

Estados Unidos:

la política monetaria ante la crisis, 2008-2009

Hugo Contreras Sosa*

El desarrollo de la crisis abierta en el verano de 2007 en Estados Unidos, así como su extensión paulatina al resto del mundo, corresponde a la clase de procesos cuyo entendimiento definitivo se vuelve cosa de años. La intensa querrela acerca de la Gran Contracción de 1929, por ejemplo, quedó saldada hasta que apareció la obra de Milton Friedman y Anna Schwartz, es decir, casi treinta años después, pero sus implicaciones de política constituyeron un parteaguas para los economistas. De manera similar, esta crisis pareciera coincidir con el abandono de ciertos preceptos básicos; específicamente, con el abandono de la exitosa mezcla que representaron determinadas proposiciones analíticas (las expectativas racionales, la inconsistencia dinámica, la crítica de Lucas, la credibilidad macroeconómica) con otras de naturaleza empírica (la tasa natural de desempleo, el rechazo al teorema de ineffectividad, la curva de Taylor y la regla de Taylor).

En efecto, luego de que esa combinación había sido ampliamente reconocida como fructífera para que el capitalismo mundial arribara a la Gran Moderación (esto es, el ciclo de baja inflación y crecimiento estable que va desde mediados de los años ochenta hasta principios del siglo XXI), una mayor confianza en los mercados –hasta hacerse excesiva– y una baja substancial en la aversión al riesgo inundaron las prácticas del funcionariado público, sobre todo de los banqueros centrales, y en combinación con una modificación profunda del ahorro mundial y otros aspectos más bien complementarios (innovación financiera acelerada y riesgosa, regulaciones rebasadas y parcialmente obsoletas y agencias calificadoras obsecuentes) condujeron a una verdadera plétora de capital.

La plétora de capital global, a la búsqueda de rentabilidad, se canalizó hacia los mercados bursátil, de bienes primarios (petróleo y otros) y de bienes raíces, desestabilizándolos, con la salvedad de que la desestabilización negativa de este último colapsó a poderosas instituciones financieras de Wall

* El autor es profesor de la División de Estudios de Posgrado de la Facultad de Economía, UNAM, y agradece la colaboración de Ángel Aparicio, así como los comentarios de Carlos Faviel.

Street y se prolongó a diversos mercados globales del planeta.¹ El presente artículo se ocupa de dos cuestiones de la política de la Reserva Federal (Fed) luego de estallada la crisis inmobiliaria a lo largo de la segunda mitad de 2007: de la secuencia de diagnósticos y decisiones sobre su herramienta de política durante 2008, en la primera parte, y de la nueva estrategia de “relajamiento crediticio” de 2008 a la fecha.² Al cierre se presentan un par de hipótesis de carácter conclusivo.

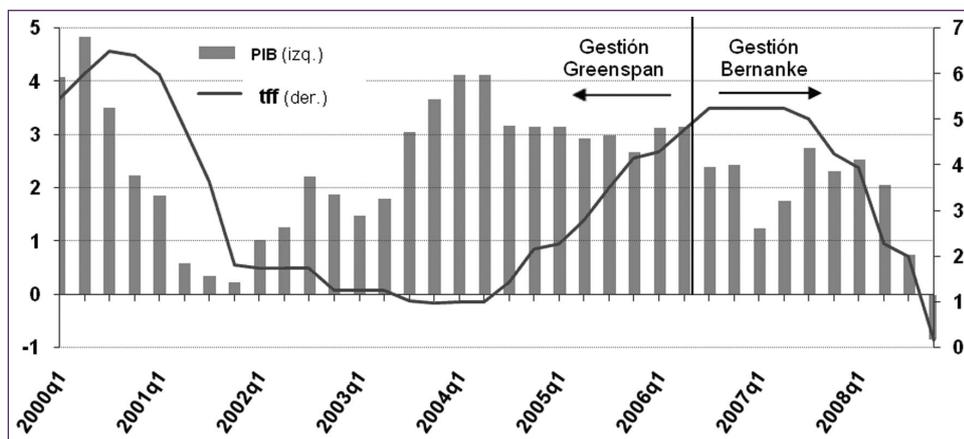
I. Hacia el agotamiento de la tasa de interés

El mandato de la autoridad monetaria de Estados Unidos es dual: la Fed debe procurar la estabilidad de precios y la tasa de empleo máximo sostenible. La herramienta que expresa su política en torno a esos dos objetivos es la tasa de fondos federales, a la cual le estipula un nivel ideal o “blanco”, y la aproximación de la tasa de fondos federales efectiva a la tasa blanco definida por la Fed se consigue mediante operaciones de mercado abierto (compra y venta de valores por parte de su banco distrital de Nueva York). A partir del último trimestre del año 2000, cuando el producto interno bruto (PIB) real se desaceleró, el blanco de la tasa de fondos federales bajó de 6.4 puntos porcentuales a menos de dos, y cuando el PIB inició su recuperación en 2002 la Fed profundizó la baja del blanco de la tasa (a 1%) hasta mediados de 2004. Entonces, con la economía creciendo a más de 3% hasta el segundo trimestre de 2006 (y luego mostrando una clara desaceleración hasta el segundo trimestre de 2007), el blanco de la tasa llegó a 5.25%, unos meses antes de estallar la crisis hipotecaria. Y en el trimestre en que estalla la crisis hipotecaria, el tercero de 2007, con el PIB en 2.75 puntos, la Fed inició un nuevo ciclo bajista de la tasa de interés a fin de impulsar el producto (véase gráfica 1).

