

Como lidiar con el exceso monetario

Por Domingo Cavallo y Joaquín Cotán

Traducción al español de Fernando Díaz

Supongamos que el plan de estímulo de Obama funciona, es decir, que el exorbitante déficit presupuestario provoca una recuperación económica de una magnitud tal que, dentro de cinco a diez años, la deuda pública como porcentaje del PBI se estabiliza en un 65-70% (desde el 40% el año pasado) sin un aumento significativo de la inflación en los EEUUⁱ. Inclusive en este caso, el gobierno tendrá que lidiar con el problema de un gran exceso monetario: \$700.000 millones en reservas en exceso inquietantemente sentadas en las bóvedas y en las cuentas en la Fed de los bancos comerciales esperando el momento adecuado para aflorar.

La Fed ha tratado de asegurarle al público que tiene las herramientas para prevenir que se produzca un nuevo ciclo inflacionario y que no dudara en usarlas una vez que se hayan disipado los miedos de una delación, pero muchos observadores son escépticosⁱⁱ. Una de las causas es que la Fed no tiene suficientes “Treasuries” para absorber la enorme cantidad de dinero creada desde Octubre del año pasado. Otra causa es que, para prevenir un aumento repentino en la oferta monetaria, el oportunismo es esencial, y la Fed no tiene forma de garantizar que estará al frente de la ola cuando sea tiempo de tensar.

En nuestra opinión, todo lo que necesita la Fed para suprimir las expectativas inflacionarias en ciernes es aumentar los requerimientos de liquidez hasta el punto en el cual las reservas en exceso sean íntegramente esterilizadas. Una vez hecho esto, la oferta monetaria puede ser expandida tanto como se requiera para reactivar la economía vía operaciones de mercado abierto o permitiéndole a las instituciones financieras un acceso controlado a la ventanilla de redescuento. El beneficio de esta aproximación respecto a la perseguida actualmente es doble. En primer lugar, el exceso monetario sería eliminado de un solo golpe. En segundo lugar, la Fed obtendría un fuerte control sobre el M1 y el M2, que aumentarían a medida que a la Fed, no los bancos comerciales, le pareciera. Naturalmente, para que esta estrategia funcione, la Fed no debería dejar de pagar intereses sobre las reservas de los bancos para proteger la rentabilidad de los mismos.

No existe razón por la cual la Fed no debiera implementar esta política. Si la llevase a cabo, las preocupaciones sobre una futura inflación desaparecerían previniendo un aumento de las tasas de interés, el cual podría abortar una recuperación incipiente. La elección de las reservas legales como un mecanismo de esterilización no es arbitraria: así como la prevención de la deflación requirió “quantitative easing”, prevenir un resurgimiento de la inflación requerirá “quantitative tightening”.

Nuestro amigo Larry Kotlikoff también ha propuesto algo en esta línea, solamente en un contexto más amplio y estructural. Su objetivo no es solamente eliminar el actual exceso monetario, sino también reformar la banca comercial para proteger la integridad de la cadena de pagos del comportamiento de los financistas respecto al riesgoⁱⁱⁱ. Nosotros no estamos listos para ir tan lejos. Nuestra motivación principal es evitar un resurgimiento

de la inflación en los EEUU y, por extensión, en el resto del mundo. Una vez demostrado que los riesgos de delación e inflación excesiva han sido aplacados, la Fed debería, en nuestra opinión, tener libertad para bajar los requerimientos de reservas dado que bajo condiciones normales algún grado de intermediación bancaria tradicional puede seguir siendo óptima.

ⁱ Estas estimaciones excluyen a las deudas intra-gubernamentales o las deudas en manos del “Social Security Trust Fund”, y en líneas generales son consistentes con las proyecciones de la “Congressional Budget Office”.

ⁱⁱ Vea, por ejemplo, John Taylor, “The threat posed by ballooning Federal reserves.” FT, Marzo 23, 2009, y Martin Feldstein, “Inflation is looming on America’s horizon.” FT, Abril 19 2009.

ⁱⁱⁱ Vea la observación de Laurence Kotlikoff y Edward Leamer, “A Banking System We Can Trust,” Forbes.com April 23, 2009. Su propuesta, a la que llaman “Limited Purpose Banking,” es una versión actualizada del concepto de “narrow banking” expuesto por Irving Fisher, Frank Knight, y Henry Simmons en la primer mitad del siglo pasado.