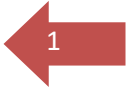


La Era del Dinero Mágico



¿Puede un Gasto Infinito Evitar la Calamidad Económica?

Sebastian Mallaby

Foreign Affairs, 29 de mayo de 2020

<https://www.foreignaffairs.com/articles/united-states/2020-05-29/pandemic-financial-crisis>

Traducción: Enrique A. Bour

Las crisis pueden impulsar el cambio, pero a veces se necesitan dos crisis para cimentar una transformación. Sola, la Gran Depresión marcó el comienzo del New Deal, triplicando aproximadamente el gasto federal de EE.UU. como participación en el producto. Pero se necesitó la Segunda Guerra Mundial para impulsar el gasto federal mucho más arriba, solidificando el rol del estado en la economía de EE.UU. Si las intervenciones federales como la creación del sistema de carreteras interestatales se sintió natural a mediados de la década de 1950, fueron como resultado de dos shocks combinados, no uno solo.

La historia americana ofrece muchos ejemplos de este tipo. Sola, la guerra de Vietnam podría haber desencadenado una disminución de confianza en el gobierno. Se requirió el agravante del shock de Watergate para precipitar ese declive. Solo, el colapso de la Unión Soviética habría aumentado el poder de EE.UU. Se requirió el fuerte desempeño de la economía de EE.UU. en los 90 para que se hablara de un "momento unipolar". Solos, los avances tecnológicos habrían fomentado desigualdades en la primera década de este siglo. La globalización reforzó esa fractura.

Hoy en día, Estados Unidos y otros países avanzados están experimentando la segunda ola de un shock gemelo especialmente poderoso. Tomadas individualmente, la crisis financiera mundial de 2008 o la pandemia mundial de 2020 habrían bastado para modificar las finanzas públicas, impulsando a los gobiernos a crear y pedir dinero prestado sin restricciones. Combinadas, estas dos crisis están destinadas a transformar el poder de gasto del Estado. Se avecina una nueva era de gobierno agresivo y expansivo. Llamémosle la era del dinero mágico.

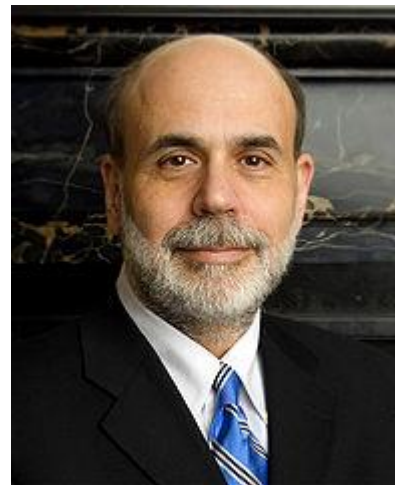
Estos dos shocks gemelos cambiarán el equilibrio de poder en el mundo, porque sus efectos variarán de un país a otro, dependiendo de la credibilidad y la cohesión de las instituciones económicas de cada país. El Japón, con un largo historial de baja inflación y un banco central nacional competente, ya ha

demostrado que puede pedir prestado y gastar mucho más de lo que se podría haber predicho dados sus ya altos niveles de deuda pública. El Reino Unido, que tiene un preocupante déficit comercial pero una sólida tradición de finanzas públicas, debería poder gestionar una expansión del gasto público sin consecuencias adversas. La zona del euro, un cruce incómodo entre una federación económica y un conjunto discordante de orgullosos estados-nación, será más lenta en explotar las nuevas oportunidades. Mientras tanto, las economías emergentes, que superaron la crisis de 2008, entrarán en una fase difícil. Los Estados más débiles sucumbirán a crisis de deuda.

La nueva era presentará los mayores beneficios potenciales - y también mayores riesgos - para Estados Unidos. Como emisor de los activos financieros más confiables del mundo, los Estados Unidos podrán utilizar (y tal vez abusar) de los nuevos poderes financieros de manera más ambiciosa. Gracias en parte a la posición afianzada del dólar como moneda de reserva mundial, Estados Unidos podrá sostener una expansión del gasto público en prioridades tan variadas como investigación científica, educación y seguridad nacional. Al mismo tiempo, la deuda nacional de los Estados Unidos se incrementará, y su gestión dependerá crucialmente de la credibilidad de la Reserva Federal. En tiempos de alta deuda nacional, los presidentes de los EE.UU. a partir de Harry Truman han tratado de someter al banco central. Si la Reserva Federal pierde su independencia, la era del dinero mágico podría terminar en una catástrofe.

