los elevados niveles que ya había alcanzado en los años precedentes.

La demanda exterior, por su parte, ha acentuado su carácter contractivo de forma significativa en los primeros trimestres de 2004, frenando el avance de la actividad. Por un lado, los datos de la Contabilidad Trimestral indicarían que las exportaciones de bienes han comenzado a beneficiarse del impulso del comercio mundial, creciendo a tasas similares a éste, y parece que los datos más actualizados de comercio exterior reflejan este impulso. Sin embargo, en contraposición, el turismo ha registrado unos resultados bastante débiles en el segundo trimestre de 2004 que, según todos los indicios, se han extendido de forma algo atenuada a la campaña de verano. Más importante aún, las importaciones han repuntado fuertemente desde el inicio del año, contribuyendo a frenar el producto.

En definitiva, los resultados de la economía española se siguen asentando en un patrón de crecimiento muy similar al de los últimos años. El avance de la demanda se basa en gran medida en el soporte que las holgadas condiciones financieras prestan al gasto de las familias en consumo e inversión residencial y en el avance del gasto en obra civil y en consumo público. Aunque la inversión productiva y las exportaciones han tendido a recuperarse, lo han hecho con una intensidad todavía inferior a lo deseable.

El dinamismo del gasto de los hogares ha generado tensiones sobre los precios, en especial, en aquellos sectores con menor flexibilidad de oferta. Los datos recibidos desde la primavera han mostrado un repunte significativo de la tasa de inflación, en un contexto de presiones provenientes de los mercados de materias primas –singularmente, del petróleo– y de algunos alimentos. Concretamente, la tasa de inflación se ha situado en el 3,1% en septiembre, según el avance preliminar, con lo que el diferencial con el área del euro habría vuelto a la zona de un punto porcentual. Es probable que el alza del precio del petróleo haya tenido un impacto relativamente más intenso en nuestra economía que en otras economías europeas.

Sin embargo, el núcleo más permanente del diferencial de inflación procede de los componentes más estables del IPC: la inflación subyacente española se ha aproximado al 3% en los últimos meses, en torno a seis o siete décimas por encima de su nivel en la eurozona, y en el caso de los servicios, el diferencial se mantiene en torno a un punto porcentual. La persistencia de este comportamiento está teniendo efectos negativos sobre la competitividad que empiezan a ser perceptibles en el déficit comercial y en el debilitamiento del turismo.

Por lo que se refiere a las implicaciones financieras del comportamiento de los hogares, cabe señalar que no se percibe todavía un cambio en la tendencia creciente del endeudamiento. De hecho, la financiación a los hogares se ha acelerado en la primera parte de 2004, impulsada por el fuerte crecimiento del crédito hipotecario. Asimismo, los diversos indicadores sobre el esfuerzo que representa la adquisición de vivienda muestran que este sigue aumentando, sin que, por otra parte, se haya reducido la presión sobre el precio de estos activos, que sólo ha dado tibias señales de moderación. Aunque la posición patrimonial de las familias sigue siendo sólida, el peso de la carga financiera en relación a la renta se ha incrementado.

Por su parte, la financiación a las empresas, que había mantenido un tono más moderado, se ha acelerado en los últimos meses, posiblemente como reflejo del repunte de la inversión, que

cuenta para su continuidad con el apoyo de una situación financiera y unos niveles de rentabilidad elevados.

Las informaciones disponibles permiten prever que la economía continúe creciendo en el segundo semestre a ritmos similares a los de la primera parte del año. De esta forma, el ejercicio podría cerrarse con un crecimiento del PIB ligeramente por debajo del 2,8%, dependiendo, sobre todo, de cual sea el efecto contractivo de la demanda exterior neta. Y a partir de aquí, el escenario para 2005 vendrá condicionado por la intensidad de los impulsos procedentes del contexto exterior y por la evolución de las condiciones internas de la economía. Si la zona del euro sigue ganando fortaleza, en un entorno internacional expansivo, la economía española tendría también la oportunidad de reforzar su dinamismo y alcanzar ritmos de crecimiento que se podrían acercar al 3%. Sin embargo, en las circunstancias actuales, dicha tasa se encuentra, más bien, en la zona alta del rango posible de previsión.

