

## **Una manera más simple de solucionar el “problema del Dólar” y evitar un nuevo ciclo inflacionario**

**Por Domingo Cavallo y Joaquín Cottani, para voxeu.com**

Traducción al español de Fernando Díaz

*Hay una gran divergencia en las opiniones de los economistas acerca de cómo solucionar la “trampa” en la que esta envuelta China por tener tantos activos denominados en Dólares. Esta columna sugiere que todo lo que tienen que hacer los acreedores de los EEUU es demandar que el gobierno de dicho país remplace todas las Letras del Tesoro no ajustados por inflación por instrumentos que si lo estén. Esto reducirá los incentivos del gobierno de los EEUU de generar inflación para reducir su deuda, protegerá el valor de las reservas de los mercados emergentes y reducirá el riesgo de un resurgimiento de la inflación mundial.*

Cuando Wen Jiabao, Premier chino, expreso recientemente su preocupación acerca del futuro del Dólar norteamericano, la moneda en la cual están denominadas la mayoría de las reservas de su país, provoco reacciones opuestas entre los distintos economistas de los EEUU.

Algunos, como Fred Bergsten (2009) del Instituto de Economía Internacional, exhortaron al gobierno de los EEUU a tomar seriamente las preocupaciones del Sr. Wen y a escuchar la propuesta de Pekín de crear una cuenta de sustitución en el FMI, la cual le permitiría a los miembros del Fondo cambiar los saldos de Dólares no deseados por DEGs (Derecho Especial de Giro), como parte de un proceso gradual para, en el largo plazo, reemplazar al Dólar con una moneda de reserva supranacional. (El Sr. Bergsten (2007) fue particularmente entusiasta con la idea de la sustitución ya que iba en la misma línea que una propuesta que él realizo en el 2007.)

Otros economistas norteamericanos, incluyendo al Premio Nobel del año pasado Paul Krugman, fueron menos entusiastas. Según el Sr. Krugman (2009), China ha caído en una trampa que ella misma se tendió dada su negación a adoptar una política cambiaria más flexible en el pasado. Dado que cualquier intento por parte de China o de cualquier otro país por huir del Dólar muy rápidamente o en una gran magnitud lograría los efectos de los cuales se intenta escapar, no existía ninguna amenaza inmediata para la estabilidad financiera de los EEUU o del mundo, por ende no hay ninguna necesidad de que el gobierno de los EEUU o el FMI intervengan en beneficio de China.

En nuestra opinión, la visión del Sr. Krugman es muy simplista debido a que no tiene en cuenta el efecto que un gran numero de activos denominados en Dólares y Dólares indeseados tendrán sobre la inflación una vez que los temores de una recesión se disipen. Es posible que el Sr. Krugman crea que algún aumento de la inflación sea bueno, ya que podría ayudar a curar el exceso monetario. En tal caso, no esta solo. Kenneth Rogoff (2008), primer economista jefe del FMI, recientemente ha expresado que “una ráfaga de inflación seria extremadamente útil para aliviar el actual pantano épico de la deuda”.

Dicho en otras palabras, a través de un aumento de la inflación, los EEUU resolverían dos problemas de una sola vez. Por un lado, reducirían el valor de su deuda nacional, evitando que la misma crezca demasiado con respecto al PBI. Por otro lado, reducirían el valor real de la deuda (no asegurada y asegurada) de las instituciones financieras y otras corporaciones de los EEUU, disminuyendo la necesidad de recortes explícitos o rescates públicos.

El problema con esta “solución”, más allá de los inconvenientes que genera con respecto a la reputación del gobierno de los EEUU, es que una vez que el genio de la inflación este fuera de la lámpara, será muy difícil volverlo a encerrar. Con respecto a la solución propuesta por el Banco Central Chino y por el Sr. Bergsten, existen, desafortunadamente, varios problemas. En primer lugar, el plan requiere una compleja negociación multilateral, incluyendo un cambio en las cláusulas del FMI en cuanto a acuerdos, la cual es poco probable que sea apoyada por los EEUU, más que nada porque el DEG competirá con el Dólar como moneda de reserva. En segundo lugar, la propuesta limita los posibles sustitutos del Dólar al DEG, que es en sí mismo una canasta de monedas donde el Dólar es un componente predominante. En tercer lugar, una cuenta de sustitución en el FMI convierte al FMI, en lugar de al gobierno de EEUU, en responsable de las pérdidas resultantes de la depreciación del Dólar contra el DEG, una condición a la que seguramente se opondrán los miembros del Fondo.

Sin embargo, el mayor inconveniente de la propuesta de China y el Sr. Bergsten es que no protege realmente a los acreedores oficiales de los EEUU de una persistente depreciación del Dólar. Esto se debe a que en el caso de una depreciación prolongada, es altamente improbable que los bancos centrales de Europa, Japón, y el Reino Unido no reaccionen y dejen que sus monedas se aprecien. Más probablemente, estos países se resistirán a la apreciación embarcándose en un proceso de devaluaciones competitivas, cuyo resultado final será un aumento de la inflación mundial. Si esto ocurre, las reservas de China y otros mercados emergentes perderán valor real sin importar si están en Dólares o en DEGs. Más importante aún es que la inflación estará alta en todo el mundo y se requerirán años de altas tasas de interés y bajo crecimiento para aplacarla.

Afortunadamente, existe una forma mejor y más fácil de proteger el valor de las reservas de los mercados emergentes mientras se reduce el riesgo de un resurgimiento de la inflación mundial. Esto es reduciendo el incentivo del gobierno de los EEUU de reducir su deuda vía inflación. Para que esto suceda, todos los acreedores de los EEUU necesitan demandar que el gobierno de los EEUU cambie todas las Letras del Tesoro que no estén ajustadas por inflación por instrumentos que si lo estén (TIPS) en la medida que se le demande. Dado que, actualmente, la oferta de TIPS es muy pequeña en relación al resto de la deuda de los EEUU, una coordinación bilateral será necesaria para evitar distorsionar su valor.

Una de las ventajas de esta idea es su simplicidad. Para empezar, puede ser ejecutada bilateralmente en vez de multilateralmente. Esto no solo la hace fácil de implementar, sino que también le facilita al gobierno de los EEUU obtener concesiones de otros gobiernos. Por ejemplo, en el caso de China, sería posible para los EEUU negociar un

quid-pro-quo, por medio del cual China se cometería a llevar a cabo reformas orientadas a la reducción de su superávit de cuenta corriente-incluyendo, pero no limitándose solamente a, una política cambiaria más flexible. Por esta razón, sería preferible que esta propuesta viniese de los EEUU antes que de China.

Sin embargo, más importantes que las ventajas prácticas de una política de este tipo son sus efectos beneficiosos de largo plazo, particularmente en espantar el espectro de la inflación global. Al cambiar TIPS por bonos nominales, el gobierno de los EEUU estaría enviando una clara señal que no planea reducir su deuda a través de la inflación, como desingenuamente fue propuesto por el Sr. Rogoff pero, contrariamente, se comprometerá a adoptar una política monetaria y fiscal más disciplinada hacia el futuro.

### *Referencias*

- Bergsten, Fred (2009) "[We should Listen to Beijing's Currency Idea](#)," *Financial Times*, Abril 8  
Bergsten, Fred (2007) "[How to Solve the Problem of the Dollar](#)," *Financial Times*, Diciembre 11  
Krugman, Paul (2009), "[China's Dollar Trap](#)," *New York Times*, Abril 2  
Rogoff, Kenneth (2008) "[Embracing Inflation](#)," *The Guardian*, UK, Diciembre 2