

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Nelson Vera

Marzo 12 de 2015

Inyecciones de liquidez, deflación y devaluación

La persistente debilidad económica de los Estados Unidos, durante la Gran Recesión (2009-2013), requirió importantes inyecciones de liquidez por parte del Banco Central de los Estados Unidos (Fed). Esto con el fin de evitar los riesgos de repetir de forma simultánea la contracción del Producto (recesión) y de los precios (deflación), observada durante la Gran Depresión (1929-1934). Más recientemente (2013-2015), el Banco Central del Japón (BCJ) y el Banco Central Europeo (BCE) también se han inclinado por esta estrategia, pero en este último caso aún sin mayores éxitos. Curiosamente, las intenciones del BCJ y del BCE llegan en momentos en los cuales el Fed dio por finalizadas dichas inyecciones de liquidez en octubre de 2014, gracias a que se ha concretado un buen rebote económico durante 2014-2015.

Estos “Relajamientos Cuantitativos” (conocidos como *Quantitative-Easings*, QEs) son de diversos tipos y su efectividad en inyectarle liquidez a la economía radica en su acoplamiento a los diversos tipos de estructura financiera de cada país. Dichos QEs pueden clasificarse en tres vertientes, a saber: i) *adquisición de activos-privados*, con el propósito de “revivir” sus mercados (el caso de los *Mortgage Backed Securities* de los EE.UU e Inglaterra); ii) *inyecciones mediante préstamos de largo plazo al sistema financiero* (como en el caso del BCJ durante 2010-2012 o de los LTROs del BCE); y iii) *inyecciones masivas por la vía de adquisiciones de bonos-públicos* (dada la mayor profundidad de estos mercados), aunque ellos plantean el gran “riesgo moral” de poner a los Bancos Centrales a financiar indeseables déficits fiscales. Veamos esto con mayor detalle.

Inyecciones cuantitativas vía compra de activos-privados

El pionero fue el BCJ al adquirir bonos-privados (y públicos) por ¥35 billones (0.002% del PIB promedio anual implícito) durante 2001-2003, buscando combatir su persistente deflación. Sin embargo, su efectividad resultó moderada, dado el pobre manejo de las expectativas y el retiro prematuro de dicha liquidez (ver *Ito y Mishkin*, 2006).

La quiebra de Lehman Brothers (2008) desató una segunda oleada de adquisición de activos-privados “moribundos”, focalizada en: i) el Fed inyectando US\$1.4 billones (9.7% del PIB) al adquirir papeles hipotecarios durante 2008-2009 (QE1); y ii) el Banco Central de Inglaterra (BCI) adquiriendo bonos-corporativos de alta calidad (mediante su *Asset Purchase Facility*).

Inyecciones cuantitativas vía préstamos bancarios

A diferencia del mercado de los Estados Unidos, focalizado en financiación corporativa vía bonos, el BCJ y el BCE le han dado prioridad al canal crediticio bancario (ver *Fawley y Neely*, 2013). El BCJ implementó las llamadas *Special Funds Supplying Operations* (SFSOs), inyectando recursos tan solo limitados por el colateral presentado por los bancos (papeles comerciales y bonos corporativos de alta calidad). Entre tanto, el BCE utilizó el vehículo de préstamos bancarios a largo plazo (LTROs). La idea era dar “premios”

Continúa

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Nelson Vera

de menores tasas de interés a los bancos que usaran esa liquidez para expandir la cartera crediticia (T-LTROs), preferencialmente de las Pymes (dada la intensidad de esta cartera en España, Italia y Grecia).

