



## *El retiro de la liquidez no convencional: ¿Contracción económica o nuevo paradigma?*

15 agosto 2013

Desde hace un par de meses ha sido manifiesta la preocupación por el retiro de la liquidez monetaria no convencional que Estados Unidos (USA) ha estado inyectando a su economía, que ha sido el resultado de la política de QE (*quantitative easing*) seguida por la reserva Federal de USA (FED). Tal política ha consistido en la compra masiva de activos financieros de bancos y otras instituciones, afectando a los mercados financieros y a los tipos de cambio.

La inyección de liquidez no convencional ha buscado alentar la economía y se ha acompañado con bajas tasas de interés. La inyección se ha efectuado en tres fases (QE1, QE2, QE3), por lo que conforme se ha ido recuperando la economía se espera retirar pronto la liquidez. En especial se ha dicho que el retiro de la liquidez no convencional se iniciará a partir del mes de septiembre y una vez que el desempleo sea alrededor de 7% (19 Jun. 2013, FT).

La inyección de liquidez ha sido de tal magnitud que la tercera fase (QE3) ha consistido en la compra de \$85 mil millones de dólares de activos financieros mensualmente; alrededor de un billón mensual de pesos mexicanos. Lo que significa casi el 8% del producto Interno Bruto (PIB) de México. Obviamente esta política ha generado una apreciación de los activos financieros en bolsa, por no decir inflación, y una depreciación del dólar. Hecho, este último, que ha permitido una mayor producción industrial en USA y una mejor posición en su balanza de pagos con el exterior.

A la par, y en contra posición a los resultados positivos logrados en USA, para los países emergentes la inyección de liquidez generó una demanda de sus activos financieros en bolsa, dado el diferencial de las tasas de interés, y en consecuencia una apreciación de sus monedas. De tal magnitud han sido los efectos de la inyección de liquidez de USA sobre el exterior que algunos países, como Brasil y Argentina, han tenido que instrumentar medidas no ortodoxas de control de flujos de capitales. De igual forma, en su momento, ello dio origen a que se levantaran voces oficiales indicando que se corría el riesgo de una guerra de divisas, como en su momento lo dijo el Gobernador del Banco de México (Banxico), Agustín Carstens, en Yakarta, Indonesia.

En el caso de México, la demanda externa por los activos financieros nacionales, especialmente Cetes, Bondes, Bonos del IPAB, significó una elevada entrada de capitales (*hot money*) y una apreciación del peso. La entrada de capitales generó que tales instrumentos financieros públicos estuvieran mayormente en manos extranjeras. Como se ha insistido en este espacio, el resultado ha significado una vulnerabilidad financiera del país y un desaliento de la producción nacional, toda vez que importar ha resultado más barato que producir internamente.

De acuerdo a lo anterior, "La inestabilidad financiera internacional provocó que entre mayo y junio pasados inversionistas extranjeros retiraran unos 13 mil 800 millones de dólares, equivalentes a 178 mil 700 millones de pesos, que se encontraban colocados en bonos del gobierno federal denominados en moneda nacional, indicó el Banco de México" (<http://www.vanguardia.com.mx>, martes 13 agosto 2013). La dimensión de tal salida de capitales es la mayor "desde que se permitiera la participación de inversionistas del exterior en la compra de bonos gubernamentales para financiar el gasto público, a principios de la década de los 90 del siglo pasado"; periodo que desembocó en el llamado 'error de diciembre' y la crisis bancaria. Tales, hechos, en conjunto, ponen de manifiesto la impertinencia de la política monetaria tradicional del Banxico

En este contexto, lo dicho por Ben Bernanke, "máxima autoridad de la Fed, sobre el posible retiro del estímulo monetario en Estados Unidos, antes del cierre del 2013, dejó en entredicho a los mercados, generando el temor de quienes por mucho tiempo se vieron beneficiados con la medida" (*Moody's Analytics*, Jue, 20/06/2013 - 08:39, America Economía). Lo que resulta interesante, desde el punto de vista de la política monetaria y sus secuelas macroeconómicas, es que en tanto original y convencionalmente se predijo un desastre con el exceso de liquidez global hace algunos años, hoy se arguye que el retiro de la liquidez no convencional puede generar una nueva contracción económica, al menos en USA.

De acuerdo al impacto esperado para países como México, "Es indudable que habrá efectos para los mercados emergentes, particularmente en términos de salidas de capital, pero nada que se asemeje a un desastre", ha dicho Alfredo Coutiño, director para América Latina de *Moody's Analytics*. Obviamente que los resultados del anuncio del retiro de la inyección de liquidez han prendido las alarmas del Banxico, aunque se han minimizado sus consecuencias últimas. Además, esa institución continúa aplicando una clara política monetaria convencional, centrada en el control de la inflación, sin considerar la necesidad de tomar en consideración la política macroeconómica y la estabilidad financiera en su conjunto.