¹ En cuanto a esta interpretación de la crisis véase Contreras, 2009.

² Sobre el período que va de julio a diciembre de 2007, con énfasis en las fricciones políticas, puede verse Contreras, 2008.

Gráfica 1
 EU: PIB real y tasa de fondos federales,¹ 2000-2009
 -var. %-



¹/tasa que cobra la Fed a los bancos comerciales de depósito por préstamos de corto plazo.

Fuente: elaboración propia con base en Bureau of Economic Analysis, 2009.

Ese conjunto de decisiones del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés), que es la instancia que define la política monetaria de la Fed, estuvo acompañado por una serie de diagnósticos, algunos de los cuales conviene repasar a fin de conocer el camino que llevó al blanco de la tasa de interés de referencia a niveles extremadamente bajos poco más de un año después. El primer diagnóstico institucional de la Fed, formulado en agosto 31 de 2007, reconocía que la tasa de crecimiento de Estados Unidos había perdido $\frac{3}{4}$ de punto durante el último año y medio debido al recorte en la construcción residencial, recorte iniciado en el verano de 2005 con la declinación del mercado de vivienda. La menor demanda de diversos tipos de papel comercial –como el respaldado en activos– trasladó a los inversionistas hacia los valores de corto plazo emitidos por el Tesoro.

Este vuelo a la calidad puso en evidencia la dificultad para evaluar el riesgo de varios productos financieros, ya por opacidad ya por complejidad, y estrechó aún más las condiciones crediticias, con posibilidad de rebotar hacia la tasa de crecimiento de la economía. La respuesta de la Junta de Gobernadores, la otra instancia decisoria de la Fed, fue doble: bajó, por un lado, la tasa de descuento en 50 puntos base³ y relajó, por otro lado, las prácticas de

³ Equivalentes a medio punto porcentual.

la ventanilla de descuento, medidas ambas dirigidas a impulsar la liquidez. El FOMC, a su vez, reconoció una mayor volatilidad financiera pero sostuvo que el riesgo inflacionario era mayor que los riesgos para el crecimiento. De cualquier modo, la Fed insistió en que si bien no rescataría a los prestamistas o a los inversionistas por sus decisiones financieras sí estaría lista para atender las necesidades de liquidez que garantizaran el buen funcionamiento de los mercados.

Este primer balance se orienta, en lo básico, por los mismos preceptos que el dado a conocer en Washington en enero de 2008: sostener los objetivos del mandato dual y apoyar la liquidez de los mercados. En este último aspecto puede destacarse la instrucción dada a la entidad que opera directamente las instrucciones de la Fed de Nueva York, conocida como “the Desk”, en el sentido de mantenerse alerta ante el hecho de que las nuevas condiciones de liquidez incrementada no fuesen a desviar la tasa de fondos federales efectiva respecto de la que opera como blanco. Se comprende mejor esta preocupación al tomar en cuenta el primero de los nuevos instrumentos financieros que la Fed comenzaría a poner en marcha, el TAF, cuya finalidad expresa era atender los problemas de financiamiento de corto plazo del mercado de préstamos interbancarios sin afectar la tasa de fondos federales.⁴

En el informe de política monetaria al Congreso, de febrero de 2008, el diagnóstico de la Fed destacaba que a pesar de la turbulencia financiera el crecimiento de la economía durante el tercer trimestre de 2007 era apropiado pero de tendencia bajista, y la tasa de desempleo de enero de 2008 se situaba en 4.9%. Pero en mayo, en una intervención de Ben Bernanke, presidente de la Junta de Gobernadores de la Fed, el planteamiento institucional abordó el asunto clave de la liquidez: la estructura básica hasta hoy existente había sido, incluso en condiciones turbulentas, la apropiada para el suministro de liquidez a lo largo de la historia de la Reserva Federal, e incluso a últimas fechas dicha estructura se utilizó dando los pasos correctos. Por ejemplo, el margen entre la tasa de crédito primario y la tasa de fondos federales se redujo en 75 puntos base de agosto de 2007 a mayo de 2008.

No obstante lo anterior, Bernanke se vio obligado a reconocer que la respuesta de los mercados obligó a la Fed a ampliar ese marco tradicional para

⁴ El instrumento conocido como TAF (sigla de “term auction facility”) se sumó en diciembre de 2007 a la caja de herramientas de la Fed y operó conjuntamente con los trueques (“swaps”) de divisas de la propia Fed con otros bancos centrales: la subasta de diciembre de 2007 bajo el paraguas TAF, por ejemplo, ascendió a 40 mil millones de dólares, y la Fed la calificó de “exitosa” al coordinarse con préstamos –sustentados en swaps– por 24 mil millones de dólares por parte del Banco Central Europeo y del Banco Nacional de Suiza.

el suministro de la liquidez en Estados Unidos. Para comenzar enfatizó que las subastas de crédito que cada dos semanas admiten un rango mayor de colaterales (ya mencionadas como TAF) habían subido de su monto originalmente diseñado de 20 mil millones de dólares a 75 mil millones, sin que esta cifra represente un límite superior. Adicionalmente la Fed introdujo un instrumento de préstamo de valores a plazo, denominado TSLF, el cual permite a los negociadores primarios del mercado cambiar sus valores menos líquidos por papeles del Tesoro durante períodos de 28 días a una tasa determinada en cada subasta.⁵ Por último, la Fed creó un instrumento de crédito para negociantes primarios (PDCF) que les permite endeudarse a la misma tasa que lo hacen las instituciones de depósito en la ventanilla de descuento (Bernanke, 2008).