"Lo que haga falta"

La crisis financiera de 2008 dejó su huella en el mundo ampliando el poder de los bancos centrales de las economías avanzadas. En los días inmediatamente posteriores a la declaración de quiebra de Lehman Brothers, en septiembre de ese año, Ben Bernanke, presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos, ofreció una primera muestra de las nuevas reglas económicas inyectando 85.000 millones de dólares de fondos públicos en la aseguradora American International Group (AIG). Cuando el representante Barney Frank, demócrata de Massachusetts, fue informado de este plan, preguntó escépticamente si la Reserva Federal tenía tanto como 85 mil millones de dólares a mano. "Tenemos 800 mil millones", respondió Bernanke simplemente. Armado con la imprenta de la nación, Bernanke decía, la Fed puede conjurar tantos dólares como quiera. La ley de hierro de la escasez no tiene por qué aplicarse a los banqueros centrales.



Ben Bernanke, presidente de la Fed desde febrero 2004 a febrero 2014

El rescate de AIG fue sólo el comienzo. La Fed sacó los activos tóxicos de los balances de una larga lista de prestamistas fallidos para estabilizarlos. Abrazó la nueva herramienta de "flexibilización cuantitativa", consistente en crear dinero para comprar bonos a largo plazo, reduciendo así las tasas de interés a largo plazo y estimulando la economía. A fines de 2008, la Fed había inyectado 1,3 billones de dólares en la economía, una suma equivalente a un tercio del presupuesto federal anual. El conjunto de herramientas tradicionales del banco central, que implicaba la manipulación de las tasas de interés a corto plazo, se había ampliado drásticamente.

Estos ambiciosos movimientos se reflejaron en otras economías avanzadas. El Banco de Inglaterra también adoptó la flexibilización cuantitativa, comprando bonos en la misma escala que la Fed (ajustado al tamaño de la economía británica). El Banco del Japón había experimentado con flexibilización cuantitativa desde 2001, pero tras la crisis financiera, redobló esos esfuerzos; desde 2013, creó más dinero con relación al PIB que cualquier otra economía madura. La respuesta del Banco Central Europeo estuvo paralizada durante muchos años, debido a la resistencia de Alemania y otros Estados miembros del norte, pero en 2015 se unió al equipo. En conjunto, estos "cuatro grandes" bancos centrales inyectaron unos 13 billones de dólares en sus economías en la década posterior a la crisis financiera.

La crisis provocada por el nuevo coronavirus ha envalentonado aún más a los bancos centrales. Antes de la pandemia, los economistas se preocupaban de que la flexibilización cuantitativa pronto dejara de ser efectiva o políticamente aceptable. Había preocupaciones adicionales por el hecho de que la legislación posterior a 2008 había limitado el poder de la Fed para llevar a cabo rescates. "El gobierno goza de una autoridad de emergencia aún menor que la que tenía antes de la crisis", escribió en estas páginas el ex secretario del Tesoro Timothy Geithner en 2017. Pero tan pronto como la pandemia golpeó, tales temores se disiparon. "Yo era uno de los que estaban preocupados hace un mes por el limitado alcance del arsenal de la Fed", confesó recientemente el respetado inversor Howard Marks. "Ahora vemos la gran extensión del potencial de las herramientas de la Fed."

La Fed entró en batalla en marzo, prometiendo que el alcance de sus acciones sería efectivamente ilimitado. "Cuando se trata de préstamos, no nos vamos a quedar sin municiones", declaró Jerome Powell, presidente de la Fed. Mientras que las dos primeras rondas de flexibilización cuantitativa de la Fed, lanzadas en 2008 y 2010, habían implicado una cantidad preanunciada de compras, la postura de Powell fue deliberadamente abierta. En esto, seguía el precedente establecido en 2012 por Mario Draghi, entonces presidente del Banco Central Europeo, quien se comprometió a hacer "lo que haga falta" para contener la crisis de deuda de Europa. Pero la promesa de Draghi fue un engañoso bluff, puesto que la voluntad de los estados del norte de Europa de apoyar una intervención sin

límites era incierta. Por el contrario, nadie duda hoy en día que la Fed cuente con el respaldo del presidente y el Congreso de EE.UU. para cumplir con su retórica maximalista. Esto es "lo que haga falta" tomando esteroides.

