

Relajamiento cuantitativo de la Reserva Federal estadounidense y su impacto en economías emergentes

José Luis Clavellina Miller*

Introducción

La lenta recuperación económica y los pobres resultados que se han observado en la generación de empleo en Estados Unidos pusieron de manifiesto la necesidad de adoptar nuevas medidas de política –tanto fiscal como monetaria– en aquel país. En torno a esta última, el renovado relajamiento cuantitativo (quantitative easing “QE”) por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos (FED), anunciado desde noviembre de 2010 como parte del impulso a su actividad económica, tuvo como uno de sus efectos colaterales, el impulso de los mercados bursátiles de las economías emergentes.

Cabe señalar que generalmente los mercados financieros sobreeaccionan a la llegada de nueva información o acontecimientos, y que las nuevas medidas de política pudieran no tener el efecto sobre la recuperación económica global que los mercados y los inversionistas esperan.

Incluso en el *World Economic Outlook* (WEO) de octubre 2010, el Fondo Monetario Internacional (FMI) acepta que dado que la demanda privada en las economías desarrolladas es aún débil, se espera que los bancos centrales mantengan la aplicación de medidas acomodaticias (como el relajamiento cuantitativo de la FED), de las cuales siendo realistas y de acuerdo con el propio Fondo, no se debería esperar mucho.

La FED tiene un mandato dual, es decir, sus políticas deben ir encaminadas a la obtención del máximo nivel de empleo con estabilidad de precios. De acuerdo con su presidente Ben Bernanke, la consecución de dichos objetivos se complica en un contexto donde la tasa de interés se encuentra cercana a cero y existen presiones deflacionarias, por lo que es necesario tomar en cuenta los beneficios y los riesgos asociados al uso de las herramientas de política monetaria poco convencionales con que aún cuenta (2010b).

Si bien diversos organismos anticipan que las nuevas medidas de relajamiento monetario no impulsarán de forma importante la economía estadounidense, y que su efecto se presentaría a través del impulso a la confianza de los agentes, el impacto que dichas políticas tendrán en los mercados

* Actualmente es profesor de la División de Estudios Profesionales y de la División de Estudios de Posgrado de la Facultad de Economía de la UNAM, e investigador en la Dirección de Estudios Macroeconómicos del Centro de Estudios de las Finanzas Públicas de la Cámara de Diputados
E-mail: luisclmiller@gmail.com, jose.clavellina@congreso.gob.mx.

emergentes es algo que debe tenerse en cuenta. El presente trabajo pretende explicar brevemente cuáles son las medidas de relajamiento cuantitativo que ha implementado la FED (conocidas como QE1 y QE2 por sus siglas en inglés), así como el impacto de éstas en economías emergentes, principalmente en México.

Relajamiento cuantitativo 1 “QE1”

Desde diciembre de 2008, la FED situó su tasa de referencia entre cero y 0.25% con el propósito de estimular la recuperación económica tras la crisis hipotecaria estadounidense, incluso decidió mantener activos respaldados por hipotecas. Sin embargo, la hoja de balance de la FED se reducía en alrededor de 10 mil millones de dólares (mmusd) al mes, debido a que algunos de sus activos relacionados con hipotecas maduraban o eran prepagados, por lo que viró hacia la compra de Bonos del Tesoro por una cantidad igual a la reducción en su hoja de balance, con el propósito de mantener el tamaño del mismo (en alrededor de 2.05 billones de dólares, BofA, 2010a).

Es decir, con el propósito de mejorar el funcionamiento del mercado y de reducir las tasas de interés, la FED realizó importantes compras de deuda, activos respaldados por hipotecas y bonos del Tesoro a largo plazo. Dichas compras se tradujeron en menores tasas de interés una vez que modificaron los portafolios de los inversionistas; esto es, una vez que las tasas de corto plazo se ubicaron cercanas a cero. Las compras de activos a más largo plazo por parte de la FED tenían la intención de modificar la cantidad y composición de los títulos que mantenía el público (el cual comenzó a adquirir bonos corporativos de alta calidad, principalmente). Sin embargo, el refinanciamiento hipotecario hizo que la cantidad de títulos que la FED mantenía se redujera más rápido que lo anticipado, lo cual no coincidía con su objetivo acomodaticio de política monetaria, por lo que decidió estabilizar la cantidad de títulos existentes reinvertiendo los pagos obtenidos en bonos de Tesoro. Esta acción sería, de acuerdo con la FED, más efectiva en la reducción de las tasas de interés de largo plazo (Bernanke, 2010a).

