

Los helicópteros vienen llegando

Willem H. Buiter

Project Syndicate, 26 de marzo de 2020

Traducción: Enrique A. Bour

Con el rápido deterioro de la situación económica en muchas economías avanzadas, los responsables de la formulación de políticas están poniendo en marcha programas de estímulo sin precedentes, preparando el terreno para lo que constituye un experimento masivo con la hasta ahora poco ortodoxa Teoría Monetaria Moderna. Los extraordinarios problemas de hoy en día, al parecer, requieren soluciones extraordinarias.

NUEVA YORK - Con la intensificación de la pandemia COVID-19, Estados Unidos acaba de adoptar un paquete de rescate económico de 2 billones de dólares (equivalente al 9,2% del PIB de 2019). La legislación es consecuencia de las medidas sin precedentes adoptadas por la Reserva Federal de EE.UU., que emprenderá un proceso de flexibilización cuantitativa de duración indefinida, y ha introducido nuevos mecanismos para respaldar a las empresas y mantener el flujo de crédito.

Gran parte de la respuesta de EE.UU. vendrá en forma de "dinero del helicóptero", una aplicación de la Teoría Monetaria Moderna (TMM) en la que el banco central financia el estímulo fiscal mediante la compra de deuda pública emitida para financiar recortes de impuestos o aumentos del gasto público. La economía de Estados Unidos se está deteriorando a un ritmo espectacular, en parte debido al impacto directo sobre la salud de la pandemia COVID-19, pero sobre todo como resultado de los mandatos de distanciamiento social que están impidiendo que la gente produzca y consuma.

Dadas las circunstancias, cabe suponer que el programa de incremento de la compra de activos de la Reserva Federal alcanzará al menos 2 billones de dólares si eso es lo que se necesita para evitar que el gobierno federal tenga que acceder directamente a los mercados de activos para financiar sus nuevas iniciativas. En enero, antes de que el coronavirus se convirtiera en una amenaza reconocida, la Oficina Presupuestaria del Congreso predijo que el gobierno de EE.UU. tendría un déficit federal anual recurrente de más de 1 billón de dólares durante al menos la próxima década.



*Willem Hendrik Buiter (n. 1949)
economista americano-británico
nacido en Holanda. Fue economista
jefe del Citigroup.*

Hace unas semanas, cuando la gravedad de la crisis comenzó a ser evidente, algunos funcionarios federales advirtieron que el desempleo en EE.UU. podría aumentar hasta el 20% en ausencia de una fuerte respuesta de política fiscal. Pero incluso con la nueva legislación, la pérdida de empleos podría seguir aumentando en el segundo y tercer trimestre de este año. Para ser eficaz, el apoyo fiscal debe dirigirse meticulosamente a familias que han perdido entradas y a empresas (grandes y pequeñas) que han perdido ingresos como resultado de la pandemia. Queda por ver si la respuesta de EE.UU. incluirá dicha focalización, o si dicha focalización es incluso factible de manera oportuna y ordenada.

Mientras tanto, el Reino Unido también está llevando a cabo un vigoroso experimento con dinero del helicóptero. Para empezar, el Banco de Inglaterra se está preparando para comprar bonos del gobierno del Reino Unido por valor de 200.000 millones de libras esterlinas (238.000 millones de dólares) y bonos corporativos no financieros con grado de inversión, un estímulo monetario equivalente a poco menos del 10% del PIB de 2019. Y en el aspecto fiscal, Rishi Sunak, el nuevo Ministro de Hacienda, está desatando una avalancha de medidas de estímulo que incrementan el déficit.

Para el año calendario 2020, el gobierno británico se enfrenta a un déficit de al menos el 7,5% del PIB, y tal vez tan alto como el 10%. Pero incluso en el extremo superior, el déficit seguiría estando dentro del rango cubierto por las compras monetizadas de deuda del Banco de Inglaterra. En otras palabras, a pesar de la extraordinaria magnitud del estímulo fiscal, el gobierno no tendrá que ir a los mercados a pedir prestado.

Hay menos espacio fiscal en la zona euro. Pero el Banco Central Europeo ya se ha comprometido a realizar compras de activos netos por 120.000 millones de euros (130.000 millones de dólares), además de los 750.000 millones de euros que anunció el 18 de marzo. Su nuevo Programa de Compras de Emergencia para Pandemias comprará incluso bonos soberanos griegos, algo que fue descartado en los anteriores programas de compra de activos tras el incumplimiento de la deuda de Grecia en 2015.

En total, las compras de activos adicionales del BCE (que normalmente se monetizan) ascienden a poco menos del 7,3% del PIB de la eurozona en 2019, situando su respuesta en algún lugar por debajo de la de EE.UU. y el Reino Unido. Desafortunadamente, la política fiscal del bloque ha sido completamente patética. El 16 de marzo, los ministros de finanzas de los estados miembros anunciaron que buscarían un estímulo equivalente a un magro 1% del PIB en el transcurso de 2020, y esto para una economía que ya estaba luchando por alcanzar el crecimiento. Aunque los líderes de la zona euro indicaron que harían más si fuera necesario, eso es poco consuelo. El único avance positivo en este frente es el compromiso de instituir facilidades de liquidez -planes de garantía pública y pagos de impuestos diferidos- por un valor mínimo del 10% del PIB.

Dado que la zona del euro carece de un servicio central serio con poderes presupuestarios independientes, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM) es la institución obvia a través de la cual los estados miembros financieramente

fuertes podrían proporcionar apoyo políticamente transparente a los miembros más débiles en caso de necesidad. Sin embargo, no parece haber ningún consenso en la zona del euro sobre si el ESM podría utilizarse de esta manera.

La opción restante, entonces, es que los estados miembros aumenten sus programas nacionales de estímulo fiscal hasta, digamos, el 7,3% del PIB, mientras que el BCE actúa como el helicóptero monetario. Esto, sin embargo, comprometería al BCE en acciones cuasifiscales que impliquen redistribuciones del riesgo fiscal entre países, lo que requeriría un cambio en los tratados existentes o una voluntad colectiva de ignorar los obvios problemas de legitimidad que plantean tales operaciones.

A diferencia de EE.UU. y el Reino Unido, donde hay un banco central para un país, el BCE no puede asumir tan fácilmente el papel de agente fiscal del gobierno. Las compras del Eurosistema de, por ejemplo, la deuda soberana italiana trasladarían el riesgo soberano a los bancos centrales nacionales de los estados miembros financieramente más fuertes y, en última instancia, a los contribuyentes de esos países.

Pero incluso en ese caso, sería una negligencia criminal permitir que un defecto de diseño en los tratados existentes impida el uso apropiado de dinero de helicóptero en un momento de crisis existencial. Italia debe implementar un estímulo fiscal de al menos el 5% del PIB - muy probablemente más - y alguna combinación del BCE y el ESM debe permitirlo.