Las promesas musculosas de la Fed fueron acompañadas de acciones inmediatas. Durante marzo y la primera mitad de abril, la Reserva Federal inyectó más de 2 billones de dólares en la economía, una intervención casi el doble de vigorosa que la realizada en las seis semanas posteriores a la caída de Lehman Brothers. Mientras tanto, los economistas del mercado proyectan que el banco central comprará más de 5 billones de dólares de deuda adicional hacia fines de 2021, empequeñeciendo sus compras combinadas de 2008 a 2015. Otros bancos centrales están siguiendo el mismo camino, aunque no en la misma escala. A fines de abril, el Banco Central Europeo estaba en camino de lograr una flexibilización de 3,4 billones de dólares, y el Japón y el Reino Unido habían prometido una suma combinada de 1,5 billones de dólares.

El diseño de los programas de la Fed la está llevando a nuevo territorio. Después del fracaso de Lehman, la Fed se mostró recelosa de rescatar a empresas no financieras cuya estabilidad era marginal para el funcionamiento del sistema financiero. Hoy en día, la Reserva Federal está comprando bonos corporativos, incluso arriesgados bonos basura, para asegurar que las empresas puedan pedir prestado. También está trabajando con el Departamento del Tesoro y el Congreso para conseguir préstamos a pequeñas y medianas empresas. La Fed ha surgido como el prestamista de última instancia no sólo para Wall Street sino también para Main Street.



Jerome Powell, presidente de la Fed a partir de febrero 2018

A medida que la Fed expande su alcance, está poniendo en peligro su tradicional pretensión de ser una agencia limitada y tecnocrática que se mantiene al margen de la política. En el pasado, la Fed se mantuvo alejada de préstamos a Main Street precisamente porque no quería decidir qué empresas merecían ser rescatadas y cuáles debían chocar contra el muro. Esas decisiones odiosas eran mejor dejadas a políticos elegidos democráticamente, que tuvieran mandato para establecer prioridades sociales. Pero la vieja demarcación entre técnicos monetarios y política presupuestaria se ha desdibujado. La Fed ha surgido como el mayor agente del gran gobierno, una especie de superministerio económico.

Dinero por Nada

Esto lleva a la segunda expansión del poder financiero de los gobiernos como resultado de la crisis del coronavirus. La pandemia ha demostrado que los bancos

centrales no son los únicos que pueden conjurar el dinero de la nada; los ministerios de finanzas también pueden ejercer una magia derivada propia. Si los legisladores lo autorizan y los bancos centrales lo respaldan, los tesoros nacionales pueden pedir prestado y gastar sin límite práctico, burlándose de las leyes normales de gravedad de la economía.

La clave de este nuevo poder reside en la extraña desaparición de la inflación. Desde la crisis de 2008, los precios en las economías avanzadas han aumentado menos del objetivo deseado de alrededor del dos por ciento anual. Como resultado, uno de los principales riesgos de los déficits presupuestarios se ha desvanecido, al menos por el momento. En el mundo anterior a 2008, los gobiernos que gastaban más de lo que recaudaban en impuestos provocaban un riesgo de inflación, lo que a menudo obligaba a los bancos centrales a aumentar las tasas de interés: como forma de estímulo, los déficits presupuestarios se consideraban, por tanto, como algo contraproducente. Pero en el mundo posterior a 2008, con la inflación en reposo, las autoridades presupuestarias pueden ofrecer déficits de estímulo sin temor a que los bancos centrales los contrarresten. El aumento de la desigualdad ha puesto la riqueza en manos de los ciudadanos, que tienen más probabilidades de ahorrar que de gastar. La reducción de la competencia ha permitido que las empresas con poder de mercado se salgan con la suya gastando menos en inversiones y salarios. La computación en la nube y los mercados digitales han hecho posible gastar menos en equipos y contrataciones al momento de lanzar las empresas. Gracias a estos factores y quizás a otros, la demanda no ha superado a la oferta, por lo que la inflación ha sido mínima.

