

## **LA FED ACELERA CONTRA UN ICEBERG**

**Por el Lic. Aldo M. Abram, Director Ejecutivo del Centro de Investigaciones de Instituciones y Mercados de Argentina (CIIMA-ESEADE)**

Recientemente, el presidente de la Reserva Federal de Dallas, Richard Fisher, dijo que “Contener la inflación es el propósito del barco del cual yo soy tripulante”. Sin embargo, da la impresión de que la Fed es una nave que apunta a un “iceberg” y acelera cada vez más con la expectativa de poder frenar a tiempo o que el gigantesco “hielo” se derrita antes del impacto.

Lamentablemente, ya la recesión en EE.UU. es inevitable y cada vez es más probable que conviva con una aceleración inflacionaria. Para entenderlo, empecemos por mirar que pasó en EE.UU. desde principios de este nuevo siglo. Cuando su economía amenazaba con pasar de un estancamiento a una recesión, la Reserva Federal, en pos de alentar la demanda interna, le inyectó fuertes dosis de liquidez, bajando su tasa de referencia hasta un 1%.

Cuando asume el Presidente Bush empieza a desandar el camino de superávit fiscal de la administración “Clinton” y aumenta la demanda de crédito del Estado; lo que se agravó desde el 11 de septiembre de 2001. Luego, en 2003, el nivel de actividad comenzó a acelerarse y el sector privado, también, incrementó su demanda de financiamiento. Ante dichas presiones al alza sobre la tasa de interés de mercado y para evitar que subiera por encima de la que había fijado como referencia, la Reserva Federal respondió comprando, con emisión, bonos del Tesoro de los EE.UU.

El problema es que la gente y el gobierno demandaban crédito para gastar y la Fed les daba dólares, que no necesariamente contaban con una demanda para atesoramiento. Ahora, si de un bien se produce más de lo que la gente quiere, éste baja su precio; lo cual le pasó a la moneda estadounidense desde 2002. Dado que era la unidad de medida de los valores de los bienes y servicios en los EE.UU. y del comercio internacional, pronto la reducción del “metro” se empezó a notar en el alza de la inflación doméstica y de los valores de los bienes y activos financieros e inmobiliarios mundiales.

La política monetaria flexible de la Fed fue seguida por otros Bancos Centrales del mundo. Entonces, en pos de mejorar los menguantes rendimientos, los inversores se vieron incentivados a asumir riesgo en forma exagerada. No sólo en el mercado hipotecario de EE.UU., sino incluso comprando activos de economías emergentes como la Argentina; lo cual bajo los índices de riesgo país a niveles récord históricos.

Desde 2004, la Reserva Federal decidió combatir la aceleración de la inflación aumentando muy gradualmente la Federal Fund Rate. Hacia fines de 2005, había un amplio consenso sobre la necesidad de un “aterrizaje suave” o ajuste moderado en 2006. De alguna forma debía diluirse el crecimiento artificial, de los mercados internacionales y de la economía, generado por los excesos de liquidez.

Luego de nuevos récord en los precios de los activos financieros, en mayo empezó a crecer la expectativa de un ajuste y pareció iniciarse un “aterizaje (excesivamente) suave”. No obstante, no se estaba produciendo porque se hubiera eliminado la oferta excedente de liquidez. Comenzó por la actitud precavida de los inversores que, ante el incremento del riesgo, aumentaron su demanda de liquidez en activos dolarizados, absorbiendo el exceso.

En junio de 2006, la Reserva Federal decide detener, en 5,25%, la suba de su tasa de referencia por temor a las señales de debilidad del sector inmobiliario de los EE.UU. y su impacto negativo en la economía. Para agosto de 2006, quedó claro que no habría nuevas subas e, incluso, los inversores comenzaron a descontar una baja, lanzándose nuevamente a maximizar ganancias. El “avión” lejos de apuntar la trompa hacia abajo y reducir la velocidad para aproximarse a la pista, siguió acelerando y mirando al cielo.

Hasta junio de 2007, se siguieron batiendo récord de precios y, más que un aterizaje, parecía un alunizaje. Sin embargo, todos sabemos que es imposible que un avión alunice y lo que nos trajo a la tierra fue la crisis del sector inmobiliario e hipotecario de los EE.UU. Estalló primero allí, pero los efectos de los excesos afectaban a todos los mercados de bienes y activos internacionales.

Ya no era posible un “aterizaje suave” porque la Fed obligó al avión a subir demasiado alto. Sin embargo, pudimos haber tenido un aterizaje algo brusco, pero controlado. Simplemente, se necesitaba que los Bancos Centrales del mundo siguieran proveyendo liquidez a los bancos para evitar una crisis del sistema financiero. Mientras tanto, dejar que los precios de activos financieros e inmobiliarios ajustaran a la baja y que la economía internacional se desacelerara.

Empero, la Reserva Federal decidió bajar la tasa de interés e incrementar los excedentes de liquidez existentes, respondiendo complacientemente a los ruegos de los inversores y políticos. Desde entonces, se continúa en este rumbo de colisión, bajando cada vez más la tasa y depreciando su moneda; lo que está acelerando la inflación.

A esta altura, la Fed solamente tiene dos opciones. Intentar frenar la escalada de los precios, subiendo las tasas, y profundizar la recesión, ganando en credibilidad y crecimiento futuro. O dejar baja la Federal Fund Rate y morigerar la caída del nivel de actividad, metiendo a EE.UU. en una estanflación. Esta opción, tan atractiva en el corto plazo, diluiría la credibilidad del dólar y el financiamiento que ésta le dio al crecimiento económico estadounidense desde los '80.

En la Argentina, nuestro gobierno parece adherir a las teorías de que el problema internacional no se agravará y a la del “desacople” de las economías emergentes. Así que nadie parece estar preparándose para resistir un posible vendaval. Si se desata una tempestad internacional, ¿qué activos tirarán primero por la borda los inversores? No debemos olvidar que los nuestros son de los más pesados en término de riesgo.