En esa dirección apunta el riesgo de que el encarecimiento del petróleo se prolongue o incluso alcance una intensidad superior a la inicialmente prevista o de que la recuperación de las economías europeas muestre mayores vacilaciones. Las implicaciones de un comportamiento adverso del precio del petróleo en nuestra economía, tanto en la reducción del ritmo de crecimiento económico y de creación de empleo como en su presión alcista sobre los precios, depende, en buena medida, del comportamiento de los agentes económicos. En la medida en que estos, empresas y trabajadores, traten de eludir la pérdida de renta real, que supone el aumento del precio del petróleo, mediante aumentos de márgenes e incrementos salariales se tenderán a producir deterioros más duraderos de la situación inflacionista, crecimiento y empleo. Conviene, sin embargo, no olvidar que diversos factores, como son la menor dependencia del petróleo y el menor incremento de precios en términos reales, matizan el impacto directo en relación a pasadas experiencias; por ello es importante evitar los efectos de segunda ronda mencionados y posibles compensaciones que podrían disminuir los incentivos necesarios para la mejora de la eficiencia energética.

A nivel interno, también existen factores que pueden actuar frenando el crecimiento, como es el caso de la posible materialización de algunos riesgos que subyacen al patrón de crecimiento que ha seguido la economía española o con el agotamiento de algunos de los impulsos recibidos tras su ingreso en el euro.

Son estos riesgos los que reclaman una respues-

ta activa de la política económica que permita mitigarlos y establecer las mejores condiciones para aprovechar los impulsos procedentes del exterior. Los instrumentos disponibles a nivel nacional deben orientarse a preservar el marco de estabilidad macroeconómica, a moderar la demanda de los hogares y a fomentar, simultáneamente, la inversión productiva y la competitividad, de manera que se reequilibren los componentes del gasto que sustentan el avance de la demanda y se favorezca las ganancias de productividad y la competitividad.

La política monetaria única ha determinado, hasta el momento, unas condiciones monetarias y financieras relativamente holgadas para las necesidades de la economía española. Es previsible que, a medida que la situación general de la economía de la zona del euro vaya mejorando, el tono de las condiciones monetarias retorne gradualmente hacia pautas más neutrales, de manera que se podrá ir absorbiendo, al menos en parte, la holgura financiera que ha prevalecido. No obstante, aunque la orientación de la política monetaria se mueva en una dirección más acorde con las necesidades domésticas, es más que probable que este cambio no sea suficiente para alcanzar el tono global de políticas que en este momento necesita la economía, por lo que reviste gran importancia la función que corresponde a las políticas internas.

En la situación que he descrito sobre la política presupuestaria recae la tarea de tratar de encauzar la demanda y el gasto de manera coherente con la contención de los riesgos que han empezado a emerger y para ello resulta imprescindible que se profundice en la senda de consolidación presupuestaria de los últimos años. Como dije el año pasado en esta misma Comisión, los Presupuestos Generales para el año en curso, que entonces se discutían, tenían un objetivo de equilibrio de la cuenta del conjunto de las Administraciones Públicas, que en aquellas circunstancias cíclicas tenía un carácter moderadamente expansivo, lo que aconsejaba utilizar cualquier margen disponible para una instrumentación más ajustada y para avanzar más decididamente hacia el superávit, en línea con requerimientos de la situación macroeconómica.

Las cifras sobre la ejecución presupuestaria en 2004 están afectadas por el reconocimiento de algunos ajustes en el gasto de las Administraciones Públicas en términos de Contabilidad Nacional que no estaban contempladas por los Presupuestos y la asunción de deuda de algunas empresas públicas, como RTVE y RENFE. Como consecuencia de ello, el saldo estimado ha resultado deficitario en una cuantía que, en lo fundamental, refleja estas operaciones puntuales, que pretenden reflejar de

manera más exhaustiva la situación de las finanzas públicas.