Este recuento de los cambios al marco tradicional para el suministro de liquidez fue presentado por Bernanke el 13 de mayo en la Conferencia sobre Mercados Financieros, en Georgia, y luego repetido el 29 de mayo en Basilea, Suiza, ante el Grupo de Trabajo sobre Estabilidad Financiera, lo cual da una idea de la importancia que le confiere. Si bien el recuento de mayo incluye la advertencia de que este suministro extraordinario de liquidez dejará de ser necesario cuando se restauren las condiciones financieras normales,⁶ en junio Bernanke reconoce que la política de la Fed ha sido relajada rápida y substancialmente, señalando que el gradualismo monetario habría tenido efectos nocivos sobre los mercados financieros y la economía como un todo. La meta es, diría Bernanke, que al término de este período de turbulencia el sistema financiero sea más estable sin que por eso sea menos innovador, es decir, con un buen balance entre disciplina de mercado y regulación.

En resumen, a pesar del ascenso de la inflación –medida por los precios al consumidor– durante la segunda mitad de 2007 y hasta el segundo trimestre de 2008 (en el tercero de 2008 comenzó a caer) la estrategia de intenso

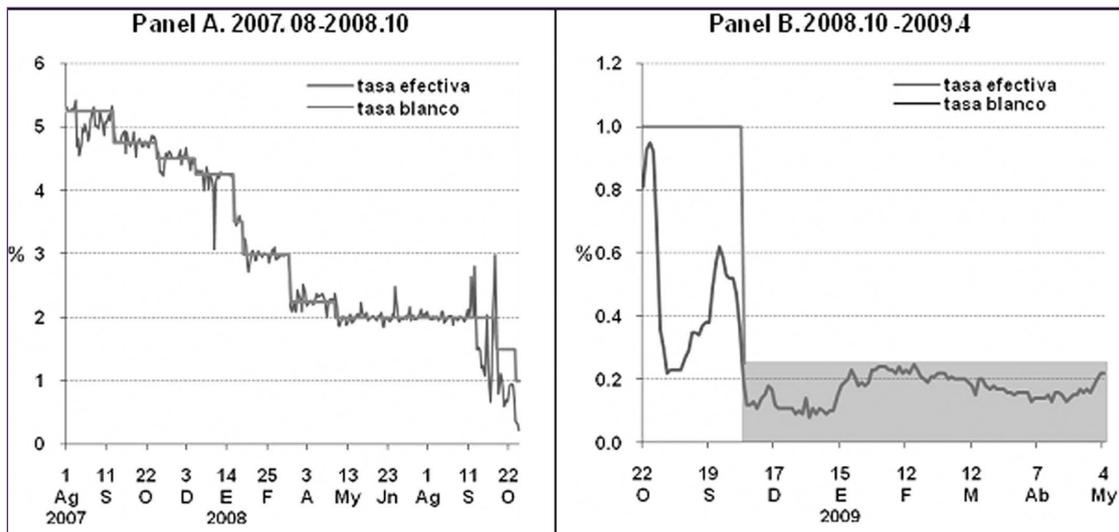
⁵ A pesar de estas modificaciones la Fed, en consultas con el Tesoro, decidió apoyar a Bear Stearns, un conocido banco de inversión a punto de la bancarrota, y luego facilitó a JP Morgan los medios para adquirirlo. En julio la Fed dio una explicación del episodio Bear Stearns en un contexto de regulación financiera y en agosto lo amplió en la tesis de riesgo sistémico.

⁶ Poco después, en junio de 2008 en Barcelona, Bernanke viró de temática para ampliar su enfoque sobre los orígenes de la debacle, incluyendo factores y períodos tales como: *a)* el auge de la vivienda iniciado, en realidad, a mediados de 1995, *b)* la explosión de crédito a costa de subestimar el riesgo, sobre todo en 2005 y 2006, *c)* un crecimiento sin precedentes de las economías en desarrollo, lo cual habría favorecido la baja inflación en Estados Unidos por la vía de las importaciones baratas, entre otras cosas, etcétera.

relajamiento monetario durante el período considerado operó en tres niveles que se fueron sobreponiendo: *a)* redujo el blanco de la tasa de interés de referencia de 5.25% en agosto de 2007 a 1.5 y 1% en octubre 8 y 29 de 2008, respectivamente, y desde diciembre 16 de 2008 hasta mediados de abril la Fed optó por un blanco no puntual sino por *una banda* que va de 0.25 a 0% (véase gráfica 2), además, la tasa de descuento redujo en 75 puntos base su diferencial con la de fondos federales⁷; *b)* desde diciembre de 2007 creó un conjunto de instrumentos financieros, tales como TAF, TSLF y PDCF, que contribuyeron a relajar aún más las condiciones crediticias y *c)* extendió las actividades de regulación del sistema financiero al cooperar con otros reguladores y con el sector privado para reducir los riesgos en ciertos mercados clave, etcétera.⁸

Gráfica 2

EU: tasa de fondos federales efectiva y tasa blanco, 2007-2009
-datos diarios-



Fuente: elaboración propia con base en FRB of New York, 2009.

