Respuestas de bancos centrales a la crisis económica global

Orlando Delgado Selley*

Introducción

La crisis económica que estalló en agosto de 2007 provocó discusiones de diversos tipos. En el campo de la teoría económica, se cuestionó la capacidad explicativa de un enfoque teórico que consideraba conjurada la posibilidad de que se presentasen acontecimientos críticos que condujeran a una depresión importante (Lucas, 2003). Desde este enfoque, en consecuencia, no se disponía de herramientas de política económica que permitieran enfrentar una recesión severa.

Por esta razón, las primeras respuestas instrumentadas por bancos centrales y gobiernos recurrieron a otras visiones teóricas que reconocían el desequilibrio como parte fundamental del funcionamiento económico.[1] Políticas fiscales expansionistas derivadas de estos enfoques,[2] tanto de carácter nacional como coordinadamente entre diferentes gobiernos,[3] fueron

* Profesor-investigador de la Universidad Autónoma de la Ciudad de México.

[1] Mucho se ha escrito sobre la renovada importancia de John M. Keynes y H. Minsky. Menos sobre la recuperación de los aportes de I. Fisher, no sólo en relación con la elaboración de una teoría de la tasa de interés y los métodos para medir el valor del capital, sino también por "su análisis de las depresiones y deflaciones generadas por los intentos de desendeudamiento de agentes económicos golpeados por el vuelco brutal de una coyuntura que anteriormente era muy favorable gracias a la abundancia de créditos" (Boyer, 2010:42).

[2] "Los análisis keynesianos y las recomendaciones asociadas empezaron a darse en el debate entre expertos sobre la crisis en enero de 2008… Estas recomendaciones representaban el retorno al análisis general keynesiano sobre los riesgos que enfrentan las economías nacionales. Bajo la teoría keynesiana una política fiscal activa es necesaria para vencer la trampa de la liquidez, situación en la cual la política monetaria es efectivamente inútil. Si el gobierno está dispuesto a gastar dinero para impulsar la demanda agregada, puede romper esa trampa y llevar a la economía a la estabilidad" (Farrell y Quiggin, 2012:17-18).

[3] El G 20, por ejemplo, en la reunión de Washington en noviembre de 2008, con la presencia de jefes de Estado, decidió inyectarle a sus economías dos billones de dólares (G 20, 2008).

instrumentadas en casi todos los países, que proseguían acciones de bancos centrales para, a través de diferentes instrumentos, dotar de liquidez a los mercados financieros de mayor importancia global.

Con cierta rapidez esta situación fue modificada. La teoría económica convencional desarrolló un conjunto de explicaciones de la crisis asociadas a factores que inhibían el proceso de formación del equilibrio de mercado. Importantes economistas destacaron que la crisis no había cuestionado los cimientos de esa teoría (Bernanke, 2010a).[4] Se explicó el surgimiento de la crisis por la presencia de factores relacionados con la existencia de información asimétrica, por comportamientos irracionales de los agentes financieros, así como por interferencias al funcionamiento de los mercados financieros provocadas por la intervención del banco central como prestamista de última instancia (Dow, 2012). Consistentemente con el desarrollo de esta línea de interpretación basada en la teoría convencional, las decisiones de política económica se modificaron drásticamente deteniendo la expansión fiscal, para enfocarse en los problemas de administración y control del déficit fiscal, la deuda pública y la inflación.