La apuesta por la mejora de la transparencia en las cuentas públicas, manifestada en la presentación de presupuestos como un objetivo necesario para mejorar la eficiencia del sector público, debe valorarse positivamente dado que éste es un elemento esencial para garantizar la disciplina fiscal. En este sentido, cualquier esfuerzo de transparencia debe servir para reforzar los mecanismos de disciplina y evitar la continuidad de las tendencias al gasto de las unidades saneadas. Ello pone de manifiesto la conveniencia de que vaya acompañado de las reformas necesarias que eviten la reaparición futura de los desequilibrios surgidos en el pasado en empresas públicas, como las anteriormente mencionadas, que han motivado los ajustes en 2004, de forma que estos ajustes no sirvan para dotar de una mayor holgura al presupuesto que pudiera favorecer un incremento permanente del gasto público.

La transparencia como mecanismo de disciplina tiene particular importancia cuando la estructura del gasto está fuertemente descentralizada, como ocurre en España. Es imprescindible que la situación de las finanzas del conjunto de las Administraciones Públicas se conozca con una frecuencia y una puntualidad similar a la del Estado, para lo que se requiere una mayor transparencia de las Comunidades Autónomas. Igualmente resulta importante que, más allá del propio rigor de los criterios contables, las distintas administraciones públicas expliciten aquellos compromisos o actividades que no consolidan dentro del sector pero que pueden representar riesgos de mayores pagos o deudas en el futuro.

En cualquier caso, una vez que se tienen en cuenta los ajustes contables realizados, la valoración del tono de la ejecución presupuestaria en el año 2004 apunta, de acuerdo con las previsiones de cierre de ejercicio disponibles, a que éste ha resultado efectivamente expansivo, incluso si se tiene en cuenta el ligero debilitamiento de la recuperación. De modo que el esfuerzo de consolidación presupuestaria habría quedado por debajo de lo que hubiera sido deseable para alcanzar una sólida protección frente a los factores de riesgo que se estaban haciendo presentes.

Los Presupuestos Generales para el año 2005 presentan un objetivo de superávit para el conjunto de las Administraciones Públicas de una décima de PIB, que es compatible con los criterios de estabilidad presupuestaria y que permitiría a España estar entre el reducido número de países del área del euro con saldo excedentario en sus cuentas públicas.

Desde el punto de vista de sus efectos macroeconómicos, con todas las cautelas que se derivan de un análisis que en esta ocasión está rodeado de mayor incertidumbre de la habitual como consecuencia de los ajustes contables realizados, esta cifra podría significar que no se corrige suficientemente la mencionada orientación moderadamente expansiva de la política fiscal, resultando una contribución a la estabilidad que podría ser inferior a la deseable en la situación actual de la economía española.

Dada la ausencia de un suficiente margen de maniobra en el presupuesto para 2005, es especialmente importante que la ejecución de la misma por parte de las diferentes administraciones públicas sea especialmente rigurosa, que se aprovechen todas las oportunidades para profundizar la senda de consolidación presupuestaria y que se eviten desbordamientos de las cifras programadas, incluso en el caso de que el crecimiento económico o los ingresos sean ligeramente inferiores a los contemplados en la planificación presupuestaria.

El tono de política fiscal que requiere la economía española no se circunscribe a un saldo global que resulte apropiado para la actual coyuntura, sino que también se refiere a la composición y calidad de los ingresos y gastos públicos. Políticas que favorezcan el aumento del crecimiento potencial de la economía permiten también que se pueda financiar el gasto social de forma sostenida, por ello es necesario priorizar adecuadamente el fomento de la inversión y del aumento de la productividad y una contención de otras rúbricas de gasto, especialmente si se pretende potenciar paralelamente algunos componentes del gasto social.

En conjunto, una combinación de políticas, monetaria y fiscal, menos holgada es la respuesta macroeconómica adecuada para abordar los riesgos que se presentan en el terreno de la competitividad, de las alzas de los precios de la vivienda y del endeudamiento de las familias. Ello plantea una especial exigencia y responsabilidad en el campo fiscal, un tono más estricto favorecerá la contención de incrementos de precios y de costes en los sectores menos expuestos a la competencia, la contención gradual de los precios de la vivienda hacia una senda compatible con la evolución de sus fundamentos y la desaceleración del ritmo de endeudamiento de los hogares hacia pautas más sostenibles.