⁷ La tasa de descuento, usualmente superior a la de fondos federales, es la que cobra la Fed a las instituciones de depósito e incide, por ello, en el marco general de las condiciones crediticias.

⁸ Hubo también acciones coordinadas a favor del relajamiento monetario con diversos bancos centrales: desde movimientos conjuntos para bajar las tasas de interés –con los principales bancos del planeta– hasta la provisión de dólares mediante el mecanismo de trueque (“*swap*”) contra las divisas nacionales –aquí se incluyó a varios bancos de economías emergentes, como México y Brasil.

II. El relajamiento crediticio

A nivel teórico el relajamiento del crédito oficial cobra mayor relevancia cuando el impulso que la tasa de interés nominal de corto plazo podía brindar a la economía se ha agotado. En ese caso el banco central puede iniciar un nuevo régimen de políticas que tenga como pivote un *compromiso condicional*, asegurando a los agentes privados que en el futuro inmediato la tasa de interés se mantendrá más baja de lo que ellos esperan, siempre y cuando las condiciones de debilidad persistan, esto es, garantizando una tasa condicional al entorno. Dado que el precio de los activos financieros de mayor duración (acciones, hipotecas, etcétera) depende, en un doble sentido, de la tasa de corto plazo (es decir, de su trayectoria futura esperada y de su nivel presente), el banco central puede afectar dichos precios y el nivel de actividad económica influenciando las expectativas de la tasa de interés.

Una vez asumido el nuevo régimen éste se puede implementar en dos modalidades. La primera consiste en alterar la composición de su hoja de balance, redistribuyendo activos del Tesoro (o de otros gobiernos) de un plazo a otro o de unos plazos a otros, influenciando de esa forma sus rendimientos o sus precios relativos y, con ello, el nivel de actividad económica. La segunda consiste en aumentar el tamaño de su hoja de balance, comprando o vendiendo valores a fin de afectar la oferta de reservas y el acervo de dinero; cuando estas acciones afectan no sólo el precio sino la cantidad de reservas (más allá del nivel que garantiza que la tasa de interés se mantenga cercana a cero) se dice que la política monetaria opera con “relajamiento cuantitativo o crediticio”, y entre sus canales se encuentran el rebalanceo de portafolios (si el dinero funge como sustituto perfecto ante otros activos financieros), o los cambios en las expectativas de la trayectoria de la tasa de interés (en el sentido en que opera el compromiso condicional), etcétera (Bernanke y Reinhart, 2004.)

En el caso particular de Estados Unidos la Fed, como se dijo, agotó la tasa de interés de referencia en cuanto variable de intervención al ubicar su blanco en una banda con techo de un cuarto de punto porcentual y piso de 0%. Y el manejo de expectativas del nuevo régimen de política monetaria, al desplegarse *traslapado con la segunda de dos modalidades* más o menos diferenciadas, se planteó en términos gradualistas: sólo se anunció, primero, que la tasa puntual que operaba como blanco se convertiría ahora en un rango de 0.25 a 0%, y que la debilidad de las condiciones económicas hacía muy probable que ese nivel excepcionalmente bajo se mantuviese “por algún tiem-

po”, en los comunicados de diciembre 16 de 2008 y de enero 28 de 2009; en segundo lugar, se ajustó a una expresión más conveniente: dada la situación, ese rango se mantendría “por un período extendido de tiempo”, según los comunicados de marzo 18 y de abril 29 de 2009.

Pero hubo también referencias (tardías) a lo que sería el manejo de la hoja de balance de la Fed. En el comunicado de marzo 11 de 2008, por ejemplo, se anunció la ampliación de su programa de préstamos, pero no es sino hasta diciembre de 2008 que el comunicado formal de política monetaria del FOMC expresa que se apoyará a los mercados financieros y a la economía en general mediante operaciones de mercado abierto y otras medidas que sostengan la hoja de balance en niveles altos, amén de que se continuarán evaluando iniciativas adicionales sobre la propia hoja de balance. El comunicado de enero 28 de 2009 es prácticamente idéntico al anterior pero añade que el FOMC seguirá *monitoreando* la composición y *el tamaño* de la hoja de balance a la luz del entorno, es decir, se expresa como si las notificaciones previas acerca de transacciones con valores y títulos por parte de la Fed ya hubiesen estado implicando un cambio en el tamaño de la hoja de balance, lo cual no sería exacto.