Las opciones de la FED y el “QE2”

La principal herramienta de la FED, la tasa de interés de referencia se había usado ya, desde entonces se encuentra en un rango de entre 0 y 0.25%, por lo que tiene un bajo margen de maniobra si intenta seguir utilizándola; no

obstante, aún contaba con algunos instrumentos que podía utilizar. Como se mencionó anteriormente, la FED ha recurrido también a la reinversión de su portafolio y a anuncios sobre la extensión del período de bajas tasas de interés; sin embargo, aún podía, entre otras cosas, reducir los intereses que pagaba a las reservas de los bancos.

No obstante, la opción que la FED eligió, fue la de extender sus compras de activos, principalmente bonos del Tesoro a distintos plazos con el objeto de reducir las tasas de interés a mayores plazos. También se podía haber optado por la compra de divisas para depreciar el dólar y estimular las exportaciones, o bien, realizar en coordinación con el Departamento del Tesoro una expansión fiscal vía la impresión de dinero (aunque para algunos economistas esto no sea muy plausible por su alto sesgo inflacionario (BofA, 2010a).

La FED realizó entonces una nueva expansión de su hoja de balance por medio de compras adicionales de títulos, aún cuando había expresado su preocupación por el hecho de que carecía de la experiencia y los conocimientos necesarios acerca de los efectos cuantitativos que dicha medida tendría en las condiciones financieras; además una preocupación adicional era que dicha expansión redujera la confianza del público en la propia FED, particularmente en torno a la forma y tiempo que tardaría en abandonar su política acomodaticia, una vez que las condiciones económicas cambiaran. A pesar de ello, la FED confió en que la transparencia en sus comunicados y el anclaje de las expectativas inflacionarias le ayudarían a la implementación de esta opción (Bernanke, 2010a).

Eficacia del "QE2"

Dado que las tasas de interés de referencia se encontraban ya en niveles cercanos a cero y dadas las tasas rígidas en los créditos bancarios, el beneficio marginal del relajamiento cuantitativo QE2 se espera sea modesto.

Por otro lado, en el contexto actual, la relajación cuantitativa se ha vuelto una herramienta eficaz en el estímulo de los mercados de capitales (pues ante las menores tasas de interés los inversionistas buscan activos con más riesgo), y en la detención de las presiones deflacionarias; sin embargo, ha sido menos efectiva en estimular la demanda efectiva.

La FED aún tiene la opción de reducir los intereses que paga a las reservas bancarias e intentar de esta forma que los bancos otorguen más créditos. No obstante, de acuerdo con el Bank of America-Merrill Lynch (2010b), si bien recortar 25 puntos base a los intereses a las reservas (llevándola a cero) po-

dría estimular el otorgamiento de algunos créditos; ante el ambiente actual de astringencia crediticia, elevados requerimientos de liquidez, baja demanda privada, y precios deprimidos de los colaterales (como la vivienda, por ejemplo), ésta opción también tendría poco alcance. Incluso bajar aún más los rendimientos podría acabar con las ya escasas ganancias que presentan algunas actividades de fondeo.

En el mismo sentido, la FED ha argumentado que disminución de la tasa de interés que paga por el exceso de reservas bancarias sería un incentivo para que los bancos incrementaran sus préstamos al sector no financiero y a otros participantes en el mercado de dinero de corto plazo. Sin embargo, también ha reconocido que esas tan bajas podrían inducir a varios participantes a salir del mercado, por lo que de implementarse, estarían atentos a no provocar daños permanentes al mismo (Bernanke, 2010a).

Relajamiento cuantitativo e impresión de dinero

En el contexto actual de crisis económica, el relajamiento cuantitativo no implica necesariamente la impresión de dinero, por lo que resulta poco probable que sea inflacionario. Los proponentes de lo anterior confunden las distintas definiciones de dinero. La FED ha inundado el sistema bancario con “dinero de alto poder”; sin embargo, la expansión de reservas sólo sería inflacionaria si propiciara un boom crediticio. Actualmente los bancos toman esas reservas y las depositan de nuevo en la FED, recibiendo un muy pequeño interés por las mismas. Es decir, la liga entre reservas y crecimiento de la oferta monetaria (multiplicador monetario) pareciera estar rota, pues los bancos no prestan esas reservas. Bajo el panorama actual, una nueva expansión de las reservas tendría, muy probablemente, la misma respuesta. Por lo que las reservas depositadas de nueva cuenta en la FED no son inflacionarias.