Pero tan importante como el tono agregado de la política macroeconómica es el impulso de las reformas estructurales que aborden los problemas de rigideces o de inadecuación de la regulación en algunos mercados. Dichas reformas son también imprescindibles para impulsar el crecimiento de la productividad, al que tanta relevancia concede el

Proyecto de Presupuestos y para ello deben contribuir, en último término, a dinamizar la iniciativa empresarial y la capacidad de innovación de la economía en su conjunto.

La actuación pública se debe orientar, sobre todo, a crear las condiciones para que los agentes puedan tomar sus decisiones en un entorno suficientemente competitivo, evitando caer en un intervencionismo que dificulte el dinamismo y la capacidad de adaptación de nuestra economía. Es muy importante mantener un impulso liberalizador que despeje las dudas que se han podido suscitar sobre el carácter de algunas regulaciones, como en el caso de los horarios de apertura de los establecimientos comerciales, que afectan a un sector que desempeña un papel destacado en la difusión de las ganancias de productividad y en la formación de los precios finales.

El impulso reformador debe abarcar un abanico de sectores y medidas muy amplio en respuesta a los problemas específicos de la economía española y en línea con los objetivos de la agenda de Lisboa. En relación con propuestas relativas a sectores específicos, en el terreno de la vivienda, por ejemplo, es necesario que las medidas orientadas a favorecer el acceso vayan acompañadas de reformas que incrementen efectivamente la flexibilidad de la oferta, cuestión que depende fundamentalmente de la regulación del mercado del suelo, pues de otro modo las presiones siempre terminarán manifestándose a través de las subidas de precios.

Debe concederse gran importancia a las medidas encaminadas a consolidar las bases para un

crecimiento que permita mejoras de productividad y paralelamente la generación continuada de empleo en la economía. Las reformas introducidas en los años noventa permitieron reducir significativamente la tasa de desempleo y, al aumentar el potencial de creación de empleo, han contribuido a sostener el dinamismo económico. Sin embargo, la inercia y la rigidez que siguen presentando los mecanismos de determinación salarial y los elementos de inflexibilidad que persisten en otros aspectos del mercado de trabajo hacen necesaria una profundización en las reformas en este mercado, clave para el funcionamiento de la economía.

La estrategia de mejora de la competitividad debe adoptar un enfoque general, que abarque desde el fomento de la inversión en capital físico y humano, base de las ganancias de productividad, a la revisión de algunas estrategias sectoriales y al propio patrón de especialización productiva. Pero estas son cuestiones de gran alcance que desbordan el marco de esta comparecencia.

Permítanme terminar insistiendo en la importancia del papel que le corresponde a la política presupuestaria, a la hora de aprovechar la mejora del contexto externo y de asegurar que los riesgos que están emergiendo no pongan en peligro la continuidad de la recuperación y de la convergencia. Así mismo, la profundización en la consolidación presupuestaria es necesaria para afrontar con mayores garantías los retos de largo plazo a los que las cuentas públicas habrán de enfrentarse, en especial aquellos asociados al efecto del envejecimiento de la población.

Autoridades de los bancos centrales latinoamericanos y otras instituciones miembros del CEMLA

ASOCIADOS

BANCO CENTRAL DE CHILE

Presidente: Vittorio Corbo Lioi. *Vicepresidente:* José de Gregorio Rebeco. *Consejeros:* María-Elena Ovalle Molina, Jorge Desormeaux Jiménez y Manuel Marfán Lewis. *Gerente general:* Camilo Carrasco Alfonso. *Fiscal:* Miguel-Ángel Nacrur Gazali. *Revisor general:* Alejandro Zurbuchen Silva. *Gerentes de división:* Luis-Oscar Herrera Barriga (Política financiera), Esteban Jadresic Marinovic (Internacional), Rodrigo Valdés Pulido (Estudios) y Luis González Bannura (Gestión y desarrollo). *Gerentes:* Jerónimo García Cañete (Informática), Mabel Cabezas Bullemore (Servicios logísticos y seguridad), Pablo García Silva (Análisis macroeconómico), José-Manuel Garrido Bouzo (Análisis financiero), Sergio Lehmann Beresi (Análisis internacional), Iván Montoya Lara (Tesorería), Cecilia Feliú Carrizo (Recursos humanos), Gloria Peña Tapia (Cambios internacionales y política comercial), Jorge Pérez Etchegaray (Operaciones monetarias), Cristián Salinas Cerda (Inversiones internacionales), Klaus Schmidt-Hebbel (Investigación económica), Ricardo Vicuña Poblete (Información e investigación estadística) y Eduardo Arriagada Cardini (Comunicaciones). *Abogado jefe:* Juan-Esteban Laval Zaldívar. *Auditor jefe:* Mario Ulloa López. *Capacitación:* Carla Cruces Carrasco. *Bibliotecaria:* Rubeth Silva Canto.

