

TRAMPAS DE LIQUIDEZ

¿Sin salida?

— EL ROL DE LOS BANCOS CENTRALES —

■ Estados Unidos, Japón y Reino Unido han caído en trampas de liquidez. La zona del euro también podría hacerlo. Para salir se ha optado por el Relajamiento Cuantitativo, hasta ahora sin éxito, por lo que el periodo de crecimiento lento en las economías avanzadas probablemente se prolongará. ► POR GENEVIEVE SIGNORET

En una *trampa de liquidez*, la economía está atorada en una situación de excedente de ahorro, con tasa de interés nominal (la que no se ajusta por la inflación) de cero.

Un remanente de ahorro se presenta cuando demasiados actores en la economía desean ahorrar simultáneamente y un número insuficiente gasta en consumo o invierte en capital fijo: maquinaria, equipo o construcción. Si la tasa de interés pudiese caer por debajo de cero y sos-

tenerse en niveles negativos, algunos ahorradores dejarían de pagar por el privilegio de fondear a los empresarios y se arriesgarían en proyectos de inversión. El excedente de ahorro desaparecería y el ritmo de expansión económica sería más vigoroso.

En una trampa de liquidez, el remanente de ahorro se traduce en tasas de desempleo también atoradas en niveles elevados. Como consecuencia, si los salarios suben lo hacen despacio y, por ende, ejercen poca o nula presión en los precios al consumidor.

De hecho, existe el riesgo de que los sueldos y los precios de los bienes y servicios e incluso de los activos comiencen a caer. Se trata del escenario de una espiral deflacionaria.

En tal situación, la gente se persuade de que conviene ahorrar más que nunca. ¿Para qué gastar? Mejor esperar a mañana, cuando todo sea más barato. ¿Por qué atreverme a invertir? Mi patrimonio puede encojerse todavía más.

En menor o mayor grado, a raíz de su crisis financiera de los años 90,



Japón, deflación desde 1999



○ FUENTE: OFICINA DE ESTADÍSTICAS DE JAPÓN, TRANSECONOMICS.

“ Los expertos en la materia proponen diversas medidas que podrían complementar el Relajamiento Cuantitativo para sacar a las economías de sus trampas de liquidez. Empero, hasta ahora no se ha logrado construir consensos entre las autoridades alrededor de ninguna propuesta. ”

Japón está en una espiral deflacionaria desde 1999; sin embargo, Estados Unidos (EU) y el Reino Unido hasta ahora han evitado caer en deflación.

En 2007, las economías avanzadas fueron azotadas por una crisis financiera que un año después se contagiaría a México y a las demás economías emergentes. Para inicios de 2009, el Sistema de Reserva Federal (Fed) y los Bancos de Japón e Inglaterra habían bajado sus tasas de interés prácticamente a cero. Sin embargo, las tasas de desempleo permanecen altas en el Reino Unido y EU (8.3 y 8.5%, respectivamente). Está claro que ahora no sólo Japón, sino también el Reino Unido y EU están en trampas de liquidez. El primero arrastra problemas desde su crisis financiera de los años 90: está en trampa de liquidez desde 1995 y padece deflación desde 1999.

La zona del euro no se escapó de la crisis financiera 2007-2008, tampoco de la recesión 2007-2009, pero hasta ahora sí ha escapado de

la trampa de liquidez: su tasa de política monetaria está en 1.00%. Sin embargo, la Eurozona continúa en crisis financiera y muchos analistas consideran que ya cayó en una segunda recesión; las tasas van en descenso. No se puede descartar un escenario donde también caerá en una trampa de liquidez.

DIVERSAS SALIDAS

Entre los macroeconomistas hay diversas propuestas sobre cómo salir de una trampa de liquidez para estimular el empleo y escapar del riesgo (o realidad) de la deflación.

Por el lado fiscal, se puede incentivar el gasto (por ejemplo, recortando impuestos que lo frenan) o gastar dinero directamente. Ambas políticas causan controversia, sobre todo si implican

correr déficits fiscales, como en EU, donde hay quienes piensan que si se vuelven a ampliar los déficits, el país puede encontrarse en el mismo problema que la zona del euro: con una crisis de deuda externa. Es mejor ahorrar.

Otros dicen (correctamente, en mi opinión) que sin crecimiento hoy, el problema fiscal será todavía peor mañana. Se debe recordar que la principal causa de los déficits que se abrieron durante la recesión de 2008 y 2009 no fue el gasto en estímulo, sino el colapso en la recaudación. El problema de deuda en EU es de largo plazo; en el inmediato

se requiere reactivar el crecimiento a como dé lugar. Además, con las tasas de interés tan bajas que afronta el Departamento del Tesoro, hoy no costaría caro. ➔

A raíz de su crisis financiera en los años 90, Japón está en una espiral deflacionaria desde 1999. EU y el Reino Unido hasta ahora la han evitado.

