

LOS LÍMITES DEL DINERO ELECTRÓNICO

Tres años después de la recesión de 2009, la recuperación mundial se tambalea. Los encargados de las políticas, sobre todo en naciones desarrolladas, están bajo presión para actuar. Dadas las preocupaciones por la sustentabilidad de las deudas públicas, en Occidente persiste la carga sobre los bancos centrales para levantar la economía mediante la liberación monetaria. Pero si bien esta medida se sigue aplicando a escala global, sobre todo mediante instrumentos heterodoxos en Occidente y modestos recortes en las tasas de interés en los mercados emergentes, su impacto en el crecimiento económico es escaso.

En países donde las tasas de referencia son cercanas a cero, el espacio para nuevos recortes es limitado. Allí los bancos centrales extienden las medidas heterodoxas, de las cuales la más importante es la llamada liberación o flexibilización cuantitativa (QE, por sus siglas en inglés), que consiste en expandir sus balances mediante la adquisición de activos.

El Banco de Inglaterra (BDI) adoptó este curso a principios de junio, al responder a la persistente debilidad económica de GB anunciando nuevas compras de bonos gubernamentales por 50 mil millones de libras (78 mil mdd). Esto elevará los bonos en poder del BDI a 375 mil millones de libras (alrededor de un tercio del volumen total de bonos del gobierno).

**EN OCCIDENTE SIGUE
LA CARGA SOBRE LOS
BANCOS CENTRALES
PARA LEVANTAR LA
ECONOMÍA MEDIANTE LA
LIBERACIÓN MONETARIA**

En EU, la Reserva Federal (Fed) se ha abstenido de expandir el programa de QE desde mediados de 2011. En cambio lanzó una operación consistente en prolongar el vencimiento de la deuda en su cartera vendiendo deuda a corto plazo y usando el ingreso restante en comprar instrumentos de vencimiento más distante. Esto, junto con un compromiso verbal de mantener bajas las tasas a corto plazo hasta finales de 2014, ha contribuido a lograr rendimientos bajos sin precedente en los bonos del Tesoro de EU a largo plazo y, por tanto, en las hipotecas ligadas a los mismos.

A la luz de la pérdida de impulso en la economía de EU durante el primer semestre de 2012, algunos participantes en el mercado esperan que la Fed reactive la QE, tal vez ya en septiembre. El Comité Federal por un Mercado Abierto pareció validar estas expectativas en su reu-



Ben Bernanke, presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos, en imagen del pasado 7 de agosto ■ Foto Ap

nión de principios de agosto, al expresar una clara inclinación hacia la liberación diciendo que estaba listo para conceder mayor margen si era necesario. Un factor que podría influir en la Fed es la proximidad de las elecciones de noviembre; tradicionalmente ese banco central ha mantenido inalteradas sus posturas en los meses previos a las elecciones, por temor de hacer cambios a los que se atribuya motivación política.

La Fed no se hace ilusiones respecto de la controversia que provoca la QE. Si bien la mayoría la consideran justificada en tiempos de falla del mercado, como en el periodo posterior al colapso de Lehman Brothers, se cuestiona que siga usándose hoy. Se pone en duda su efectividad para desencadenar el mecanismo de transmisión monetaria; mucho del dinero electrónico creado se queda en el sistema bancario en vez de usarse para dar acceso al crédito a hogares y empresas.

En relación con los mercados de activos, sin duda ha tenido impacto, estimulando a los inversionistas a obtener créditos baratos e invertir en valores de mayor rendimiento y mayor riesgo. Pero si los precios vuelven a desplomarse una vez que los programas de QE agotan su curso, ésta sólo sirve para incrementar la volatilidad. También es ambiguo su efecto en la economía real, mediante los precios de los activos. En EU puede haber tenido un efecto positivo, aunque temporal, en la riqueza mediante precios más altos de los valores, pero fue contrarrestado por un debilitamiento del dólar y un alza en los precios de la gasolina.