(Información oficial, enero de 2005)

BANCO CENTRAL DE VENEZUELA

DIRECTORIO. Presidente: Gastón Parra Luzardo; *directores principales:* Armando León, José-Félix Rivas Alvarado, Domingo Maza Zavala, Rafael Crazut, Bernardo Ferrán y Jorge Giordani (por el Ejecuti-

vo Nacional). *ADMINISTRACIÓN INTERNA. Presidente:* Gastón Parra Luzardo; *primer vicepresidente-gerente:* vacante; *vicepresidentes de área:* Iván Giner, *a. i.* (Estudios), Maximir Álvarez (Operaciones nacionales), Giacoma Cuius de Espinoza (Operaciones internacionales), María-Estrella Franco, *a. i.* (Consultoría jurídica), Jaime Moros, *a. i.* (Auditoría interna), María-Begoña Martínez, *a. i.* (Gerencia general Casa de la Moneda) y Jesús Navas (Gestión y desarrollo de recursos y servicios); *asesores y asistentes a la Administración:* Alberto Unanue, Luis Rivero Medina, Luis-Eduardo Ortega Zamora y Rafael Rangel (Asesoría a la Presidencia), José Moreno Colmenares (Asesoría a la Primera vicepresidencia), Luis Patori (Asesoría de Comunicación), Juan Marcano (Asesoría a la Vicepresidencia); *gerentes:* Harold Zavarce, *a. i.* (Investigaciones económicas), Pascual Pinto Lentino, *a. i.* (Operaciones monetarias), Guadalupe Asprino de Páez (Administración de reservas internacionales), Jesús Arvelo (Obligaciones internacionales), Manuela Silva (Recursos humanos), Dionisio Molina (Seguridad), Ana-Teresa Bove C., *a. i.* (Finanzas), Luis-Armando Rodríguez (Estadísticas económicas), Egidio Coelho (Tesorería), Luis A. Medina Dorante (Sistemas e informática), Ramón Carpio (Operaciones cambiarias), Manuel Benatuil, *a. i.* (Servicios administrativos), Federico Higuera, *a. i.* (Subsede Maracaibo), Luis Laviosa, *a. i.* (Análisis del mercado financiero), María-Alejandra Grillo (Consultoría jurídica para asuntos monetarios y financieros), Rubín Villavicencio, *a. i.* (Relaciones internacionales), Jaime Moros, *a. i.* (Auditoría de sistemas), vacante (Control de operaciones), Nancys Loreto (Control de la gestión administrativa), Rocío-Elena Fuentes de Ramos, *a. i.* (Comunicaciones institucionales) y Víctor Olivo Romero, *a. i.* (Gerencia de Programación y análisis macroeconómico).

(Información oficial, febrero de 2005)

Actividades del CEMLA durante diciembre de 2004-febrero de 2005

<i>Actividad</i>	<i>Instituciones copatrocinadoras Lugar y fecha</i>
<i>Cursos</i>	
Cuentas Nacionales	Banco Central de Costa Rica San José, 6 – 17 de diciembre
La Banca Central Moderna: un Enfoque Integral	Banco Federal de Reserva de Nueva York México, D. F., 7 de febrero – 11 de marzo Nueva York, 14 – 18 de marzo
Metodología de la Balanza de Pagos	Banco Central del Ecuador Quito, 14 – 25 de febrero
<i>Seminario</i>	
Sobre Normas Internacionales de Información Financiera para las Entidades de Crédito	Banco de España México, D. F., 6 – 10 de diciembre

Publicaciones:

Monetaria, vol. XXVII, nº 4, octubre-diciembre

Money Affairs, vol. XVII, nº 2, julio-diciembre

Premio de Banca Central “Rodrigo Gómez”: convocatoria para 2006

A fin de honrar la memoria de don Rodrigo Gómez, director general del Banco de México, S. A., los gobernadores de los bancos centrales latinoamericanos establecieron un premio anual para estimular la elaboración de estudios que tengan interés para los bancos centrales.