Japón, en una trampa de liquidez desde 1995



FUENTE: BANCO CENTRAL DE JAPÓN.

Hay debate también sobre qué tipo de programa fiscal es mejor adoptar para salir de una trampa de liquidez:

- 1 Fomento al gasto privado recortando impuestos.
- 2 Gasto directo del gobierno, un ejemplo pueden ser las obras de infraestructura.

Hay dos comentarios al respecto:

- 1 Si se busca estimular el gasto mediante recortes impositivos, se deben enfocarse en quienes están abajo en la pirámide de ingresos, a los que si se les pone dinero en el bolsillo, lo gastan. Si se les da a los más prósperos no lo gastarán, al contrario, incrementarán su ahorro. Una de las paradojas de una trampa de liquidez es que, a diferencia de cualquier otro momento en la historia, en éste no conviene incrementar la tasa de ahorro, pues sólo agudiza el problema.
- 2 El gasto público sí eleva la demanda total en la economía. Quienes arguyen lo contrario olvidan que en una trampa de liquidez el gasto

fiscal no eleva las tasas de interés, el excedente de ahorro las mantiene deprimidas y, por lo tanto, no inhibirán el gasto privado. El muy bajo nivel de las tasas de interés en Japón, Reino Unido y EU lo demuestran.

Ahora no sólo Japón, también Reino Unido y EU están en trampas de liquidez.

Aunque los primeros pensadores keynesianos creían que en una trampa de liquidez la política monetaria no podría tener ningún efecto en la demanda, actualmente se piensa que sí hay medidas de política monetaria eficaces en una trampa. Una es enfocarse en reducir las tasas de interés no de corto –ésas ya están en cero– sino de mediano y largo plazos. Éste es el objetivo del Relajamiento Cuantitativo (QE, por sus siglas en inglés). Se logra comprando activos en el mercado abierto. A mayor demanda de estos activos, más elevados son sus precios y menores sus rendimientos.

Otra estrategia monetaria es intentar influir en las expectativas de inflación de la población. Ahora es momento de definir con más precisión la tasa de interés real y su función en la economía.

FUNCIONES PRIORITARIAS

Se piensa que cuando la gente ve una tasa de interés, le descuenta lo que cree que será la inflación por venir. Por ejemplo, si me dicen "préstame a 12 meses y te pago 3%", pero estimo que la inflación en los próximos 12 meses será de 10%, probablemente contestaré negativamente para no perder frente a la inflación. Empero, si anticipo inflación de 1%, la respuesta será afirmativa, porque ganaría dos puntos porcentuales arriba de la tasa de inflación que pronostico. Esos dos puntos constituyen la tasa de interés real: la que se proyecta ganar por encima de la inflación esperada.

La tasa de interés real depende de expectativas que varían de persona en persona y se pueden observar. Sin embargo, estos pronósticos impulsan las decisiones económicas, por eso, entenderlos, estimarlos e influir en ellos es la obsesión de todo banquero central. Con eso en mente, está claro que una forma de usar la política monetaria para salir de una trampa de liquidez es elevar la tasa de inflación esperada. Si un banco central logra eso, puede reducir la tasa real.

¿Cómo puede un banco central generar expectativas de inflación? Con un objetivo de inflación y el compromiso firme de lograrlo. Esto se hace hoy en México. Sólo que, como no estamos en una trampa de liquidez y la tasa promedio de inflación y las expectativas de inflación estimadas superan el objetivo de 3%, la estrategia de comunicación del Banco de México no está focalizada en inflar las expectativas de inflación, sino en desinflarlas. Para los casos de Japón, el Reino Unido y EU, la propuesta es inflar las expectativas.

Ahora bien, el Banco de Inglaterra ya estableció una tasa objetivo de inflación. Para el Reino Unido, entonces, la propuesta concreta sería que anunciara temporalmente una tasa de inflación objetivo más alta que la actual y que, posteriormente (una vez fuera de la trampa de liquidez), se restaurara la meta original.

La objeción a esta propuesta es obvia: ¿qué pasaría si después no logramos reducir las expectativas de inflación? Se detonarían tasas de inflación estratosféricas que sólo podríamos domar induciendo una

“La zona del euro no escapó de la crisis financiera 2007-2008, tampoco de la recesión 2007-2009. Hasta ahora sí de la trampa de liquidez: su tasa de política monetaria está en 1.00%.”

severa recesión, porque a mayor tasa de inflación esperada y observada, se incrementan las tasas de interés requeridas para bajarlas, y tasas muy altas conducen a recesiones.