El campo en el que las discusiones teóricas y de política monetaria han sido intensas es el de las funciones del banco central. El extendido acuerdo, a finales de la década de los ochenta del siglo pasado, que llevó a que bancos centrales de países desarrollados y en desarrollo se convirtieran en entidades independientes de los poderes electos[5] (Bibow, 2010), y a que se dedica-

[4] "La reciente crisis financiera fue más una falla de ingeniería económica y administración económica que de lo que he llamado ciencia económica. Los problemas de ingeniería económica se reflejaron en debilidades estructurales de nuestro sistema financiero. En el sector privado estas debilidades incluyeron una inadecuada medición del riesgo y de los sistemas de administración de ese riesgo […] En el sector público las brechas y puntos ciegos en las estructuras regulatorias financieras de Estados Unidos, y de muchos otros países, probaron ser particularmente dañinas. Estas estructuras regulatorias se crearon para etapas anteriores y no se adaptaron adecuadamente al rápido cambio e innovaciones del sector financiero, lo mismo que a la creciente intermediación financiera que ocurrió fuera de las instituciones de captación reguladas en el llamado sistema bancario en la sombra. En el campo de la administración económica, los líderes de empresas financieras, participantes en el mercado y diseñadores de políticas gubernamentales no reconocieron importantes problemas estructurales, ni riesgos emergentes o, cuando los identificaron, no respondieron lo suficientemente rápido ni con la fuerza necesaria. Los defectos en lo que he llamado ciencia económica fueron en su mayor parte poco relevantes respecto a la crisis. Aunque la mayoría de los economistas no previeron el acercamiento del colapso del sistema financiero, el análisis económico ha probado, y continua probando, que es fundamental para la comprensión de la crisis, así como en el desarrollo de políticas que la contengan y en el diseño de soluciones de largo plazo que eviten su recurrencia" (Bernanke, 2010a:3).

[5] El crecimiento de los bancos centrales independientes se dio en países desarrollados y en desarrollo. El movimiento mundial hacia la independencia empezó con Chile y Nueva Zelanda en 1989; a mediados de los noventa, en el grupo de países que había implementado esta reforma

sen fundamentalmente a buscar la estabilidad de precios (Arestis y Sawyer, 2001),[6] explotó junto con el estallido de las hipotecas *subprime* y los sofisticados instrumentos financieros asociados a ellas. Consecuentemente, en el desarrollo de esta crisis, ha estado siempre presente la discusión sobre las responsabilidades de los bancos centrales en evitar la crisis y luego sobre su capacidad para luchar contra la crisis.

En este capítulo interesa explorar el papel que han jugado los banqueros centrales en la crisis financiera iniciada en agosto de 2007, concentrándonos en la actuación del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed), del Banco Central Europeo (BCE), del Banco de Japón (BoJ) y, finalmente, del Banco de México (Banxico), desde 2007 hasta 2013.

Respuestas del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos

En un apretado resumen (Bernanke, 2012) puede señalarse que las acciones de la Fed en el desarrollo de esta crisis han sido las siguientes: *1*) en agosto de 2007, tras el estallido de la burbuja inmobiliaria, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) instrumentó medidas para dotar de liquidez a los mercados financieros reduciendo la tasa de descuento y aumentando las posibilidades de crédito a los bancos; *2*) en septiembre redujo el objetivo de tasa para los fondos federales 50 puntos base, llevándola de 5.25 a 4.75% anual; *3*) durante las siguientes semanas siguió reduciendo el objetivo de tasa para los fondos federales hasta sumar una caída de 325 puntos base, dejándola en 2% en la primavera de 2008; *4*) en el verano se mantuvieron constantes las tasas, pero en octubre de 2008 hubo una nueva reducción de 50 puntos base, la que se coordinó con otros seis bancos centrales[7] y después la Fed redujo otros 50 puntos base; para diciembre, frente a una recaída del producto estadounidense, el

---

en sus bancos centrales estaban: Argentina, Australia, Canadá, Colombia, Ecuador, Egipto, El Salvador, Filipinas, Hungría, México, Perú, Sudáfrica, Turquía, Uganda, Venezuela y Viet- nam. En 1998 se unieron al grupo dos importantes bancos centrales: el Banco de Inglaterra y de Japón (Bibow, 2010:5).