Publicamos a continuación la convocatoria con las bases para el premio que se otorgará en 2006:

1. Podrán presentarse aquellos trabajos sobre temas de interés directo para los bancos centrales miembros del CEMLA, que deberán versar sobre cualquiera de los siguientes temas:

- a) Política y programación monetarias (experiencias en América Latina)
- b) Papel de las instituciones financieras en el desarrollo económico
- c) Análisis de los mercados de capitales
- d) Política de balanza de pagos y movimiento internacional de capitales
- e) Cooperación financiera entre países latinoamericanos
- f) Problemas monetarios internacionales y sus repercusiones en América Latina

2. Los estudios que se presenten deberán ser originales, incluyendo tesis de grado universitario que no hayan sido editadas con fines comerciales, así como trabajos que se presenten en las conferencias anuales de la Red de investigadores de los bancos centrales del Continente Americano. Los trabajos podrán presentarse escritos en español, francés, inglés o portugués, acompañados, de ser posible, de una traducción al inglés o al español, lo que facilitará la labor del jurado calificador. Los

trabajos no podrán tener una extensión mayor de 30 000 palabras (equivalente a aproximadamente 100 carillas, de 1 600 caracteres cada una).

3. El autor o autores de los trabajos que se presenten a concurso deberán ser personas físicas nacionales de los países de los bancos centrales asociados del CEMLA o de los que integran las reuniones de gobernadores de bancos centrales de América Latina¹ y de España. No podrán concursar los miembros del personal directivo del CEMLA (director general y subdirector general).

4. El jurado calificador estará integrado por los gobernadores de bancos centrales miembros de la Junta de gobierno del CEMLA, o por sus representantes. El CEMLA, en su calidad de Secretaría permanente de las reuniones de gobernadores, actuará como organismo asesor del jurado en la forma en que éste lo determine y estará a cargo de los aspectos administrativos del concurso.

5. Habrá un solo premio, consistente en la cantidad de diez mil dólares de Estados Unidos, que se adjudicará al trabajo o trabajos merecedores de tal distinción, según el criterio del jurado calificador. En caso de empate en el primer lugar entre dos concursantes, el premio se dividirá en partes iguales. El fallo será inapelable y el jurado podrá declarar desierto el premio, si así lo estima pertinente.

¹ Antillas Holandesas, Argentina, Aruba, Barbados, Belice, Bolivia, Brasil, Caribe Oriental (Anguilla, Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, Montserrat, San Cristóbal y Nevis, Santa Lucía y, San Vicente y las Granadinas), Chile, Colombia, Costa Rica, Cuba, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Guyana, Haití, Honduras, Islas Caymán, Jamaica, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Suriname, Trinidad y Tabago, Uruguay y Venezuela.

6. Los trabajos deberán enviarse a la dirección del CEMLA (Durango n^o 54, México, D. F., 06700) en nueve ejemplares, a más tardar el 15 de enero de 2006 y se procurará obtener la decisión del jurado en un plazo no mayor de noventa días a partir de esa fecha.

7. Al remitir los trabajos a los miembros del jurado, el CEMLA suprimirá los nombres de los autores y asignará a cada estudio presentado una clave que será el único medio de identificación de que disponga el jurado para comunicar las calificaciones respectivas.

8. Cada miembro del jurado enviará al CEMLA su calificación de los trabajos en orden de preferencia, cuando menos por lo que se refiere a los tres primeros lugares que asigne. El CEMLA hará los cálculos respectivos y comunicará los resultados a los miembros del jurado. Una vez que éstos se hayan dado por informados la Junta de gobierno autorizará al CEMLA para notificar la decisión al autor o autores fa-

vorecidos. En caso de que más de dos trabajos empaten en el primer lugar, el CEMLA se dirigirá de inmediato al jurado, en busca de una nueva clasificación entre los trabajos que hayan quedado empatados.