El comunicado de marzo 18 de 2009 detallada las compras que se harán a fin de *incrementar el tamaño* de la hoja de balance de la Fed y reitera que el FOMC proseguirá sus actividades de monitoreo. Y finalmente, el último comunicado disponible, el de abril 29, reafirma su programa de apoyos al sector inmobiliario y a los mercados crediticios y reafirma también su monitoreo cuidadoso sobre la hoja de balance, dada la evolución del entorno. En síntesis, las primeras expresiones directas sobre la hoja de balance de la Fed en los comunicados del FOMC están fechadas apenas en diciembre 16 de 2008 –y llegan para quedarse, al menos hasta abril de 2009–, en el mismo comunicado en que se avisa que el blanco puntual se convierte en un rango de 0.25 puntos a cero. Pero, ¿qué pasaba, mientras tanto, con la propia hoja de balance entre 2007 y 2009?

Si bien al comenzar 2008 el blanco de la tasa de fondos federales y la tasa de inflación se equiparaban, arrojando un rendimiento real de cero, el resto del año la inflación fue mayor arrojando un rendimiento real negativo. Ahora bien, desde el estallido de la crisis en julio-agosto de 2007 y hasta diciembre del mismo año la hoja de balance de la Fed se componía en su mayor parte de la tenencia neta de valores tradicionales y una porción mucho menor de préstamos a instituciones financieras. Entre enero y mediados de marzo de 2008 esta segunda categoría inició un crecimiento suave, y entre esta última fecha y mediados de septiembre ocupaba ya casi dos tercios

de la hoja de balance (de una hoja de balance de casi igual magnitud a la de mediados de 2007).

De modo que entre marzo y septiembre de 2008 hubo un cambio paulatino en la composición pero no en el tamaño de la hoja de balance de la Fed, lo cual puede entenderse mejor con un caso hipotético que incorpore las nuevas herramientas de política monetaria antes aludidas. Considérese el cuadro 1, en el cual aparecen de izquierda a derecha las operaciones de mercado abierto (OMO's) y los tres instrumentos de liquidez ya mencionados. Como puede verse, si la Fed compra mil millones de dólares en papeles del Tesoro aumenta, vía el incremento en las reservas, la base monetaria por la misma cantidad; en los tres instrumentos de liquidez, en cambio, al compensarse cada movimiento de compra por uno de venta la magnitud de activos totales no cambia (por lo cual tampoco cambian los pasivos).

Cuadro 1
EU: hoja de balance hipotética de la Fed, 2008
-miles de millones de dólares-

	OMO's	TAF	TSLF	PDCF
Valores del Tesoro	+ 1	(- 1)	- 1	(- 1)
Repos (netos)				
Crédito TAF		+ 1		
Crédito de la ventanilla de descuento				+ 1
PDCF				
Otros activos			+ 1	
Activos totales	+ 1	0	0	0
Reservas	+ 1	+ 1		+ 1
Dinero		(- 1)		(- 1)
Pasivos totales	+ 1	0	0	0

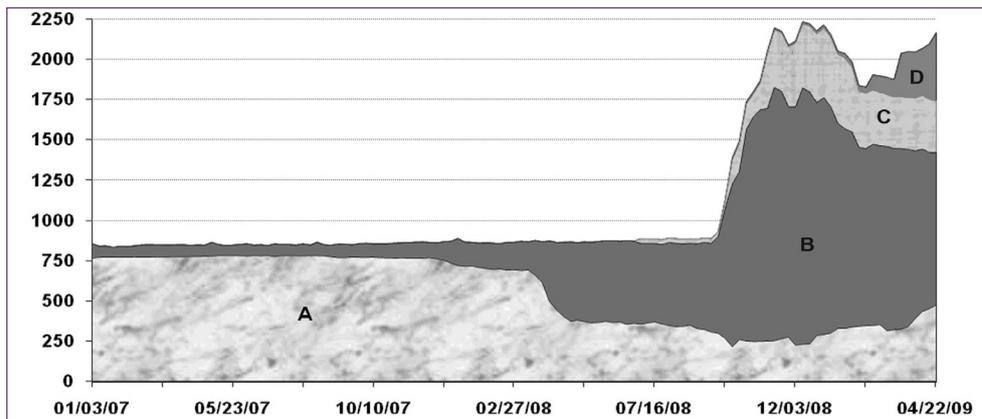
Fuente: DiCecio y Gascon, 2008, con ligeras modificaciones.

La segunda modalidad del nuevo régimen monetario es la de aumentar el tamaño de la hoja de balance, sin importar que simultáneamente se cambie su composición, tal como ha venido sucediendo de mediados de septiembre de 2008 a finales de abril de 2009, cuando pasaron a ser dominantes los préstamos a instituciones financieras, creció la liquidez a mercados crediticios clave y la compra de valores a más largo plazo: de poco más de 800 mil millones de dólares la hoja de balance pasó a 2 billones 250 mil millones de

dólares (véase gráfica 3). E incluso, una lectura por el lado de los agregados monetarios muestra claramente que el salto del dinero de alta potencia de Estados Unidos durante los últimos meses ha sido de tal naturaleza que, de manera completamente insólita, se equipara en magnitud al agregado M1 (Aparicio, 2009), anulando con ello al multiplicador monetario más simple (o sea, igualándolo a la unidad).

Gráfica 3

EU: composición de la hoja de balance de la Fed, 2007:1-2009:4
-miles de millones de dólares-



^A tenencia neta de valores tradicionales.

^B préstamos a instituciones financieras.

^C liquidez a mercados crediticios clave.

^D compra de valores a más largo plazo.