Otros efectos de la aplicación de las nuevas medidas de relajamiento cuantitativo

Ante los problemas y riesgos deflacionarios que la crisis financiera ha causado en la economía norteamericana, la mayor parte de los efectos colaterales del QE2 pueden considerarse, hasta cierto punto, como beneficios residuales más que como problemas serios. El permitir que la curva de rendimiento de largo plazo sea menor puede retrasar la recuperación de los bancos, pero esto sería mejor que el permitir que la economía cayera nuevamente en recesión (BofA, 2010a).

Existe además, la posibilidad de que el valor del dólar se reduzca, sin embargo, esto estimularía las exportaciones, elevando así las perspectivas de crecimiento económico.

Por otro lado, las expectativas inflacionarias se elevarían, lo cual en el contexto actual parecería más un logro que un problema, dadas las presiones deflacionarias que se habían venido presentando. Aún así, la FED debe asegurar que su objetivo en el largo plazo es la estabilidad de precios. El propio presidente de la FED ha manifestado que intentarán mejorar su estrategia de comunicación, con el propósito de informar sus perspectivas e intenciones de política de la forma más clara posible (Bernanke, 2010a).

Suficiencia del QE2

La mayor parte de las opciones de política monetaria requieren de la cooperación de las autoridades fiscales. Se debe tomar en cuenta que si bien en el largo plazo se requiere de la reducción en el déficit fiscal, en el corto plazo no es un buen momento para incrementar impuestos o reducir el gasto público. De esta forma en diciembre de 2010, el congreso estadounidense aprobó la continuación de beneficios fiscales que se habían establecido desde la época del presidente Bush e incluso se hicieron algunas ampliaciones al gasto público.

Como se ha podido apreciar, el problema principal de la economía estadounidense no es la falta de liquidez. Las nuevas medidas de relajación cuantitativa pueden impulsar la economía por medio de la depreciación del dólar y a través del apoyo a los mercados financieros, la alternativa de no haberlas implementado podría haber afectado aún más la confianza de los agentes.

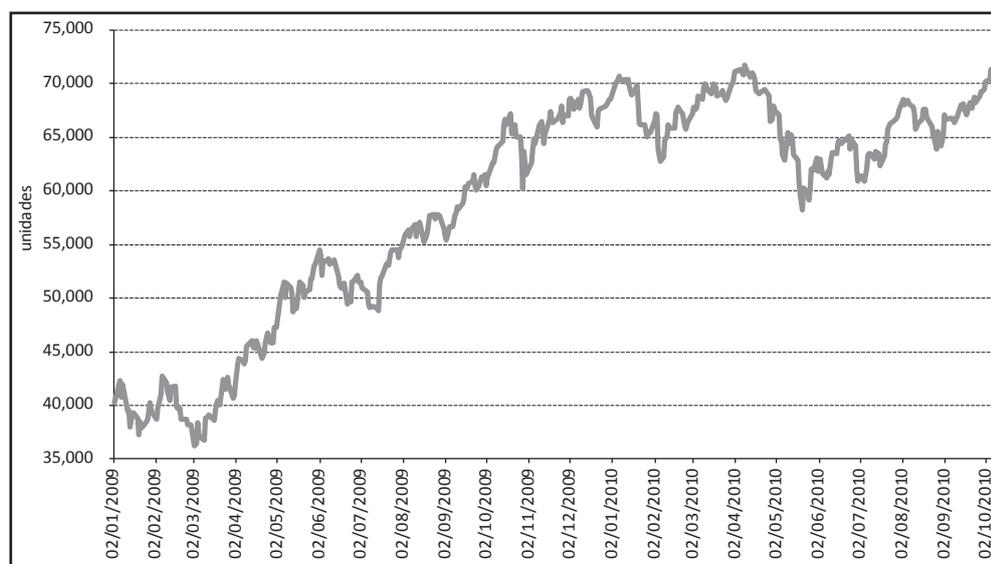
Efectos del relajamiento cuantitativo en las economías emergentes

Las nuevas medidas de relajamiento monetario en los países desarrollados (en este caso Estados Unidos), ocasionan una mayor disponibilidad de recursos, dado que la curva de rendimientos de los bonos se reduce, lo que estimula a los inversionistas a adquirir activos con mayor riesgo, pero a la vez, con mayor rendimiento en las economías emergentes.