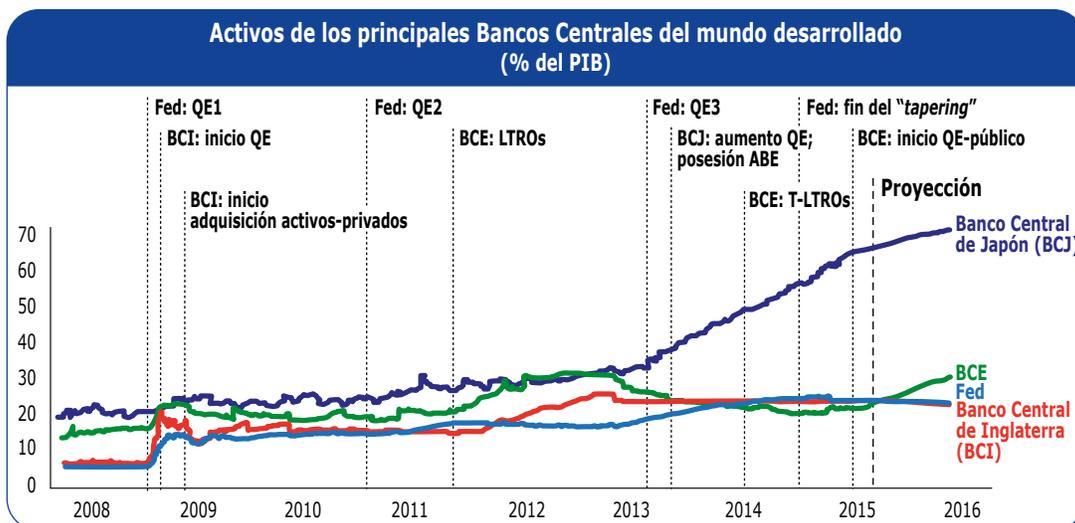
A pesar de haber inyectado cerca de €1.000 millones vía LTROs/T-LTROs durante 2012-2013, su tracción crediticia no fue sustancial, debido a: i) debilidades en los balances del sistema financiero europeo, donde se estima que las nuevas regulaciones de Basilea-III requerirían inyecciones de capital hasta por €200.000 millones (ver *Comentario Económico del Día* marzo 11 de 2015); y ii) la débil demanda de crédito de hogares-firmas, en economías con muy bajo crecimiento. Todo esto ha derivado en que gran parte de esos LTROs/T-LTROs ya hayan sido repagados, quedando saldos actuales de solo €320.000 millones (15% de los activos del BCE).

Inyecciones cuantitativas vía compra de bonos-públicos

Este fue el grueso de los QEs II-III del Fed y del BCI durante 2010-2014, aprovechando el mencionado uso de los mercados de capitales por parte de sus firmas. El BCJ también adoptó un esquema de este tipo en 2013, inclinándose por adquirir bonos públicos a ritmos de US\$700.000 millones/año; formando parte del “Abe-nomics” (refiriéndose a su Primer Ministro).

Finalmente, el adoptante más reciente de esta modalidad de QEs-públicos ha sido el BCE, embarcándose en compras por €50.000 millones/mes desde marzo de 2015. Sin embargo, el mercado estima que su efecto será de bajo calado frente al impacto del Fed. Esto se explica por: i) su compleja aplicación tardía, donde se habla de límites del 80% a través de los Bancos Centrales de cada país y solo el 20% por el BCE y la exclusión de aquellos sin grado de inversión (como Grecia); y ii) la alta dependencia del canal bancario de las firmas europeas. Sin embargo, de ser exitoso el BCE, cabría esperar una importante devaluación del euro, llevándolo a cerca de US\$1.10/€ durante 2015 (promedio año, -17% vs. 2014), ver *Comentario Económico del Día* enero 21 de 2015.

¿Cómo se han visto reflejadas todas estas expansiones-cuantitativas en los balances de los Bancos Centrales? El gráfico adjunto muestra cómo la relación Activos/PIB del BCJ se ha incrementado del 25% al 60% durante 2008-2014. En cambio, ese impacto en el caso del Fed ha implicado pasar del 5% al 23% en dicha relación y en el del BCE del 10% al 20%. Como se ve, la relación de expansión de la liquidez no se refleja (necesariamente) uno-a-uno en la efectividad de impulsar el crecimiento y reducir el desempleo, pues existen muchos otros factores en juego; pero indudablemente, una oportuna expansión de la liquidez ha ayudado más rápidamente a los Estados Unidos a salir de la Gran Recesión que en los casos de Europa o Japón.



Fuente: elaboración Anif con base en Thomson Reuters.