

## **LA FED INYECTA LIQUIDEZ A UN MERCADO INTERNACIONAL ADICTO**

**Por el Lic. Aldo M. Abram, economista y Director del CIIMA-ESEADE**

El jueves 4 de octubre, el Banco Central Europeo decidió no bajar su tasa de interés de referencia y manifestó su preocupación por las presiones inflacionarias que puede generar la depreciación del euro. Esta prioridad por defender el valor de su moneda y no las inversiones en los mercados de activos financieros contrasta con la actitud de la Reserva Federal. El 18 de septiembre, la autoridad monetaria de los EE.UU. bajó su tasa de referencia en medio punto porcentual, a 4,75%, en respuesta a las súplicas de los operadores de los mercados internacionales. La concepción de fondo implícita en esta decisión es que esto ayudará a asimilar con menor costo la crisis puntual del sector inmobiliario e hipotecario estadounidense, que genera las turbulencias que vive el mundo actualmente. Sin embargo, creo que lo que estamos viendo es más de lo mismo y responde a las mismas prescripciones del anterior Presidente de la Fed, Alan Greenspan, que pretendió mantener los mercados y la economía en un continuo auge inyectándole dosis crecientes de liquidez. En mi opinión esta estrategia no es sustentable en el tiempo, puede llevar a una gran crisis internacional y termina por transferirle las pérdidas a los tenedores de dólares estadounidenses.

Para obtener un diagnóstico correcto tenemos que mirar que pasó en EE.UU. desde principios de este nuevo siglo. Cuando su economía amenazaba con pasar de un estancamiento a una recesión, la Reserva Federal, en pos de alentar la demanda interna, le inyectó fuertes dosis de liquidez, bajando su tasa de referencia hasta un 1%. Cabe aclarar que Alan Greenspan no era la primera vez que utilizaba esta estrategia y, para algunos, ya las complicaciones económicas de entonces eran el resultado de esas anteriores políticas expansivas.

Cuando asume el Presidente Bush empieza a desandar el camino de superávit fiscal de la administración "Clinton" y aumenta la demanda de crédito del Estado. Esta situación empeora a partir de los ataques terroristas del 11 de septiembre de 2001 y la decisión de combatir el extremismo en el mundo. Luego, en 2003, el nivel de actividad comenzó a acelerarse y el sector privado, también, incrementó su demanda de financiamiento. Ante dichas presiones al alza sobre la tasa de interés de mercado y para evitar que subiera por encima de la que había fijado como referencia, la Reserva Federal respondió comprando, con emisión, bonos del Tesoro de los EE.UU.

El problema es que la gente y el gobierno demandaban crédito para gastar y la Fed les daba dólares, que no necesariamente contaban con una demanda para atesoramiento. Ahora, si de un bien se produce más de lo que la gente quiere, éste baja su precio; lo

cual le pasó a la moneda estadounidense desde 2002. Dado que era la unidad de medida de los valores de los bienes y servicios en los EE.UU. y del comercio internacional, pronto la reducción del metro se empezó a notar en el alza de la inflación doméstica y de los valores de los bienes y activos financieros e inmobiliarios mundiales.

No solamente la Fed flexibilizó su política monetaria, sino que fue seguida por otros Bancos Centrales del mundo; por lo que no extraña la generalizada percepción de una potencial alza de la suba de precios. En pos de mejorar los menguantes rendimientos, este fluir generoso de la liquidez incentivó a los inversores a asumir riesgo en forma exagerada. No sólo en el mercado hipotecario de EE.UU., sino incluso comprando activos de economías emergentes como la nuestra; lo cual bajo los índices de riesgo país a niveles récord históricos. No obstante, desde 2004, la Reserva Federal decidió combatir la aceleración de la inflación aumentando nuevamente la Federal Fund Rate. Pronto se sumaron otros Bancos Centrales a la labor de absorber los fuertes excedentes de liquidez internacionales.

Hacia fines de 2005, había un amplio consenso entre inversores y analistas sobre la necesidad de un “aterrizaje suave” o ajuste moderado de los mercados, el que fue pronosticado para 2006. Luego de nuevos récord en los precios de los activos financieros, en mayo empezó a crecer la expectativa de un ajuste y los mercados comenzaron a responder en consecuencia. El problema fue que el “aterrizaje (excesivamente) suave” no se estaba produciendo porque se hubiera eliminado la oferta excedente de liquidez. Se debía a la actitud precavida de los inversores que, ante el incremento del riesgo, aumentaron su demanda de liquidez en activos dolarizados, absorbiendo el exceso.

En junio, la Reserva Federal decide detener, en 5,25%, la suba de su tasa de referencia por temor a las señales de debilidad del sector inmobiliario de los EE.UU. y su impacto negativo en la economía. Para agosto, no solamente quedó claro que no habría nuevas subas, sino que el mercado comenzó a descontar una baja. Dejó de tener sentido pagar el costo de oportunidad de mantenerse líquido y los inversores se lanzaron nuevamente a maximizar ganancias, impulsando al alza todos los mercados. El “avión” lejos de apuntar la trompa hacia abajo y reducir la velocidad para aproximarse a la pista, siguió acelerando y mirando al cielo. Más que un aterrizaje, parecía un alunizaje.

La droga de la liquidez volvió a correr fluidamente y, hasta junio de este año, se siguieron batiendo récord de precios e incluso se superó rápidamente el traspíe de los mercados asiáticos de febrero. Sin embargo, todos sabemos que es imposible que un avión alunice y lo que nos trajo a la tierra fue la crisis del sector inmobiliario e hipotecario de los EE.UU. El exceso está en todos los mercados de bienes y activos, pero en alguno debía estallar primero. Los inversores volvieron a temer y, por ende, a demandar mayores niveles de liquidez. Ahora, en tal medida, que no alcanzaron los excedentes internacionales existentes y los principales bancos centrales tuvieron que salir a proveer el faltante para no afectar la estabilidad del sistema financiero y, además, sostener las tasas interbancarias comprometidas.

Ya no era posible un “aterrizaje suave” porque la Fed obligó al avión a subir demasiado alto. Sin embargo, pudimos haber tenido un aterrizaje algo brusco y en medio de una tormenta, pero todavía bajo algún control de los pilotos (la Fed, el BCE y autoridades monetarias de los países desarrollados). Simplemente, se necesitaba que los Bancos

Centrales del mundo siguieran proveyendo liquidez a los bancos para evitar una crisis del sistema financiero. Mientras tanto, dejar que los precios de activos financieros e inmobiliarios ajustaran a la baja. Por supuesto, la economía internacional se desaceleraría; ya que también tuvo un impulso artificial por los excesos de liquidez y que debe corregirse, más allá del efecto benéfico que llega de los cambios estructurales que se viven en el Este de Asia.

Empero, la Reserva Federal decidió bajar la tasa de interés e incrementar los excedentes de liquidez existentes, respondiendo complacientemente a los ruegos de un mercado adicto. Con el resultado de esta nueva inyección y los recursos que tenían acumulados por precaución, los inversores internacionales volverán a salir de compras para maximizar las ganancias de su cartera. Nuevamente veremos precios internacionales récord de activos financieros y de bienes comercializables, de la mano de un dólar que seguirá debilitándose. El gran beneficiario será el euro, cuya autoridad monetaria sigue priorizando su valor, el crudo y el oro. La droga volverá a llevar a los mercados y a las economías al éxtasis. Lamentablemente, todos sabemos como termina esta historia. Si no rehabilitamos al adicto, cada vez necesitará mayores inyecciones de liquidez. Hasta que un día lo terminemos matando de una sobredosis.