Cualesquiera que sean las razones precisas, la desaparición de la inflación ha permitido a los bancos centrales no sólo tolerar los déficits presupuestarios sino también facilitarlos. Los gobiernos recortan impuestos e impulsan el gasto, financiando los déficits resultantes mediante emisiones de bonos. Esos bonos son luego comprados a inversores del mercado por bancos centrales como parte de su flexibilización cuantitativa. A raíz de estas compras de los bancos centrales, disminuye la tasa de interés que los gobiernos deben pagar por los préstamos. Además, como los bancos centrales generalmente remiten sus beneficios a los tesoros públicos, estos bajos pagos de intereses son incluso más bajos de lo que parecen, ya que se verán parcialmente reembolsados. Un ministerio de finanzas que vende deuda a su banco central nacional está, en términos generales, pidiéndose prestado a sí mismo. Así como los banqueros centrales están difuminando la línea entre la política monetaria y la presupuestaria, también las autoridades presupuestarias están adquiriendo parte del poder alquímico de los banqueros centrales.

Si la baja inflación y la flexibilización cuantitativa han abaratado los déficits presupuestarios, el legado de 2008 también los ha hecho más deseables. A raíz de la crisis financiera, la flexibilización cuantitativa ayudó a la economía a

recuperarse, pero también tuvo inconvenientes. Mantener bajas las tasas de interés a largo plazo tiene el efecto de impulsar los precios de las acciones y los bonos, lo que hace más barato para las empresas reunir capital para invertir. Pero también ofrece una ayuda a los titulares de activos financieros, que son los que más merecen la ayuda del gobierno. Por lo tanto, sería mejor despertar la economía con impuestos más bajos y gastos presupuestarios adicionales, ya que éstos pueden destinarse a los ciudadanos que necesitan la ayuda. El aumento del populismo desde 2008 pone de relieve la necesidad de contar con instrumentos de estímulo sensibles a la desigualdad.

Como los déficits presupuestarios parecen menos costosos y más deseables que antes, los gobiernos de las economías avanzadas los han abrazado con gusto. Una vez más, Estados Unidos ha liderado el camino. A raíz de la crisis financiera, en 2009, el país tuvo un déficit presupuestario federal del 9,8% del PIB. Hoy en día, esa cifra prácticamente se ha duplicado. Otros países han seguido las políticas estadounidenses de "*no cobrar impuestos, sólo gastar*", pero de forma menos agresiva. A fines de abril, Morgan Stanley estimó que Japón tendrá un déficit del 8,5% del PIB este año, menos de la mitad de la proporción de los Estados Unidos. La zona euro estará en un 9,5%, y el Reino Unido, en un 11,5%. El gobierno de China, que lideró el mundo en el tamaño de su estímulo después de 2008, no se acercará a rivalizar con Estados Unidos esta vez. Es probable que termine con un déficit del 12,3 por ciento en 2020, según Morgan Stanley.

A medida que las economías fuertes del mundo se endeudan fuertemente para combatir el desplome del coronavirus, las frágiles están descubriendo que esta opción está fuera de su alcance. Lejos de aumentar su endeudamiento, tienen dificultades para mantener sus niveles actuales de deuda, porque sus acreedores se niegan a renovar sus préstamos al primer indicio de crisis. Durante los dos primeros meses de la pandemia, 100.000 millones de dólares de capital de inversión huyeron de los países en desarrollo, según el Fondo Monetario Internacional, y más de 90 países han solicitado asistencia al FMI. *En gran parte del mundo en desarrollo, no hay magia, sólo austeridad.*

Ventaja de EE.UU.

Desde el comienzo de la pandemia, Estados Unidos ha desatado el mayor estímulo monetario y el mayor estímulo presupuestario del mundo. Milagrosamente, ha sido capaz de hacer esto prácticamente sin costo alguno. La pandemia ha estimulado una huida hacia la relativa seguridad de los activos de EE.UU., y las compras de la Fed han hecho subir el precio de los bonos del Tesoro de EE.UU. A medida que aumenta el precio de los bonos del Tesoro, su rendimiento de interés baja: en los primeros cuatro meses de este año, el rendimiento del bono a diez años cayó en más de un punto porcentual completo, cayendo por debajo del uno por ciento por primera vez en la historia. En consecuencia, aunque el estímulo ha hecho que la deuda del gobierno de los

Estados Unidos se dispare, el costo del servicio de esa deuda se ha mantenido estable. Las proyecciones sugieren que los pagos de la deuda federal como parte del PIB serán los mismos que habrían sido sin la crisis. Esto puede ser lo más cercano a un *almuerzo gratis* en economía.

