

# Opini<sup>o</sup>n financiera

COORDENADAS

## Inyecciones de liquidez y su significado

ENRIQUE QUINTANA



¿Qué efectos tendrá la inyección de liquidez que ayer anunciaron Banco de México y Hacienda?

Aunque para México el signo más visible de la crisis financiera ha sido la **devaluación del peso**, probablemente la amenaza más seria que todavía existe es la **falta de liquidez**.

Es decir, el hecho de que no se consiga financiamiento para la operación normal de los negocios o que se consiga a tasas excesivamente elevadas.

Desde hace un par de semanas las autoridades han puesto en práctica toda una serie de medidas para tratar de asegurar que exista suficiente provisión de liquidez en pesos.

Nacional Financiera, Sociedad Hipotecaria Federal y directamente el Banco de México habían sido los vehículos para inyectar más recursos al mercado.

Sin embargo, a partir de hoy el Gobierno y el Banco de México ponen en operación un **programa más robusto aún** para evitar la sequía de recursos.

Las medidas anunciadas van en dos sentidos. Por una parte, usar el recurso tradicional que tienen los Bancos Centrales para inyectar dinero: la compra de bonos públicos.

Se van a recomprar **150 mil millones de pesos** de Bonos de Protección al Ahorro, es decir, de los que coloca el IPAB.

Con esto se va a retirar papel que estaba a plazos muy largos y que recientemente tenía poca liquidez, lo que dejó "atorados" a algunos fondos e intermediarios.

Adicionalmente, **cambia la estructura de la subasta de bonos públicos**, aumentando la proporción que se va a títulos de corto plazo y reduciendo la que se va al largo plazo.

Este mismo dará más liquidez a los mercados dado que en estos momentos los valores de plazos largos son los que sufrieron una fuerte reducción de su demanda y por tanto un aumento de su costo.

Todavía más. El Banco de México va a **subastar swaps de tasas de interés** hasta por **50 mil millones de pesos**, para que los poseedores de títulos a plazos largos a tasas fijas los puedan intercambiar por tasas variables de corto plazo.

Esto también va a hacer más líquido el mercado de dinero.

También se anunció que tras varios años de desendeudamiento externo se va a usar el límite autorizado por el Congreso para aumentar la deuda externa con organismos multilaterales hasta por **5 mil millones de dólares**, lo que va a permitir igualmente dejarle más recursos al sector privado en el mercado de fondos.

El resultado previsible de estas medidas debe verse en el curso de las siguientes dos semanas, en dos dimensiones, **una cuantitativa y otra cualitativa**.

La primera tiene que ver con la estructura de tasas de interés. Resulta que estuvieron subiendo fuertemente las tasas de instrumentos de largo plazo, evidenciando con ello el re-

chazo de los inversionistas a éstos. En el otro extremo, las tasas de corto plazo de bonos de gobierno han bajado, mostrando con ello hacia dónde se estaba inclinando la liquidez.

Se espera que haya una **realineación de las tasas** y que se establezca una estructura más tendiente a "la normalidad", con lo subjetivo que hoy pueda ser ésta.

Pero quizá el efecto de mayor importancia estaría en lo cualitativo.

Imagine el pánico que se genera en un fondo de inversión que tiene títulos a plazos muy largos y que en esta coyuntura quiere venderlos, sólo para darse cuenta de que la única manera de hacerlo es pagando un excesivo costo.

Algunos que se enfrentaron a esta circunstancia fueron los que **salieron corriendo a liquidar posiciones**, y eventualmente causaron un nerviosismo que también se tradujo en una demanda excesiva de dólares.

Hacienda y el Banco de México trabajaron por más de una semana el paquete anunciado ayer y se espera que pueda incidir realmente en los ámbitos del mercado de dinero que estaban siendo más problemáticos.

Una de las claves para que este programa funcione es que la inyección de liquidez vaya acompañada con **una inyección de confianza**.

La necesidad de liquidez es directamente proporcional al nivel de desconfianza. Y cuando ésta se convierte en pánico, no hay cantidad de dinero que alcance.

Una de las claves de la confianza es que los propios operadores del mercado de dinero perciban que se está atacando el problema precisamente en donde se requiere.