Fuente: elaboración propia con base en FRB of Cleveland, 2009 y Carlson *et al.*, 2009.

¿Cómo explicar este fenómeno sin precedentes en 100 años de política monetaria estadounidense? Bien, está a la vista el hecho de que la primera modalidad de la nueva estrategia (el cambio en la *composición* de la hoja de balance) operó entre marzo y mediados de septiembre de 2008 y que la segunda modalidad (el aumento del tamaño de la hoja de balance, más allá de si se cambia o no su composición) operó (y opera) de mediados de septiembre de 2008 a abril de 2009. Pero está igualmente a la vista que el agotamiento *numérico* de la tasa que opera como blanco se da hasta diciembre de 2008, es decir, un trimestre después de iniciada la segunda modalidad de la nueva estrategia. Si se supone que el manejo de las expectativas opera como piedra miliar para la implantación de la *primera* modalidad del nuevo régimen, sólo caben dos conjeturas: *a*) el FOMC rompió la secuencia temporal teóricamente prevista o *b*) el agotamiento de la tasa de interés se dio *antes* de que la Fed la colocara en la diminuta banda decembrina (esto es, fue un agotamiento no numérico sino *cualitativo*).

Podemos ahora responder la pregunta anterior acerca del hecho de que el dinero de alta potencia (H) haya alcanzado al agregado M1. La política monetaria de Estados Unidos no se encuentra caracterizada por un régimen de relajamiento cuantitativo (QER) sino por un régimen de relajamiento crediticio (CER). La diferencia entre ellos consiste en que mientras en un QER puro la posición global del instituto emisor se orienta y define por su blanco de reservas bancarias, que son pasivos del banco central, en un CER se atiende cómo la composición de activos (la mezcla entre préstamos y valores) afecta las condiciones de liquidez de las familias y los negocios o, más en lo específico, si reducen o no los *spreads* crediticios, hoy muy relevantes en ese país. Dado el régimen monetario en boga (CER) las reservas bancarias se han incrementado, elevando el dinero de alta potencia o base monetaria, pero los bancos están depositando en la Fed dichas reservas excesivas, por lo que, al no llegar plenamente la liquidez al público, se ha reducido ese multiplicador hasta llegar a la unidad [$(M1/H) \approx 1$].

La motivación de la banca comercial para depositar sus reservas excedentes en la Fed es más o menos simple. El 6 de octubre de 2008 la Fed comunicó la autorización del Congreso (obtenida el día primero del mismo mes) para pagar intereses tanto por los balances de reservas requeridas como por los balances de reservas excesivas de las instituciones de depósito, lo cual le permitía apuntalar sus programas de préstamo y la convergencia de la tasa de fondos federales que opera como blanco con la tasa efectiva. Es verdad que la tasa de interés para dichos balances es mínima, de apenas un cuarto de punto, pero la cosa cambia si se le compara contra la tendencia de la tasa de interés de los bonos del Tesoro a tres meses (a finales de enero de 2009, por ejemplo, ésta era menor a aquella fracción). De hecho, esta política de pagar una tasa de interés por los balances bancarios aludidos estaba calendarizada desde 2006 para hacerse efectiva en octubre de 2011, y se da a conocer junto con el anuncio de que las subastas tipo TAF, ya comentadas, amplían su monto.⁹

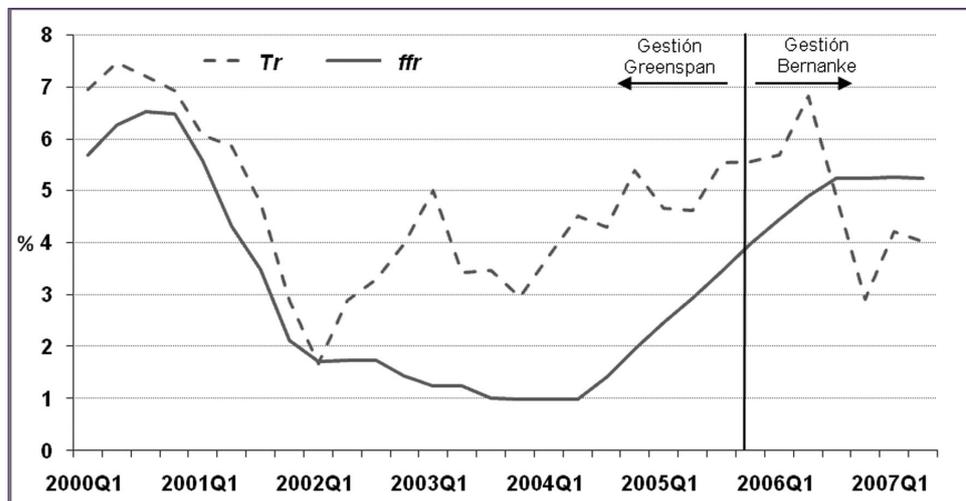
⁹ Contrastan, en este ámbito, el mecanismo técnico y el objetivo último de política monetaria. El mecanismo técnico para fijar ambas tasas consiste en una enmienda a la Regulación D, relativa a los requerimientos de reserva de las instituciones de depósito: la tasa pagada sobre los balances de reserva requerida será el promedio de la tasa de fondos federales (*ffr*) blanco sobre cada período menos 10 puntos base y la tasa pagada sobre balances excesivos será, en principio, la *ffr* más baja sobre cada período menos 75 puntos base, impulsando, de ese modo, un descenso del piso de la de fondos federales. El objetivo de política monetaria es más sencillo: expandir la hoja de balance para dar mayor liquidez a los mercados.