Las principales economías del mundo han disfrutado de alguna versión de esta ganancia inesperada, pero la experiencia de los EE.UU. sigue siendo distintiva. Las tasas de interés nominales a diez años del gobierno son más bajas en Canadá, Francia, Alemania, Japón y el Reino Unido que en los Estados Unidos, pero la de Alemania es más baja después de ajustar por inflación. Además, la tasa en los Estados Unidos es la que más se ha ajustado desde que comenzó la pandemia. La tasa del gobierno alemán de diez años, por citar un ejemplo contrastante, es negativa pero ha bajado sólo marginalmente desde principios de febrero, y de hecho ha subido desde el pasado septiembre. De la misma manera, la tasa de bonos a diez años de China ha bajado desde el comienzo de este año, pero a la mitad de la tasa de EE.UU. Mientras tanto, algunas economías emergentes han visto sus costos de endeudamiento moverse en la dirección opuesta. Entre mediados de febrero y fines de abril, la tasa de Indonesia subió de alrededor de 6,5% a poco menos de 8%, y la de Sudáfrica saltó de menos de 9% a más de 12%, aunque ese aumento se ha reducido desde entonces.

La capacidad de los Estados Unidos de pedir prestado de forma segura y barata a los ahorristas globales refleja el estatus del dólar como moneda de reserva mundial. Tras la crisis de 2008, cuando los fallos de la reglamentación financiera y la política monetaria de los Estados Unidos desestabilizaron el mundo, se habló mucho de que el dominio del dólar podría terminar, y China hizo un esfuerzo concertado para extender el uso del yuan más allá de sus fronteras. Aproximadamente una década después, China ha construido su mercado de bonos gubernamentales, convirtiéndolo en el segundo más grande del mundo. Pero los extranjeros aún deben lidiar con los controles de capital de China, y el mercado offshore de bonos denominados en yuanes, que Beijing promovió con mucha fanfarria hace una década, no ha logrado ganar tracción. En consecuencia, el yuan representa sólo el dos por ciento de las reservas de los bancos centrales mundiales. Los inversores privados están empezando a tener bonos chinos, pero éstos todavía representan una pequeña fracción de sus carteras.

Mientras China lucha por internacionalizar el yuan, el dólar sigue siendo la moneda que codician los ahorristas. A pesar de la crisis financiera y de la percepción generalizada de que la influencia de los Estados Unidos en el mundo ha disminuido, casi dos tercios de las reservas del banco central siguen estando compuestas por dólares. El frecuente recurso de EE.UU. a sanciones financieras tampoco ha cambiado el panorama, aunque dichas sanciones crean un incentivo para que países como Irán desarrollen formas de evitar el sistema financiero basado en el dólar. La emisión de la moneda de reserva mundial resulta ser una fuente de energía muy sostenible. El dólar sigue aumentando en tiempos de

incertidumbre, incluso cuando las políticas erráticas de EE.UU. se suman a esa incertidumbre; de ahí la apreciación del dólar desde el comienzo de la pandemia.

La preeminencia del dólar perdura debido a poderosos efectos de red. Los ahorristas de todo el mundo quieren dólares por la misma razón que los escolares de todo el mundo aprenden inglés: una moneda o un idioma es útil en la medida en que otros lo eligen. Poco menos de la mitad de todos los títulos de deuda internacional está denominada en dólares, por lo que los ahorristas necesitan dólares para comprar estos instrumentos financieros. Lo contrario también es cierto: como los ahorristas están acostumbrados a realizar transacciones en dólares, los emisores de valores encuentran atractivo vender acciones o bonos en el mercado del dólar. Mientras los mercados mundiales de capital operen principalmente en dólares, el dólar estará en el centro de las crisis financieras - los bancos y las empresas que fracasen tendrán que ser rescatados con dólares, ya que esa será la moneda en la que han pedido prestado. Como resultado, los bancos centrales prudentes mantendrán grandes reservas de dólares. Es probable que estos efectos de red protejan el estatus del dólar en el futuro previsible.