Indiscutiblemente, la visión más amplia de vinculación de la política monetaria con el fortalecimiento de la economía y el empleo y la estabilidad financiera es una visión no convencional, pero es reconocida su necesidad para enfrentar de manera eficaz la crisis internacional, en sus expresiones nacionales. Esto ha sido ampliamente reconocido por la FED en USA, pero también expresamente en Japón, con la Abenomics -acrónimo del nombre del Primer Ministro- se busca ampliar la liquidez y tener una tasa de inflación mayor para alentar la demanda agregada. Más recientemente, la necesidad de una política monetaria no convencional también ha sido reconocida oficialmente en el Reino Unido (UK).

*Anatole Kaletsky*, reconocido economista internacionalmente y quién ha sido editor de economía del *The Times* en UK, ha publicado que "Uno tras otro, los gobiernos y los bancos centrales en las economías líderes están aceptando una responsabilidad para administrar el desempleo que abandonaron en los 1970's, durante la contra revolución monetarista en contra de la economía keynesiana" (*Reuters, August 8, 2013*). Este aserto lo sustenta por el anuncio de *Mark Carney*, nuevo Gobernador del Banco de Inglaterra (BI), de vincular como principal meta de la política monetaria el empleo.

*Carney* fue hasta recientemente el Gobernador del Banco de Canadá y quién ha sido reconocido internacionalmente por su manejo acertado de la economía y del sistema financiero frente a los embates de la crisis internacional. Su activismo monetario exitoso ha sido la razón de su contratación por parte del gobierno inglés. Hecho inusitado y decisión rara vez tomada de contratación de un extranjero para el manejo del Banco Central.

En efecto, en lugar de sólo mantener la tasa de interés cerca de cero por más tiempo, *Carney* anunció sin ambigüedades que el BI no consideraría ninguna reducción de los estímulos monetarios, hasta que el desempleo caiga abajo del 7%. Con tal anuncio se canceló el *taboo* que ha dominado la política monetaria inglesa desde la elección de Margaret Thatcher, en 1979, de centrarla convencionalmente en el control de la inflación y en la denominada base monetaria, es decir de la liquidez.

Con tal decisión, es altamente probable que las tasas de interés se mantengan cerca de cero tres años más, dado que para el 2016 se estima que el desempleo caiga debajo de 7%. Esta posibilidad no cancela el aumentar las tasas ante el eventual disparo de los precios y sus expectativas, así como ante la posible amenaza que la tasa de interés cercana a cero afecte la estabilidad financiera.

Las implicaciones de la política monetaria de BI van más allá del mandato doble que tiene la FED de mantener bajo control la inflación y el empleo. Esto porque el BI incluye explícitamente, además, la estabilidad financiera como una de sus prioridades. Sin lugar a dudas, esta ampliación de las prioridades del BI es el resultado de la emergencia de un nuevo paradigma sobre el alcance y los objetivos de la política monetaria, que hasta antes de la crisis esencialmente se centraba en el control de los precios, es decir de la inflación.

Sin embargo, dada la extensión, profundidad y velocidad de la crisis internacional, es fehaciente que algunos bancos centrales han aplicado la política monetaria de manera no convencional. Por ejemplo Suiza tuvo que aplicar una política monetaria activista para evitar una excesiva apreciación de su moneda, el Franco suizo, ante la depreciación del euro, el dólar y la libra esterlina. En el mismo sentido de exposición, ha sido obvio que la política monetaria, aún de la Zona Euro, ha terminado por abatir la tendencia al alza del endeudamiento público, vía la tasa de interés, lo que ha posibilitado un mayor gasto público efectivo.

Hoy son otros los tiempos para la ortodoxia económica, bien se reconoció por *The Bankers*, revista especializada en temas bancarios al inicio del siglo XXI, al publicar que la globalización y la desregulación financiera obligaban a considerar al menos nuevos retos de la banca central. La crisis internacional y sus efectos ha terminado por darle la razón a la revista británica, pero también las decisiones de algunos banqueros centrales han patentizado que la política monetaria puede servir a la economía real, es decir la producción y el empleo.

Bien valdría la pena que nuestros banqueros centrales abrieran las ventanas de sus oficinas para ver el mundo real y comprendieran la emergencia de una política monetaria paradigmática y no esperar que el vendaval externo las rompa.