Dos hipótesis de carácter conclusivo

La primera hipótesis es simple. La explosión de liquidez entre 2002 y 2006 por parte de la Fed se da, en gran medida, porque el banco central temía un fuerte riesgo deflacionario: la regla de tasa de interés que había fungido como guía de la política monetaria durante la Gran Moderación fue abandonada por Alan Greenspan a partir de 2002 y hasta la primera mitad de 2006, período en el que la laxitud monetaria estadounidense gestó la plétora de capital ya comentada (Taylor, 2009a y Contreras, 2009). Esa regla con retroalimentación se basa en la idea de los agentes racionales, en la inconsistencia dinámica y en la crítica de Lucas, amén de sostener la tasa natural de desempleo, la importancia de la credibilidad y la vigencia de la curva de Taylor (curva con pendiente negativa que muestra un juego de suma cero entre la varianza de la inflación y la varianza del producto). La desviación persistente del blanco de la tasa de fondos federales de la Fed respecto de la tasa postulada por la regla de Taylor se mantuvo también, pero en sentido inverso, durante la segunda mitad de 2006 y todo 2007 (véase gráfica 4), que corresponde ya a Ben Bernanke.

Gráfica 4

EU: regla de Taylor (T_r) y tasa de fondos federales (ffr), 2000-2007



Fuente: elaboración propia con base en Fed, 2009.

Esta interpretación está siendo ampliamente reconocida tanto dentro como fuera del banco central estadounidense y es muy posible que pronto se acompañe de una segunda problemática. Se trata de que, una vez inutilizada la tasa de interés como herramienta de política y activados un conjunto de instrumentos y rescates financieros de índole a todas luces discrecional, la ausencia de un marco normativo explícito comienza a vaciar de contenido teórico las determinaciones del FOMC. Lo que hoy existe como marco normativo de la Fed es la aplicación pragmática de una tesis discutible que podría conjugarse así: “con excepción de algunos preceptos formulados por Bagehot bajo condiciones muy distintas a las actuales, no hay regla que valga en medio de una crisis financiera. Es más, el propio Taylor considera que su regla de política no debe seguirse mecánicamente”.¹⁰

Y esta tesis es muy llamativa porque precisamente Ben Bernanke y el vicepresidente de la Junta de Gobernadores de la Fed Donald Kohn, que representan las dos posiciones polares en torno a si la Fed debe enmarcar o no su política cotidiana en un enfoque de blancos de inflación, por un lado la enarbolan y por otro, contradictoriamente, participan con gran lucidez en un homenaje a Taylor por su contribución a la teoría y a la política monetarias, auspiciado por el Banco de la Reserva Federal de Dallas en octubre de 2007.¹¹ Pero seguramente el presidente y el vicepresidente de la Fed, dada su actual práctica monetaria, coincidirían también con quienes prefieren trabajar sin el compromiso relativo que impone tomar en cuenta los principios de una regla de política, como Alan Blinder y Ricardo Reis (“los episodios más interesantes se dan cuando la Reserva Federal bajo Greenspan se des-

¹⁰ La referencia es a Walter Bagehot, autor del libro *Lombard Street: a description of the money market* publicado en 1873, quien desarrollara muchos de los puntos que en 1802 destacó Henry Thornton acerca de la tareas básicas del banquero central, sobre todo acerca de los criterios que fundamentan el suministro de liquidez en la teoría del prestamista de última instancia. Una de las citas de Bernanke a Bagehot como guía se encuentra en su discurso del año pasado en Georgia (Bernanke, 2008) y una de Alan Greenspan –que en varias temáticas es la voz detrás del vicepresidente Donald Kohn– se puede ver en su famoso discurso de enero de 2004 en San Diego, donde cita tres crisis muy severas: el desplome accionario de 1987, las turbulencias de 1997-1998 y el ataque de septiembre de 2001.

¹¹ En su videoconferencia de apertura Bernanke, en tono de reconocimiento pero también jocoso, expresó: “[c]laro, con nuestro apetito ya abierto con la regla de Taylor, el principio de Taylor y la curva de Taylor, ahora esperamos con ansia la máxima de Taylor, la hipérbola de Taylor e incluso, quizá, el enigma de Taylor”.

vía de su regla estimada”) o como Robert Solow (“la parte creativa de lo que los bancos centrales hacen se escribe en sus desviaciones de la regla de Taylor”).

Al contrario de esa posición Taylor enfatiza las numerosas ventajas de que los bancos centrales asuman un marco normativo explícito, es decir, que atiendan reglas de política: 1) la evaluación cuantitativa de las políticas, desde un punto de vista técnico, debe considerar las expectativas futuras y planes contingentes que aclaren cómo se reaccionará ante diferentes eventos posibles, 2) las reglas de política ayudan a prevenir que las autoridades no caigan en el típico dilema de la inconsistencia dinámica, 3) aportan un marco transparente para explicar la política, en el sentido de que muestran cómo las decisiones dependen de los datos, 4) ayudan a reducir las presiones de corto plazo para desviarse de aquello que es óptimo en el largo plazo, 5) reducen la incertidumbre, al hacer la política más predecible, 6) ayudan a extender la comprensión de la banca central en la sociedad, lo que es esencial en una democracia, 7) mejoran la rendición de cuentas, 8) fijan un referente histórico útil para determinar qué tan diferente es la política actual respecto de la pasada, 9) mejoran el desempeño macroeconómico, etc. (Taylor, 2008).