Nuestra Moneda, Tu Problema

En la era del dinero mágico, esta ventaja resultará potente. En momentos de tensión, los Estados Unidos experimentarán entradas de capital incluso cuando la Reserva Federal baje las tasas de interés del dólar, haciendo que el capital sea abundante y barato. Mientras tanto, otros países serán tratados con menos generosidad por los mercados de bonos, y algunos se verán penalizados por los costos de endeudamiento que aumenten en el momento menos oportuno.

Un sistema financiero fuerte siempre otorgó una ventaja a las grandes potencias: hace poco más de dos siglos, el acceso superior del Reino Unido a los préstamos le ayudó a derrotar a Napoleón. Hoy en día, las finanzas tienen más influencia que nunca sobre países y personas. Pero aun cuando refuerza el poder de EE.UU., las finanzas se han vuelto más riesgosas. Este riesgo es evidente en el aumento de la carga de la deuda federal de EE.UU. Ya en 2001, la deuda federal en manos del público ascendía a sólo el 31 por ciento del PIB. Después de la crisis financiera, la proporción se duplicó con creces. Ahora, gracias a la segunda de las dos crisis, la deuda federal en poder del público pronto alcanzará el récord del 106 por ciento establecido a fines de la Segunda Guerra Mundial.

El que esta deuda desencadene una crisis dependerá del comportamiento de las tasas de interés. Antes de la pandemia, la Oficina Presupuestaria del Congreso esperaba que la tasa de interés promedio de la deuda rondara un 2,5 por ciento. La agresiva compra de bonos por parte de la Fed hizo bajar las tasas de EE.UU., de ahí el almuerzo gratis. Pero incluso si las tasas de interés volvieran a ser las mismas de antes, la deuda seguiría siendo sostenible: más alta que el promedio de 1,5 por ciento del PIB que el país ha experimentado en las últimas dos décadas,

pero aún más baja que el pico de 3,2 por ciento del PIB que el país alcanzó a principios de la década de 1990.

Otra forma de medir la sustentabilidad de la deuda es comparar los pagos de deuda con las perspectivas de crecimiento. Si el crecimiento nominal -el crecimiento real más la inflación- supera los pagos de deuda, un país puede superar su problema. En los Estados Unidos, las estimaciones de crecimiento real sostenible oscilan entre el 1,7 y el 2,0 por ciento; las estimaciones de la inflación futura oscilan entre el 1,5 por ciento que esperan los mercados y el objetivo oficial de la Fed del 2,0 por ciento. Poniendo todo esto junto, el crecimiento nominal de los Estados Unidos es probable que promedie alrededor del 3,6 por ciento. Si los pagos del servicio de la deuda son del 2,5 por ciento del PIB, y si el gobierno cumple esas obligaciones mediante endeudamiento y así ampliando el volumen de la deuda, un crecimiento nominal del 3,6 por ciento implica que el gobierno federal podrá tener un déficit modesto en el resto de su presupuesto y aun así reducir la relación entre deuda y PIB.

La experiencia de Japón refuerza el punto de que elevados niveles de deuda pueden ser sorprendentemente sostenibles. La deuda del gobierno central del país superó 100 por ciento del PIB en 2000, y desde entonces la proporción casi se ha duplicado, hasta casi el 200 por ciento. Sin embargo, Japón no ha experimentado una crisis de deuda. En cambio, las tasas de interés han disminuido, manteniendo el costo del servicio de la deuda a un nivel asequible. El historial del Japón también refuta la noción de que niveles elevados de deuda impiden un gasto de emergencia vigoroso. El estímulo de la pandemia en el país es grande, especialmente con relación a la escala de su problema sanitario.

En resumen, la prevalencia reciente de bajas tasas de interés en todo el mundo rico alienta la opinión de que los niveles de endeudamiento de EE.UU. serán manejables, aunque se expandan aún más. Cuanto más los bancos centrales adopten medidas de flexibilización cuantitativa, más probable es que se mantengan las bajas tasas de interés: los rendimientos mínimos de la deuda del gobierno de Japón reflejan el hecho de que el Banco de Japón ha absorbido más de un tercio de la misma. En este entorno de tasas de interés sosteniblemente bajas, los gobiernos entran en un mundo de fantasía: al asumir más deuda, pueden reducir la carga de la deuda, ya que sus inversiones financiadas por deuda compensan la deuda mediante el aumento del PIB. Basándose en esta lógica, la era del dinero mágico puede dar lugar a una expansión de las inversiones federales en una amplia gama de sectores. Cuando inversionistas de todo el mundo claman por bonos del gobierno de EE.UU., ¿por qué no aprovechar la oportunidad?

