

El reciente anuncio de la Reserva Federal de EU de que lanzará una tercera ronda de liberación cuantitativa de efectivo (QE3, por sus siglas en inglés) ha producido una mezcla de reacciones en América Latina. Por una parte, la posibilidad de que esa medida saque del letargo a la economía estadounidense sería positiva para la región; después de todo, EU sigue siendo la mayor fuente de inversión en la zona y el principal destino de sus exportaciones. Por la otra, la apreciación de divisas y la reducción de la competitividad exportadora resultantes de las liberaciones anteriores aún están frescas en la mente de los encargados de las políticas en los países latinoamericanos. Si bien es real el riesgo de que un nuevo torrente de capitales fortalezca otra vez las divisas, hay razón para creer que esta vez el impacto negativo podría ser menor.

**UNA DIVISA MÁS FUERTE  
PODRÍA TENER EL EFECTO  
BENÉFICO DE ABARATAR  
LAS IMPORTACIONES Y  
REDUCIR LA INFLACIÓN**

El objetivo de la liberación cuantitativa es dar liquidez al sistema bancario mediante la compra de activos bancarios (valores hipotecarios en la primera ronda, bonos del Tesoro en la segunda) con dinero recién impreso. En condiciones de baja inflación (o incluso deflación) causadas por una débil demanda agregada, la expansión monetaria desencadenada por la QE no debe, en teoría, conducir a una elevación de precios. Inundados de efectivo, los bancos pueden así incrementar los préstamos al resto de la economía y darle un impulso vital cuando otras formas de estímulo son inviables. En el caso de EU, donde las medidas fiscales están descartadas y las tasas de interés ya no pueden reducirse más, la QE se ve como quizás el único instrumento práctico de política monetaria disponible, pese a los resultados parchados de los dos intentos anteriores, en particular el segundo (lanzado en noviembre de 2010). La QE2 fue criticada porque no condujo a una reanimación del crédito en la escala esperada, pues muchos bancos retuvieron el efectivo para equilibrar sus balances.

Para AL, la QE ha sido hasta la fecha una bendición mezclada. El aumento de flujos de capital impulsado por la reducción de réditos de los activos seguros después de la QE tuvo una función importante en apoyar la recuperación regional luego de la crisis económica global de 2008 y compensar las bajas tasas de ahorro doméstico. Sin embargo, también ha generado una apreciación de las divisas y elevado las preocupaciones por la competitividad de las exportaciones de la industria manufacturera doméstica. El apetito de los inversionistas por activos riesgo-



Habitantes de Puerto Príncipe llevan a destazar una res que murió a causa del huracán Sandy, el sábado pasado en la capital de Haití ■ Foto Ap

sos y por compensar la amplia divergencia de tasas de interés dentro de la OCDE ha sido particularmente problemático para grandes mercados emergentes como Brasil, donde a partir de 2010 se ha dado un crecimiento de ingreso de capitales que llevó al ministro de finanzas, Guido Mantega, a hacer en septiembre de ese año su famosa acusación de que las economías desarrolladas habían empezado una "guerra de divisas". Si bien la elevación de los flujos de capital hacia AL en realidad precedió a la QE2 por varios meses, la estrategia de la Fed sirvió para exacerbada, lo cual dejó a muchas divisas locales en niveles altos y amenazó la competitividad de las exportaciones manufactureras. Ahora que se ha lanzado una tercera ronda de QE, renace esta inquietud.

