

Artículos de Prensa

Madrid, 14 de junio de 2013
Análisis Económico

Expansión

Jorge Sicilia
Economista Jefe
del Grupo BBVA Research

Mi abuela y el *quantitative easing*

Seguramente no puede haber dos ideas más lejanas en mi mente que mi abuela y el *quantitative easing*. Y, sin embargo, estoy recordando estos días una frase suya diciendo que había que tener cuidado con lo que se deseaba, porque se nos podía conceder. Y al tiempo, me viene a la mente unas declaraciones del ministro de economía brasileño llevando al terreno público su tesis de que la Reserva Federal en EEUU estaba a punto de comenzar una guerra de divisas por estar llevando demasiado lejos su política monetaria expansiva, supongo que deseando que se parara.

Sin duda, Guido Mantega pensaba en el efecto de la apreciación del real en su economía y en cómo eso dificultaba la consecución de los objetivos que él consideraba adecuados para su país. Al igual que lo pensaba EEUU cuando llegó a la conclusión de que tenía que relajar más su política monetaria cuando el tipo de interés a corto plazo ya había llegado a cero y percibían que no tenía fuerza para crecer sin ese estímulo.

Aunque sería aventurado asegurar que la Reserva Federal no tenía en la cabeza la depreciación del dólar como un objetivo per sé, lo cierto es que había otros muchos canales por los cuales esperaban que el *quantitative easing* impactara en el crecimiento y evitara el riesgo de deflación. Pero claro, lo que pasa en EEUU impacta en el resto del mundo. Y lo que pasa en Brasil, algo menos.

De hecho, parece que esta política monetaria ha funcionado y no es difícil argumentar que la elevada expansión del balance del banco central en EEUU ha apoyado el crecimiento mundial y ha ayudado a apuntalar el sector exterior en muchos países y ha aligerado la debilidad de la demanda interna de otras zonas del mundo (como España, como Europa). Es cierto que no sabemos qué le hubiera pasado al mundo sin la expansión del balance de la Reserva Federal, pero yo no hubiera deseado que se probara a no hacer nada.

Esto no quita que los países emergentes no hayan tenido que lidiar con los dilemas de política económica a los que les sometían las entradas de flujos que iban tanto empujadas por las políticas expansivas en EEUU, como por la expectativa de una mayor solidez y crecimiento en esas economías. Y muchos de estos países han tenido que ajustar sus políticas para acomodar estos flujos, con estrategias variadas: desde dejar que su tipo de cambio se apreciara (los menos, la verdad) o ajustar sus políticas fiscales, hasta poner algunos controles de capitales o llevar a cabo novedosas políticas macro-prudenciales. A esto, lo hemos llamado en *BBVA Research*, la "gestión del éxito".

Pronto tendremos algo más de evidencia de qué parte de esos flujos eran por efecto de la política monetaria de EEUU y qué parte por una confianza en la propia dinámica de política económica y expectativas de crecimiento en los países emergentes que tantos flujos han recibido.

Porque verán, ahora que la Reserva Federal está debatiendo con una voz cada vez más fuerte la posibilidad de ir retirando los estímulos monetarios, los mercados han reaccionado con dudas y volatilidad, que viene a ser lo mismo; y están subiendo los tipos de interés en los activos de más riesgo o de más plazo, están cayendo las bolsas y se está apreciando el dólar frente a las divisas de países emergentes. Y ya estamos viendo a algunos países emergentes utilizar esas políticas macro-prudenciales, digamos, de otra manera.

Cuando este camino hacia la reversión de la expansión de balance de la Reserva Federal se asiente, seguramente habrá países que seguirán recibiendo flujos y otros que lo harán en menor medida, o lo dejarán de hacer, o tendrán que pagar más por ellos. Vamos, que cuando baje la marea monetaria, habrá una mayor correlación entre los precios de los activos y los fundamentales que los sustentan y esto puede no ser exclusivo de países emergentes.

Seguramente todavía queda tiempo porque la Reserva Federal sigue pensando en hacer lo que ya lleva tiempo anunciando: llevar a cabo una retirada de esta expansión monetaria solo al ritmo en que se afianza la recuperación de su economía, y con una creación de empleo mucho más sólida que la que estamos viendo por ahora.

¿Y estos nervios de los mercados? Seguramente no le viene mal a la Reserva Federal que se frene la euforia excesiva en los precios de los activos que pudieran llevar a burbujas (en su país). No me imagino a la Reserva Federal preparada para cambiar el paso de la política monetaria tan pronto, pero tampoco me la imagino cómoda viendo como los precios de los activos seguían subiendo sin freno. De esto creo que se trata, de que haya un freno a esa revalorización.

Y volviendo a mi abuela, no andaba tan desencaminada, ¿no les parece?