Durante 2010 los mercados bursátiles de las economías emergentes han visto una rápida recuperación revirtiendo las pérdidas que les ocasionó la crisis financiera. En América Latina, por ejemplo, el índice Bovespa de Brasil

presentaba al cierre de junio del 2010 pérdidas por 11.16% respecto del cierre de 2009, en tanto que el Índice de Precios y Cotizaciones (IPC) de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) acumulaba un retroceso de 3.0% para el mismo período. No obstante, a partir de esa fecha ambos índices bursátiles se han recuperado y al cierre de 2010 reportaban ganancias por 1.05 y 20.02%, respectivamente.

Gráfica 1
Bovespa

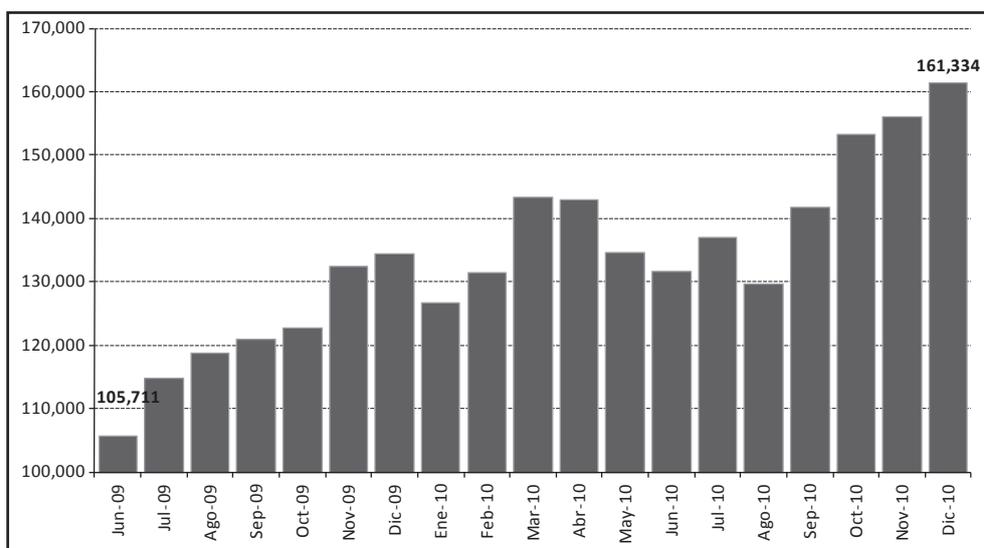


La posible creación de burbujas crediticias o especulativas en los mercados emergentes es uno de los riesgos que traerá consigo la aplicación de las medidas de relajamiento monetario por parte de la FED y de otras economías avanzadas. Es por eso, que los países receptores de capital externo, deben estar atentos a los flujos de capital que ingresen a sus mercados financieros y tomar las medidas apropiadas para evitar la formación de dichas distorsiones.

Conviene señalar además que el FMI en su Reporte de Estabilidad Financiera Global (GFSR por sus siglas en inglés) de enero de 2011, mencionó que ante la posible creación de burbujas en los mercados financieros de economías emergentes, se habían encendido algunos “focos rojos” (*hot spots*), en países como Colombia y México, por lo que sus autoridades debían estar atentas a fin de actuar y prevenir efectos adversos en sus sistemas financieros.

Sobresale que durante los últimos meses se 2010 los flujos de capital extranjero al interior de la economía se orientaron de forma importante a los títulos de renta variable disponibles en el mercado financiero nacional. La posición de no residentes en este tipo de instrumentos a diciembre de 2010 se ubicó en 161 mil 334 millones de dólares, lo que representa un incremento de 20.05% respecto del mismo mes de 2009.

Gráfica 2
Posición de no Residentes en Títulos de Renta Variable
(millones de dólares)



Fuente: elaboración propia con datos de Banxico.

Si bien los flujos de capital externo generalmente están asociados a un mayor crecimiento económico en las economías receptoras, es importante señalar que también existen riesgos derivados de dichos flujos. La búsqueda por mejores rendimientos lleva a los inversionistas a adquirir activos más riesgosos, y esa mayor demanda impulsa su precio (tal es el caso de los bonos soberanos de las economías emergentes), generando con ello distorsiones en sus mercados financieros.