#### El dilema de política monetaria de AL

La extinción del auge posterior a la crisis en 2010, la QE2 y el consiguiente fortalecimiento de divisas produjeron un quebradero de cabeza para los bancos centrales de la región, muchos de los cuales ya habían comenzado a apretar las tasas de interés para prevenir un sobrecalentamiento de la economía doméstica y mantener la inflación bajo control. Sin embargo, las autoridades monetarias enfrentaban un dilema: bajar las tasas de interés para reducir las sobretasas y contener los flujos de capital alimentaría aún más el crecimiento inflacionario, pero adoptar controles de capital iría contra la ortodoxia económica, que desapruueba los

mecanismos de distorsión del mercado. En algunos países, como Chile, tales controles no son viables legalmente, debido a las cláusulas de los tratados de libre comercio que han suscrito. Otros, como Brasil, impusieron controles. En términos generales, la mayoría de los países usaron medidas convencionales hasta cierto punto, como compras directas de dólares para reducir la demanda de sus propias divisas. Por ejemplo, Chile acumuló 12 mil mdd tan sólo en 2011 con la esperanza de debilitar el peso, y Colombia también hizo repetidas intervenciones de 2010 en adelante.

**EL BALANCE ENTRE  
RIESGOS Y VENTAJAS DE  
LA QE3 PUEDE RESULTAR  
LIGERAMENTE POSITIVO**

La efectividad de estas medidas está abierta a debate. Países con divisas flotantes —la mayoría en la región— han sufrido por los altibajos de la demanda del dólar en 2010-12, y es probable que sigan con problemas. En México se ha evitado ese dilema debido a una singular combinación de factores. El país padeció una fuerte recesión en 2009, que mantuvo el diferencial de producción —la diferencia entre la producción real y la potencial, más allá de la cual el crecimiento se vuelve inflacionario— abierto más tiempo que sus pares sudamericanos, los cuales soportaron contracciones mucho más leves (el PIB mexicano se

contrajo 6%). Además, México tuvo menores diferenciales de tasas de interés: su tasa referencial se mantuvo en 4.5% cuando comenzó la QE2, en comparación con la tasa Selic brasileña de 10.75%. De entonces a la fecha, la debilidad del peso mexicano ha sido un bono para los exportadores y ha impulsado el fuerte crecimiento del PIB del país en 2010-11, tendencia que ha continuado hasta la mitad de 2012.

#### ¿Será diferente esta vez?

Aunque los temores de que la QE3 pudiera precipitar una renovada ronda de presiones alcistas sobre las divisas locales se justifican en vista del pasado reciente, hay razón para creer que cualquier impacto negativo será más modesto que en la ronda anterior. Sobre todo, la acción más reciente de la Fed llega en un momento en que las economías de AL en general desaceleran y están en proceso de liberar su política monetaria (o evalúan hacerlo). Esto ayuda a reducir las sobretasas frente a las de naciones desarrolladas en comparación con la parte final de 2010: la tasa Selic brasileña se ha recortado recientemente a 7.5% —menor incluso que en el momento culminante de la crisis financiera— y existe la posibilidad de una nueva reducción este año.

Aun los países con tasas de interés más altas enfrentarán menos problemas de sobrecalentamiento e inflación. Para exportadores de productos primarios como Chile, Colombia y Perú, el dólar más débil tendrá probablemente un

efecto positivo en los precios de esos bienes, algunos de los cuales se han visto afectados por el descenso del dinamismo en China. México, por otra parte, ya ha visto elevarse los precios al consumidor en meses recientes. Por tanto, una divisa más fuerte podría tener el efecto benéfico de abaratar las importaciones y reducir la inflación. Argentina y Venezuela son también casos singulares, porque han impuesto amplios controles a los flujos de capital entre fuertes presiones sobre sus divisas.

**ESPERAR QUE LA SOLA  
LIBERACIÓN SAQUE A LA  
ECONOMÍA DE EU DEL  
MARASMO ES QUIZÁ  
DEMASIADO OPTIMISTA**

En términos generales, el balance entre riesgos y ventajas de la QE3 puede resultar ligeramente positivo, en la medida en que la apreciación de divisas sea contenida por un estrechamiento de los diferenciales en las tasas de interés y por la esperada respuesta política de varios gobiernos. Esperar que la sola liberación monetaria saque a la economía estadounidense del marasmo es quizá demasiado optimista, pero sí debe elevar modestamente la demanda y el crecimiento en ese país, y podría —pese a los temores de los encargados de las políticas en AL— dar también un pequeño empujón a América Latina.