9. El autor o autores del estudio o estudios merecedores del premio cederán los derechos de autor al CEMLA, quien lo o los publicará, procurando que la primera edición de los mismos, en el idioma original, se realice a tiempo para que sea conocida por los gobernadores de bancos centrales de América Latina y de España en su reunión correspondiente al mes de septiembre de 2006.

10. El CEMLA podrá, si así lo recomienda el jurado y la institución lo estima procedente, por convenir a sus fines, efectuar arreglos con los autores de trabajos no premiados que hayan calificado en el certamen, para la publicación de esos estudios. En las ediciones resultantes se haría mención específica de que el trabajo se publica por haber calificado en el certamen.



El **CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS** fue fundado en 1952 por siete bancos centrales de América Latina, a saber: Banco Central de Chile, Banco de la República (Colombia), Banco Nacional de Cuba, Banco Central del Ecuador, Banco de Guatemala, Banco Central de Honduras y Banco de México, S. A. Actualmente, son miembros de la institución los bancos centrales de América Latina y el Caribe, bancos centrales extrarregionales, así como organismos supervisores y entidades regionales del sector financiero. La lista completa se detalla en la contraportada. En los campos monetario, financiero y bancario el **CEMLA** promueve investigaciones, organiza reuniones y seminarios internacionales y recoge experiencias que sistematiza por medio de la administración de programas de capacitación y de asistencia técnica que contribuyen a formar y actualizar a los funcionarios de sus instituciones miembros.

Uno de sus objetivos es informar sobre la evolución del pensamiento económico dentro y fuera de la región, y difundir los hechos de importancia en materia de políticas monetaria, financiera y cambiaria, fundamentalmente. Sus libros, revistas y boletines contienen un vasto material de estudio y constituyen una permanente fuente de información para los estudiosos de estos temas.

BOLETÍN

Suscripción anual: 70.00 dólares (América Latina y el Caribe: 45.00 dólares; estudiantes y maestros: 35.00 dólares). Ejemplar suelto: 18.00 dólares (América Latina y el Caribe: 12.00 dólares; estudiantes y maestros: 9.00 dólares).

Suscripciones y pedidos:

*Claudio Antonovich
CEMLA, Departamento de Relaciones públicas
Durango nº 54, México, D. F., 06700, México*

*Teléfono: (5255) 55-33-03-00, ext.: 255
Telefax: (5255) 55-25-44-32
E-mail: antonovich@cemla.org*

MIEMBROS DEL CEMLA

ASOCIADOS

Banco Central de la República Argentina	Banco de Guatemala
Centrale Bank van Aruba	Bank of Guyana
Central Bank of the Bahamas	Banque de la République d'Haïti
Central Bank of Barbados	Banco Central de Honduras
Central Bank of Belize	Bank of Jamaica
Banco Central de Bolivia	Banco de México
Banco Central do Brasil	Bank van de Nederlandse Antillen
Eastern Caribbean Central Bank	Banco Central de Nicaragua
Cayman Islands Monetary Authority	Banco Central del Paraguay
Banco Central de Chile	Banco Central de Reserva del Perú
Banco de la República (Colombia)	Banco Central de la República Dominicana
Banco Central de Costa Rica	Centrale Bank van Suriname
Banco Central de Cuba	Central Bank of Trinidad and Tobago
Banco Central del Ecuador	Banco Central del Uruguay
Banco Central de Reserva de El Salvador	Banco Central de Venezuela

COLABORADORES

Bancos centrales

Deutsche Bundesbank (Alemania)	Banca d'Italia
Bank of Canada	De Nederlandsche Bank (Países Bajos)
Banco de España	Bangko Sentral ng Pilipinas
Federal Reserve System (Estados Unidos)	Banco de Portugal
Banque de France	European Central Bank

Otras instituciones

Deutscher Genossenschafts- und Raiffeisen- verband e.V. (Confederación Alemana de Cooperativas)	Comisión Nacional de Bancos y Seguros (Honduras)
Superintendencia de Bancos y Seguros (Ecuador)	Superintendencia de Bancos (Panamá)
Superintendencia del Sistema Financiero (El Salvador)	Superintendencia de Bancos (República Dominicana)
Superintendencia de Bancos (Guatemala)	Banco Centroamericano de Integración Económica
	Banco Latinoamericano de Exportaciones, S. A.
	Fondo Latinoamericano de Reservas