Las bajas tasas de interés en las economías avanzadas junto con las mejores perspectivas de crecimiento de los mercados emergentes han generado importantes flujos de capital hacia éstos últimos ocasionando incluso riesgos de sobrecalentamiento económico y de inflación.

Cuadro 1
Tasa de interés de referencia
(porcentajes)

	ene-08	ene-09	jul-09	jul-10	oct-10	feb-11
Estados Unidos	3 000	0 125	0 125	0 125	0 125	0 125
México	7 500	7 750	4 750	4 500	4 500	4 500
Perú	5 250	6 500	3 000	2 000	3 000	3 250
Brasil	11 250	12 750	9 250	10 500	10 750	11 250
Reino Unido	5 500	1 150	0 500	0 500	0 500	0 500
Noruega	5 250	3 000	1 250	2 000	2 000	2 000
Rusia	10 000	13 000	11 250	7 750	7 750	7 750
Corea del Sur	4 960	2 410	1 920	2 250	2 250	2 750
India	7 750	5 500	4 750	5 500	6 000	6 500
Japón	0 500	0 100	0 100	0 100	0 050	0 050
Australia	6 750	4 250	3 000	4 500	4 500	4 750

Desde finales de mayo de 2010 países como Australia, Brasil, India y Noruega comenzaron a elevar sus tasas de interés de referencia; Brasil, China e India incrementaron también sus requerimientos de reservas con el propósito de disminuir sus presiones inflacionarias y de sobrecalentamiento económico.

Sin embargo, el incremento en las tasas de interés de estos países refuerza el de por sí amplio diferencial de tasas (tanto nominal como real), comparado con las tasas de interés de los países desarrollados, impulsando de nueva cuenta los flujos de capital externo y ocasionando una mayor apreciación -de las monedas locales, especialmente en aquellos países con un régimen de flotación cambiaria.

Dicha apreciación cambiaria es una de las causas que podrían minar la competitividad de los países emergentes y eventualmente reducir su crecimiento económico.

Cuadro 2
Tipo de cambio nominal

		2008*	2009*	2010 ^{1/}	2011 ^{2/}	apreciación nominal ^{3/}
Brasil	Reales por dólar	2 31	1 74	1 66	1 66	27 94
México	Reales por dólar	13 83	13 14	12 38	12 04	12 96
Tailandia	Bahts por dólar	34 72	33 31	30 06	30 53	12 07

^{1/} al 31 de diciembre de cada año.

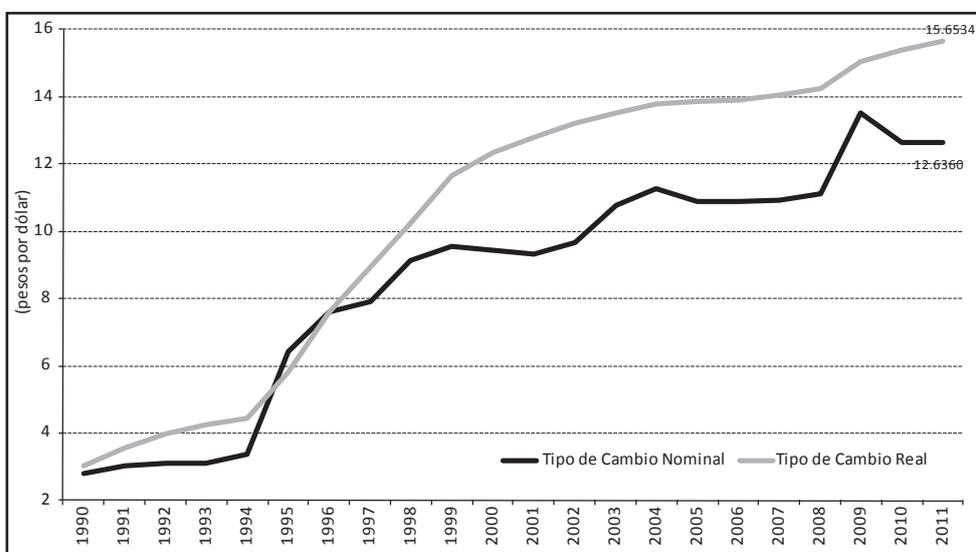
^{2/} al 21 de febrero de 2011.

^{3/} respecto de diciembre de 2008.