Una tercera opción es fijar un objetivo de crecimiento en el Producto Interno Bruto (PIB) nominal. Esta tasa integra inflación con expansión económica. Tomemos el caso del Fed, que tiene una doble tarea: mantener estable la tasa de inflación (evitando tasas altas pero también demasiado bajas) y el desempleo cerca de su tasa natural (donde los únicos desocupados son las personas cambiando de trabajo). Una tasa objetivo de crecimiento de PIB nominal expresaría con una sola cifra ese doble propósito.

ENTRAPADAS POR VARIOS AÑOS

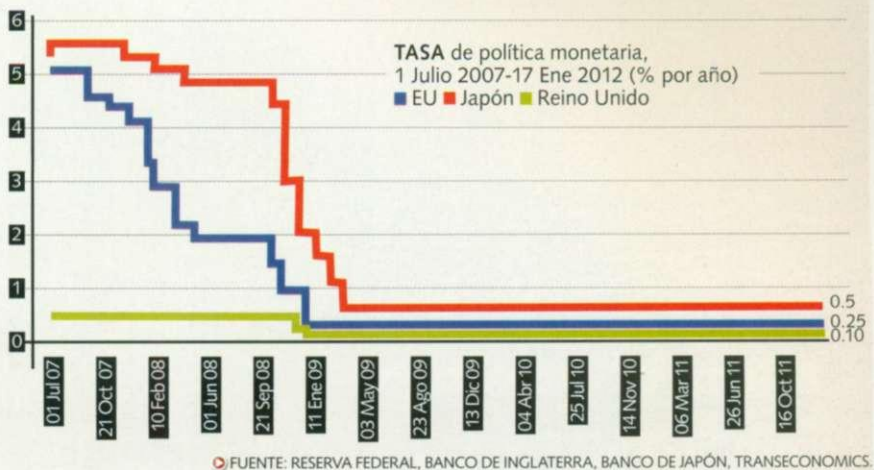
Posiblemente la mayoría está en desacuerdo con las afirmaciones sobre las políticas públicas anteriores. Es normal, son temas controversiales no sólo entre políticos y autoridades, sino dentro de la misma profesión de economía. De hecho, en los países mencionados no se han logrado consensos al respecto.

Tal vez por esta falta de acuerdos, el estímulo fiscal en EU se va removiendo tal como se hizo en el Reino Unido. En los tres países en trampas de liquidez, el único aliciente monetario probado actualmente es el Relajamiento Cuantitativo. No se está experimentando con elevar o estimular el gasto fiscal, objetivos de inflación más altos ni PIB nominal.

En mi opinión, lo anterior implica que los programas de Relajamiento Cuantitativo probablemente serán expandidos todavía más. No sabemos si hay un programa lo suficientemente grande para sacar a una economía de una trampa de liquidez, pero sí creemos que, si existe, el camino político hasta su adopción será largo y lento. Recordemos que el Relajamiento Cuantitativo es controversial. Se debate no sólo su eficacia, también se discute su posible impacto en la inflación a futuro.

En el contexto actual, las economías avanzadas continuarán atascadas en trampas de liquidez durante varios años más.

EU y Reino Unido, en trampas de liquidez en 2008-2009



¿Y MÉXICO?

Lo anterior sugiere dos acciones para el país:

1. **Notar por qué cayeron** las economías en trampas de liquidez e implementar medidas de prevención. Sus autoridades cometieron muchos errores, pero uno muy obvio fue no ahorrar durante el auge que precedió a la crisis. Posiblemente tal postura contracíclica habría moderado el tamaño de la burbuja crediticia, raíz de la crisis y recesión. Sin duda, el ahorro habría permitido financiar los déficits durante la recesión sin recurrir al endeudamiento. En el peor de los casos, si aun así sus

economías se hubiesen atorado en trampas de liquidez, hoy sus gobiernos podrían salir de ellas gastando agresivamente sin temor a generar una crisis de deuda.

2. **Reformarnos para aumentar** la capacidad de crecer desde adentro. Sabemos que sólo con crecimiento veloz podemos aspirar a reducir la pobreza.

Nuestra equidad y prosperidad futura dependen de nosotros. ○

• GENEVIEVE SIGNORET PRESIDE TRANSECONOMICS SC. ES VICEPRESIDENTE DE PLANEACIÓN ESTRATÉGICA DEL IMEF E INTEGRANTE DEL COMITÉ DE ESTUDIOS ECONÓMICOS. gsignoret@transeconomics.com

Tasa de desempleo DIC 2000-DIC 2011 (% SERIE DESESTACIONALIZADA)