Dicen en Hacienda que en el diseño de este paquete hubo una comunicación muy directa con quienes operan en el mercado y que esperan que sea entendido y asimilado en su justa dimensión.

Sería **ilusorio pensar que con esto los mercados se van a tranquilizar**. Todavía es muy prematuro porque la fuente principal de la desconfianza es externa y nos quedan por ver los más duros episodios de la crisis económica, que podrían incluir quiebras de empresas importantes.

Pero, por lo pronto, lo que se busca es dar un respiro para que la angustia financiera no se nos desborde, ya no sólo por problemas importados, sino por las dificultades de nuestro engranaje financiero local.

Ojalá resulte.

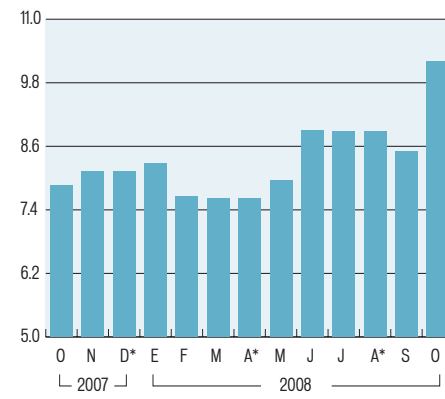
enrique.quintana@reformamex.com



### Se abrió la brecha de tasas

#### LAS DE LARGO PLAZO

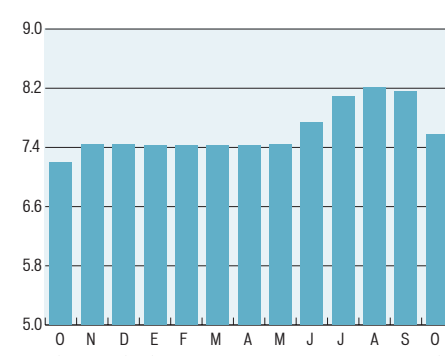
(tasa primaria de bonos a 20 años %)



\* En estos meses no se hicieron colocaciones a este plazo.

#### LAS DE CORTO PLAZO

(tasa primaria % de Cetes a 28 días; última subasta de cada mes)



Fuente: Banco de México

**En octubre del año pasado, el diferencial entre las tasas de 28 días y de 20 años era de 0.66 puntos. En la subasta más reciente fue de 2.62 puntos, casi cuatro veces más, lo que refleja la aversión a los largos plazos.**

### COLABORADOR INVITADO

## Rescatar al sector productivo

ENRIQUE DUSSEL



Ante los acontecimientos socioeconómicos recientes -drásticas caídas del valor de las bolsas de valores, quebrantos de empresas en diversos sectores, así como la caída del precio del petróleo- el Ejecutivo se ha visto en la necesidad de revisar programas planteados anteriormente y sus previsiones para lo que falta de 2008 y 2009. Buena parte se ha reflejado por ejemplo en la revisión del presupuesto para 2009 y diversas medidas adicionales que, de alguna forma, reactiven la esperada caída en la demanda efectiva de México en el último trimestre de 2008 y en 2009.

Se presentó también una ampliación del presupuesto de los egresos de la Federación en ámbitos como infraestructura para la Comisión Federal de Electricidad, Pemex, seguridad, educación, etc. Se planea, de igual forma, una ampliación de 2 mil 500 millones de pesos para las pequeñas y medianas empresas vía Fonaeas y el Fondo para este estrato de empresas.

Si bien el planteamiento anterior -de una política anticíclica- nos parece correcto, así como el de poder incurrir en un déficit fiscal en tiempos de crisis, nos parece que la ampliación presupuestal no hace justicia y no reconoce la profunda crisis del sector productivo -agricultura, minería y manufactura- mexicano, particularmente de la manufactura.

1. El Plan Nacional de Desarrollo 2007-2012, así como las diversas propuestas de la Secretaría de Economía para la manufactura han quedado rebasados por los descritos acontecimientos y los cambios de funcionarios recientes.

2. Si bien la devaluación pudiera generar incentivos para el sector exportador, son particularmente la incertidumbre y los drásticos cambios -en el tipo de cambio, la falta de financiamiento y demanda externa- los que afectan a la planta productiva y exportadora; un proceso devaluatorio caótico de ninguna forma es incentivo alguno para las exportaciones mexicanas.