Ninguno de los beneficios enumerados supone que la regla sea usada mecánicamente, sino que las decisiones del banco central sean consistentes con los lineamientos generales de la propia regla (Taylor, 2008). De ahí la pertinencia de restablecer un marco monetario explícito (Taylor, 2009b). Y en tanto eso no suceda la Reserva Federal de Estados Unidos seguirá suplantando las decisiones que antes asumía el sector privado, en especial tomando en cuenta la debilidad de los préstamos interbancarios. Eso explica que de prestamista de última instancia se convirtiera en prestamista de primera instancia. Y quizá la Fed no sólo tendrá que repensar sus herramientas sino también sus metas. En todo el proceso uno de los riesgos es la pérdida de credibilidad monetaria (*The Economist*, 2009).

En suma, por una parte se ha generado cierto consenso en cuanto a la primera hipótesis: que la política monetaria laxa de la Fed durante varios años –medida como la desviación del blanco de la tasa de fondos federales del FOMC respecto de la tasa sugerida por la regla de Taylor– contribuyó decisivamente a la desestabilización de varios mercados, provocando su ulterior colapso; por otra parte existe una segunda hipótesis, no menos plausible, consistente en que la estrategia de relajamiento crediticio –su segunda modalidad, en particular– no ha mostrado su articulación explícita con un nuevo marco normativo de gestión monetaria, y esto abre dos posibilidades:

una sería que la estrategia de relajamiento comience a dar frutos y las cosas retornen paulatinamente al estado previo, sin más vericuetos, y otra que se abra una seria disputa en torno a la repolitización del banco central (*The economist*, 2009) con o sin recuperación económica de por medio.

Esta última combinación profundizaría el reagrupamiento intelectual ya en curso entre nuevos clásicos y nuevos keynesianos, y quizá también entre algunas otras “escuelas de pensamiento”, dependiendo en estos casos de su perspectiva acerca de las defensas directas o indirectas de la discrecionalidad monetaria. Desde otro ángulo, los modelos con expectativas racionales tipo Taylor, en los cuales la evaluación de políticas se realiza mediante una función objetivo no descontada a fin de evitar problemas de inconsistencia dinámica y donde la mejor política resulta de reglas que “se apoyan contra el viento” (Lucas, 1981) siempre buscando credibilidad, podría ser un lugar de confluencia entre quienes creen que la hipótesis de racionalidad plena es una proposición analítica clave que impone a la modelación moderna un axioma de coherencia. Pero la deliberación sobre los fundamentos del cambio de régimen monetario, en sentido estricto, apenas comienza.

Referencias

- Aparicio, Ángel (2009), “Estados Unidos: recesiones y agregados monetarios, 1929-2009”, *Documento de Trabajo*, Seminario de Credibilidad Macroeconómica, FE-UNAM, abril.
- Bernanke, Ben (2008), “Liquidity provision by the Federal Reserve”, Federal Reserve Board, mayo.
- y Vincent Reinhart (2004), “Conducting monetary policy at very low short-term interest rates”, *American Economic Review* vol. 94 núm. 2, mayo.
- Carlson, John, Joseph Haubrich, Kent Cherny y Sarah Wakefield (2009), “Credit easing: a policy for a time of financial crisis”, *Economic Trends*, FRB of Cleveland, febrero.
- Contreras Sosa, Hugo (2008), “Los primeros pasos de la Reserva Federal ante la crisis hipotecaria”, *Economía informa* núm. 353, FE-UNAM, México, julio-agosto.
- (2009), “La crisis estadounidense 2007-2009. Aspectos doctrinales, respuestas monetarias e implicaciones para México”, ponencia presentada en el Tercer coloquio internacional de investigación 2009: “La incertidumbre de la recesión. Retos y perspectivas en México y el mundo”, Facultad de Economía de la UAEM, abril.

- DiCecio, Riccardo y Charles Gascon (2008), "New monetary policy tools?", *Monetary Trends*, FRB of St. Louis, mayo.
- Federal Reserve (2009), *Economic research and data*, Washington.
- Lucas, Robert (1981), "Tobin and monetarism: a review article", *Journal of Economic Literature* vol. XIX núm. 2, junio.
- Pescatori, Andrea (2009), "New policy moves and the term asset-backed securities loan facility", *Economic Trends*, FRB of Cleveland, abril.
- Taylor, John (2008), "The costs and benefits of deviating from the systematic component of monetary policy", Conferencia sobre "Política monetaria y mercados de activos", FRB of San Francisco, febrero 22.
- (2009a), *Getting off track*, Hoover Institution Press, Stanford.
- (2009b), "The need to return to a monetary framework", *Business Economics* vol. 43 núm. 2, abril.
- The Economist* (2009), "The monetary-policy maze", abril 23, Londres.