La pregunta es si la experiencia de Tokio (aumento de deuda compensado por caída de las tasas de interés) anticipa el futuro de Washington. Por el momento, los dos países tienen una característica crítica en común: un banco central que se

dedica con entusiasmo a la flexibilización cuantitativa. Pero ese afán depende de una inflación quiescente. Debido a su fuerte tradición de ahorro, el Japón ha experimentado una deflación rotunda en 13 de los últimos 25 años, mientras que los Estados Unidos sólo han experimentado una deflación en un año durante ese período. El peligro en el futuro es que los Estados Unidos se enfrenten a un aumento inesperado de los precios que, a su vez, obligue a subir las tasas de interés más rápidamente que el PIB nominal, lo que hará que su deuda sea insostenible.

Para ver cómo podría funcionar esto, basta con pensar en 1990. Ese año, la medida favorita de la Fed para medir la inflación, el índice de precios al consumidor, subió al 5,2 por ciento después de haber caído al 1,6 por ciento cuatro años antes, lo que demuestra que efectivamente se producen reversiones de la inflación. A medida que la inflación aumentaba, la Reserva Federal elevó los costos de los préstamos; las tasas de los bonos del Tesoro a diez años pasaron del 7% a fines de 1986 a más del 9% en 1988, y se mantuvieron por encima del 8% en 1990. Si ocurriera una reversión de ese tipo hoy en día, podría significar un desastre. Si las tasas de interés a largo plazo aumentaran en dos puntos porcentuales, los Estados Unidos se enfrentarían a pagos de deuda por valor del 4,5 por ciento del PIB en lugar del 2,5 por ciento. La carga de la deuda nacional alcanzaría un récord.

Esto tendría importantes consecuencias políticas. En 1990, la trayectoria insostenible de la deuda obligó a adoptar un doloroso paquete de reducción del déficit, lo que provocó que el Presidente George H. W. Bush renegara de su promesa de campaña de "no aplicar nuevos impuestos", lo que posiblemente le costó las elecciones de 1992. Dado el cinismo político actual, parece poco prudente contar con que se repita ese auto-sacrificio. Por lo tanto, vale la pena recordar la otra táctica de gestión de la deuda que intentó la administración Bush. Al atacar al presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, con calumnias susurradas y regaños abiertos, los asesores de Bush trataron de intimidar al banco central para que redujera las tasas de interés. La forma en que veían las cosas, las tasas más bajas, un crecimiento más rápido y una mayor inflación se combinarían para resolver el problema de la deuda.



Alan Greenspan, presidente de la Fed entre agosto 1987 y enero 2006

Greenspan se mantuvo firme, y Bush no fue tan imprudente como para deshacerse de él. Pero si un futuro presidente estuviera más desesperado, la Fed podría tener un líder que priorizara la estabilidad de la deuda nacional sobre la estabilidad de precios. Considerando los recientes rescates empresariales de la Fed, sería un pequeño paso argumentar que el banco central también tiene el

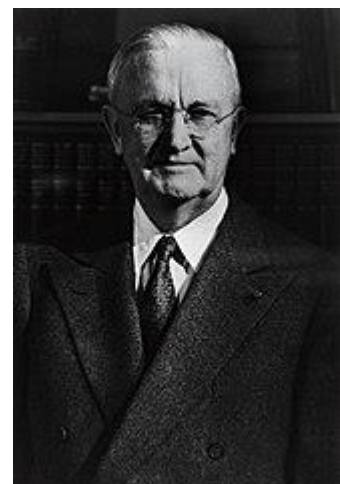
deber de proteger a los ciudadanos de la austeridad presupuestaria. Dado que no ha alcanzado el objetivo de inflación en los últimos años, sería fácil sugerir que un poco de exceso sería inofensivo. Lamentablemente, si no se controla con bastante rapidez, esta lógica seductora podría abrir el camino a una repetición de los años setenta, cuando la mala gestión financiera de los EE.UU. permitió que la inflación alcanzara dos dígitos y el dólar estuvo más cerca que nunca en la posguerra de perder su estatus privilegiado.