3. Organismos empresariales como la Canacintta y la Concamin desde hace más de una década han indicado su preocupación en cuanto a la falta de competitividad de la planta productiva, la cual también se ha expresado en la caída de la competitividad de México. Como resultado, el PIB manufacturero sobre el PIB total ha caído en 6 puntos porcentuales durante 1998-2007 y su empleo adscrito al IMSS cayó en un 19.5 por ciento durante 2000-2007.

Recientemente, la Cámara Nacional de la Industria del Vestido llevó a cabo su reunión anual donde presentó su compleja situación: durante 2000-2007 la cadena hilo-textil-confección ha perdido casi el 40 por ciento de su empleo y sus exportaciones a EU cayeron en un 45 por ciento o con una tasa de crecimiento promedio anual de -8.1 por ciento. Como resultado, la participación de México en la cadena hilo-textil-confección en EU se desplomó del 13.22 por ciento en 2000 a un 5.7 por ciento en 2007 y convirtiéndose en el tercero en importancia después de China -con un 32.97 por ciento- y Centroamérica, y muy cercano a ser desplazado por Vietnam, Indonesia, India y Bangladesh. México ha presentado el peor desempeño exportador a EU en esta cadena desde 2000 entre los principales exportadores y todo indica que terminará en un par de años en un lugar secundario en ese mercado.

La cadena participa en la actualidad con más de 400 mil empleos formales adscritos al IMSS, siendo la generación de empleo una de las prioridades de la actual administración. De igual forma, la cadena hilo-textil en 2006 por primera vez generó un déficit comercial que llegó a casi 2 mil 400 millones de dólares como resultado de exportaciones estancadas y masivas importaciones de insumos para la cadena. Así, una de las tradicionales actividades superavitarias de México desde 2006 se ha tornado deficitaria; las recientes tendencias como la caída de la demanda estadounidense y las experiencias de la recesión estadounidense durante 2001-2003 -donde China aumentó su participación desplazando a otros países como México- incrementan la preocupación de los empresarios mexicanos.

Desde esta perspectiva y considerando que las experiencias de otras cadenas como la electrónica y autopartes-automotriz, juguetes, plásticos y muebles, no son significativamente diferentes, las autoridades públicas deberían, si estuvieran interesadas en el empleo y el ingreso de una parte de la población mexicana, generar un programa de emergencia orientado hacia la manufactura mexicana, ¿cuántos otros sectores, ramas, estados incluso, han experimentado una caída del 40 por ciento de su empleo durante 2000-2007? Las condiciones están dadas, depende del Legislativo y el Ejecutivo llevar a cabo medidas.

Enrique Dussel Peters es Profesor del Posgrado en Economía de la UNAM y Coordinador del Centro de Estudios China-México de la UNAM, <http://dusselpeters.com>

### COLABORADOR INVITADO

## Hacia la gobernancia global efectiva

MICHAEL SPENCE

La crisis de crédito actual ha llevado a proyecciones reducidas en materia de crecimiento a nivel mundial. Los gobiernos y los bancos centrales están respondiendo a los balances averiados y a los bloqueos crediticios en un intento por limitar el perjuicio a sus economías fuera del sector financiero.

En Estados Unidos, el sector financiero está sufriendo una transformación estructural de alta velocidad pero permanente, cuyos efectos podrían ser severos para el crecimiento económico de los países en desarrollo. De hecho, estos países ya están experimentando una emergencia alimenticia para los pobres y mayores tasas de inflación provocadas por las oscilaciones en los precios de las materias primas. Si bien el crecimiento rápido en los países en desarrollo ha sido un factor importante en los crecientes precios de las materias primas, gran parte de todo esto está fuera de su control.

El alto crecimiento sostenido exige y es posible gracias a un compromiso con la economía global que va más allá de producir para un mercado exportador potencialmente masivo. También implica importar un activo intangible esencial: el conocimiento. Las economías pueden aprender más rápido de lo que pueden inventar, de manera que los países menos desarrollados pueden lograr un crecimiento mucho más rápido de lo que experimentaron los industrializados de hoy mientras se volvían ricos.