Las estrategias de salida son otra causa de preocupación. Los bancos centrales no se habían embarcado antes en medidas poco ortodoxas en escala semejante. Existen temores de que las grandes sumas de *dinero electrónico* que se crean disparen la inflación más adelante. Los bancos centrales afirman que tienen los instrumentos para protegerse contra ese riesgo, pero su capacidad de anticipación quedó en entredicho cuando no lograron prevenir la burbuja financiera de 2003-07.

Todas las miradas en el BCE

En ningún lado son más críticas las decisiones de política monetaria que en la zona euro. Dada la renuencia de los miembros acreedores, encabezados por Alemania, a comprometer recursos suficientes para los fondos de rescate, el Banco Central Europeo (BCE) es la única institución con recursos para aliviar las presiones de financiamiento sobre los soberanos y los bancos de la periferia.

Hasta ahora el BCE se ha resistido a desplegar todo su arsenal. Su mandato es estrecho: está encargado sólo de mantener la estabilidad de precios (a diferencia de la Fed, que también abarca el empleo). Y el financiamiento monetario directo a gobiernos está expresamente prohibido por los tratados de la UE.

Dentro de esas limitaciones el BCE ha hecho más de lo que se reconoce. Su tradicional audacia le ha evitado recortar las tasas en forma tan drástica como la Fed, pero en junio redujo su principal

tasa de referencia a 0.75% y su tasa de depósitos a 0%. El pobre panorama económico de la zona euro y las presiones inflacionarias en retirada le darán cobertura para mayores recortes en el segundo semestre de 2012, incluido un posible cambio hacia una tasa negativa de depósitos.

Sin embargo, el principal canal de la nueva liberación monetaria será mediante una expansión del balance del BCE, el cual ya se ha visto fortalecido por una extensa aportación de liquidez a los bancos de la región y por el Programa del Mercado de Valores, mediante el cual el BCE compró en los mercados secundarios los bonos de soberanos en problemas.

El banco justificó estas compras de bonos de gobierno aduciendo que el mecanismo de transmisión monetaria no estaba funcionando (es decir, los recortes en tasas a corto plazo no se reflejaban en los costos de los créditos a largo plazo para algunos países).

A diferencia de los de Occidente, los bancos centrales de países emergentes tienen cierto margen para recortar tasas de interés. En contraste con las tasas reales negativas que prevalecen en Occidente, las tasas reales son marginalmente positivas en mercados emergentes, y la inflación ha estado cediendo en meses recientes. Es probable que esta tendencia continúe, en tanto la demanda de productos básicos blandos compense el impacto inflacionario de las malas cosechas en los precios de los alimentos en meses próximos.

EIU espera que varios mercados emergentes recorten tasas de interés en el segundo semestre de 2012, pero la extensión de los recortes será modesta. El banco central brasileño, que redujo su tasa de referencia en siete ocasiones de agosto de 2011 a la fecha (de 12 a 8%), es un caso atípico, que refleja las circunstancias particulares de ese país.

Se prevé que el banco central chino, que hizo dos recortes en meses recientes, complete el ciclo con uno más de 25 puntos base durante el tercer trimestre. En India, donde la inflación se mantiene obstinadamente alta, no se contemplan más recortes hasta principios de 2013.

En conclusión, se espera más liberación monetaria en los próximos meses, en forma de expansión de balances en bancos centrales y recortes de tasas de interés. Esta liberación producirá cierto alivio, pero no se espera que dinamice la economía global. Los recortes de tasas en el mundo emergente serán modestos, y las medidas monetarias heterodoxas ya están produciendo dividendos decrecientes.

Los problemas de Occidente (alto desempleo, infraestructura crujiente, atención a la salud y costos pensionarios insostenibles, así como la necesidad de avanzar hacia un mayor federalismo en la zona euro) son estructurales y no reparables con ajustes monetarios. Las soluciones requieren de compromisos políticos que resultan elusivos entre la polarización en Washington y el *impasse* entre el centro acreedor y la periferia deudora en la zona euro.