Fuente: elaboración propia con datos de x-rates.com.

El tipo de cambio nominal en México se encuentra apreciado, si bien el inicio de la crisis financiera internacional depreció la moneda a finales de 2008, en la actualidad de acuerdo con datos del Banxico, la apreciación es de alrededor de 23.88%, es decir, el tipo de cambio debería ubicarse en alrededor de 15.65 pesos por dólar.

Gráfica 3
Tipo de cambio real y nominal en México 1990 - 2011



Nota: para 2011 se refiere al promedio FIX de enero.

Fuente: elaboración propia con datos históricos del CEFY y Banxico.

Por lo anterior, instituciones como el Banco Internacional de Pagos (BIS, por sus siglas en inglés), han alertado sobre la necesidad de contar con herramientas administrativas como controles de capital y medidas prudenciales como alternativas selectivas de intervención.

De hecho, desde principios de octubre, países como Tailandia y Brasil fijaron impuestos a la inversión extranjera en bonos soberanos. El primero lo hizo por 15% a las ganancias de capital, mientras que Brasil estableció un impuesto de 4% a los flujos de capital hacia sus bonos soberanos.

Como se señaló anteriormente si bien la entrada de capitales puede representar oportunidades de ganancia y crecimiento para algunos sectores, el país debe observar detenidamente lo que ocurre en las economías desarrolladas a fin de estar preparado para el cambio en la política monetaria de éstos países y los riesgos que ello traerá para el sistema financiero nacional.

Uno de los riesgos más importantes es el que se deriva de la eventual salida de dichos flujos, una vez que los mercados desarrollados comiencen a elevar sus tasas de interés; lo que puede impactar de forma importante las condiciones macroeconómicas, monetarias y financieras de los países emergentes.

Consideraciones finales

Toda vez que la economía estadounidense mantiene tasas de referencia virtualmente en cero desde diciembre de 2008 y que los bancos cuenten con amplias reservas, las nuevas acciones de política monetaria de la FED estuvieron orientadas a impulsar la confianza de los agentes económicos.

Como indica Galbraith (2010), la idea en la política de la FED es que el crédito se encuentra bloqueado y que debe fluir; lo cual no es necesariamente cierto. La FED parece no tomar en cuenta el hecho de que existe un gran nivel de morosidad en el sistema financiero estadounidense, y piensa que la recuperación se dará a través de la banca y no de lo que existe alrededor de ella.

Es decir, el crédito no puede fluir cuando no existen suficientes personas con la calidad crediticia a quien prestar, ni proyectos productivos rentables en los cuales invertir. Los bancos quebraron y el no reconocimiento de esas pérdidas ni de las necesidades de recapitalización, será una de las causas de los limitados resultados de las nuevas medidas a implementar.

Como se ha podido apreciar, tanto el FMI como el BofA, han señalado que las nuevas medidas de política monetaria tendrán un efecto modesto en la actividad económica, pues las principales herramientas de política ya han

sido utilizadas. En este contexto de crisis mundial, cuando una economía opera significativamente por debajo de su potencial y con tasas de interés bajas, el estímulo fiscal puede ser más efectivo que el estímulo monetario.

Bibliografía

- Bank of America-Merrill Lynch, *"To QE or not QE, that is the question"*, US economic Weekly, 13 August 2010.
- Bank of America, *"Taking on the QE2 critics"*, US economic weekly, 15 October, 2010.
- Bernanke, B. *"The Economic Outlook and Monetary Policy"*, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 27, 2010.
- Bernanke, B., *"Monetary Policy Objectives and Tools in a Low-Inflation Environment"*, Board of Governors of the Federal Reserve System at *"Revisiting Monetary Policy in a low-inflation Environment"* Boston, Massachusetts, October 15, 2010.
- BIS, *Low interest rates: do the risks outweigh the rewards?*, 80th annual report, 2010.
- BIS, *Post-crisis policy challenges in emerging market economies*, 80th annual report, 2010.
- CEFP, *Estadísticas históricas de macroeconomía en México*, www.cefp.gob.mx
- Galbraith, J. *"A people first strategy: Credit cannot flow when there are no credit-worthy borrowers or profitable projects"*. The Levy Economics Institute of Bard College, Strategic Analysis, April 2009.
- IMF, *World Economic Outlook*. October, 2010.
- IMF, *Global Financial Stability Report*, January 2011.