Debido a la importancia de la economía global, el destino de los países en desarrollo

no está enteramente en manos de sus líderes, fuerzas de trabajo y empresarios. Hoy, existen tendencias y desafíos globales potencialmente adversos, muchos de los cuales son desarrollos relativamente nuevos que países de alto crecimiento no enfrentaron.

El más inmediato es la agonía financiera que emana principalmente, pero no exclusivamente, de Estados Unidos y se derrama afectando a todos los sectores de la economía global. Este fue y es el resultado de una burbuja de activos alimentada por un apalancamiento excesivo y por las masivas cuestiones de transparencia asociadas con titularizaciones y derivados complejos que supuestamente diseminaban el riesgo, pero que en cambio básicamente aumentaron el riesgo sistémico ya presente con el exceso de deuda.

Muchas cosas se han aclarado. Primero, la extrema agonía financiera puede deprimir la economía real, siendo la escasez de crédito el canal más potente. Segundo, la actual estructura regulatoria no es adecuada para asegurar la estabilidad en la economía estadounidense. El patrón de regulación ligero, incompleto y fragmentado de EU no sobrevivirá y no será usado en otras partes del mundo.

Tercero, entre los factores que contribuyeron a esto figuran las bajas tasas de interés, los márgenes de riesgo comprimidos y los desequilibrios globales que dieron lugar a un bajo nivel de ahorro en EU, un consumo excesivo de producción y un creciente déficit comercial. A falta de la voluntad por parte de los grandes países en desarrollo de tener excedentes comerciales y altas tasas de ahorro

relativas a la inversión, la burbuja de activos en EU -que condujo a un aumento en el consumo interno y una caída en las tasas de ahorro- habría causado que se disparara la inflación y subieran las tasas de interés.

Eso habría puesto un freno parcial al crecimiento de los precios de los activos, mayores niveles de ahorro, una inversión reducida y quizá un menor déficit comercial. Pero los estabilizadores automáticos que usualmente intervienen no lo hicieron. En general, tales estabilizadores pueden no intervenir en toda la economía global, lo que significa que es necesario coordinar las políticas.

Cuarto, será necesario reconstruir las estructuras regulatorias y esto requerirá un esfuerzo global. Si no existe una coordinación internacional, las oportunidades de una competencia regulatoria destructiva derrotarán a la reforma regulatoria. Finalmente, tanto la interdependencia como el riesgo global evidentes en esta crisis causarán que los países adopten políticas con respecto a las estructuras financieras que proporcionan cierto aislamiento de las sacudidas externas, aunque estas políticas impongan un costo.

Las interdependencias en la economía global excedieron nuestra capacidad colectiva para gestionarlas y coordinar políticas de respuesta. Restablecer ese equilibrio demandará tiempo, liderazgo, un cambio de actitudes y creatividad.

Mientras tanto, el desequilibrio crea riesgos para todos. Genera escepticismo sobre si los beneficios netos de la apertura son posi-

tivos o no, e incertidumbre sobre qué adaptaciones son necesarias en la regulación del libre mercado para un equilibrio razonable entre sus beneficios y sus riesgos.

Los países en desarrollo influyentes comparten una responsabilidad conjunta con el G-8 en cuanto a la estabilidad de los sistemas financiero y económico globales. Pero tienen canales limitados para descargar esa responsabilidad e influir en las políticas globales. Por otra parte, colectivamente debemos hacer un mejor trabajo preventivo en lugar de estar en modo reactivo frente a la crisis.

La economía global y su creciente apertura hicieron posible que tres mil millones de personas disfrutaran de los frutos del crecimiento en el periodo de posguerra. También puede ofrecer un trampolín económico para que otros dos mil millones de personas puedan concretar sus aspiraciones en las próximas décadas. Pero la apertura conlleva riesgos, muchos de ellos anticipados y la mayoría mal administrados. La gente es escéptica por motivos entendibles, y en el caso de la crisis de crédito, está enojada. La apertura necesita protección y la mejor manera de protegerla es gestionar las áreas de creciente interdependencia de manera efectiva, pragmática e incluyente.

Michael Spence, premio Nobel de Economía 2001, es profesor emérito en la Universidad de Stanford y presidente de la Comisión sobre Crecimiento y Desarrollo. Copyright: Project Syndicate, 2008. [www.project-syndicate.org](http://www.project-syndicate.org) Traducción de Claudia Martínez