La era del dinero mágico anuncia tanto oportunidad como peligro. Las crisis gemelas de 2008 y 2020 han desatado el poder adquisitivo de los gobiernos del mundo rico, en particular en los Estados Unidos. Han permitido imaginar inversiones públicas que podrían acelerar el crecimiento, suavizar la desigualdad y hacer frente a retos ambientales. Pero demasiado de algo bueno podría desencadenar una crisis del dólar que se extendería por todo el mundo. Como dijo el Secretario del Tesoro de EE.UU. John Connally a sus homólogos europeos en 1971, *"El dólar es nuestra moneda pero el problema es de ustedes"*.

El Dilema de la Fed

Nadie está seguro de por qué la inflación desapareció o cuándo podría volver de nuevo. Una disrupción de suministro resultante de una desglobalización pospandémica podría causar cuellos de botella y un aumento de precios; un repunte en el costo de la energía, que últimamente ha bajado a niveles absurdos, es otro desencadenante plausible. Los observadores honestos admitirán que hay demasiadas incógnitas para que las previsiones sean fiables. Sin embargo, precisamente porque el futuro es incierto y contingente, parece seguro un tipo distinto de pronóstico. Si la inflación se desata, serán las decisiones de un puñado de personas las que determinarán si las finanzas se precipitan.

Los Estados Unidos vivieron un momento análogo en 1950. China había enviado 300.000 soldados de infantería a través del río congelado Yalu, que marcaba su frontera con Corea; se amontonaron soldados estadounidenses que dormían en el suelo helado, apuñalándolos hasta la muerte a través de sus sacos de dormir. Al mes siguiente, con el destino de la Guerra Fría tan incierto como nunca antes, el presidente de los Estados Unidos Harry Truman llamó a Thomas McCabe, presidente de la Fed, a su casa e insistió en que la tasa de interés de los bonos a diez años se mantuviera en 2,5 por ciento. Si la Reserva Federal no compraba suficientes bonos para mantener la tasa de interés a ese nivel, "eso es exactamente lo que quiere el Sr. Stalin", dijo el presidente. En un tiempo de guerra en escalada, había que salvaguardar la capacidad de endeudamiento del gobierno.



Thomas McCabe, presidente de la Fed, abril 1948 a marzo 1951

Esto presentó a la Fed el tipo de dilema que puede enfrentar de nuevo en el futuro. Por un lado, la nación estaba en peligro. Por otro lado, la inflación se estaba acelerando. La Fed tenía que elegir entre resolver el problema del presidente y estabilizar los precios. Para furia de Truman, McCabe resolvió poner la lucha contra la inflación en primer lugar; cuando el presidente reemplazó a McCabe por William McChesney Martin, un funcionario del Tesoro que Truman esperaba que fuera leal, se sorprendió aún más al descubrir que su propio hombre lo desafiaba. En su primer discurso después de asumir el cargo, Martin declaró que la inflación era "una amenaza aún más grave para la vitalidad de nuestro país que las agresiones más espectaculares de los enemigos fuera de nuestras fronteras". La estabilidad de los precios no debe sacrificarse, aunque el presidente tenga otras prioridades.



William McChesney Martin,
presidente de la Fed, abril 1951 a
febrero 1970

Años más tarde, Truman se encontró con Martin en una calle de la ciudad de Nueva York. "Traidor", dijo, y luego se fue. Antes de que la era del dinero mágico llegue a su fin, los Estados Unidos podrían necesitar más traidores de este tipo.

Sebastian Christopher Peter Mallaby (n. 1964) es un periodista y autor inglés, investigador principal Paul A. Volcker de economía internacional en el Council on Foreign Relations y columnista colaborador del Washington Post. Anteriormente, fue editor colaborador del Financial Times y columnista y miembro del consejo editorial de The Washington Post. Sus escritos recientes han sido publicados en el New York Times, el Wall Street Journal y el Atlantic Monthly. En 2012, publicó un ensayo en Foreign Affairs sobre el futuro de la moneda china. Sus libros incluyen The Man Who Knew (2016), More Money Than God (2010), y The World's Banker (2004).