[6] "La actual tendencia hacia la 'independencia' del banco central es vista como respuesta a la inestabilidad monetaria del mundo post Bretton Woods. Sin embargo, las innovaciones financieras para la generación de dinero crediticio limitan la capacidad del banco central para conseguir estabilidad de precios" (Arestis y Sawyer, 2001:9).

[7] Esta medida fue acordada por el Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra, el Banco Nacional Suizo, el Banco de Suecia, el Banco Central Europeo y la Reserva Federal. El Banco de Japón, por encontrarse en su límite más bajo, expresó su apoyo a esta política, aunque no estaba en condiciones de reducir aún más sus tasas. La reducción acordada fue de 50 puntos base en la tasa objetivo de esos países (Federal Reserve, 2008).

FOMC anunció otra reducción de la tasa, dejando el objetivo en un rango entre 0 y 25 puntos base, lo que constituye el límite mínimo; *5*) dada la persistencia de dificultades en los mercados financieros, en la última parte de 2008 y principios de 2009, la Fed ofreció liquidez apoyando el funcionamiento de los mercados de crédito, extendiendo las facilidades de financiamiento junto con la creación de acuerdos de intercambio de divisas (*currency swaps agreements*), coordinado con 14 bancos centrales;[8] *6*) en su función de regulador bancario, el Sistema de la Reserva Federal condujo pruebas de esfuerzo a los mayores bancos estadounidenses, así como a las compañías tenedoras del capital de esas empresas, estableciendo las bases para que se incrementara el capital de estas empresas *holdings*; *7*) a finales de 2008, se decidió usar la hoja de balance como instrumento de política monetaria para buscar alcanzar sus dos mandatos legales: el máximo empleo compatible con estabilidad de precios a través de la adquisición de instrumentos financieros de largo plazo, específicamente valores de la Tesorería estadounidense y de agencias gubernamentales —como Fannie Mae, Freddie Mac y Ginnie Mae— por un monto inicial de 600 mil millones de dólares (mmdd) en valores respaldados con hipotecas (MBS), y en deuda de las empresas financiadas por el gobierno (GSE's, por sus siglas en inglés); *8*) en marzo de 2009 se amplió el programa hasta 1,250 billones de dólares (bdd) en MBS, 200 mmdd en deuda de Freddie y Fannie, y 300 mmdd en bonos del Tesoro de largo plazo; *9*) en noviembre de 2009 hubo un nuevo programa que ampliaba el balance de la Fed con compras adicionales por 600 mmdd, a razón de 75 mmdd mensuales en bonos de largo plazo de la Tesorería estadounidense; *10*) a mediados de 2011 se creó un nuevo programa, variante ligera de los dos anteriores, conocidos como Relajamiento Cuantitativo I y II (QE 1 y QE 2, por sus siglas en inglés), denominado Programa de Ampliación de la Maduración (MEP), a través del cual la Fed compró 400 mmdd en valores de largo plazo de la Tesorería y vendió, al mismo tiempo, esa cantidad en valores de corto plazo de la misma Tesorería de Estados Unidos; *11*) en septiembre de 2012, ante un crecimiento económico moderado y un lento aumento en el empleo, que llevaron a que la tasa de desempleo permaneciera elevada, el FOMC decidió compras adicionales de MBS a un ritmo de 40 mmdd mensuales, tratando de presionar a la baja las tasas de interés de largo plazo, apoyando el mercado

[8] El FOMC autorizó establecer acuerdos temporales de intercambio de monedas con: el Banco de la Reserva de Australia, el Banco Central de Brasil, el Banco de Canadá, el Banco Nacional de Dinamarca, el Banco de Inglaterra, el Banco Central Europeo, el Banco de Japón, el Banco de Corea, el Banco de México, el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda, el Banco de Noruega, la Autoridad Monetaria de Singapur, el Banco de Suecia y el Banco Nacional Suizo (Federal Reserve Board, 2009).

hipotecario y contribuyendo a la creación de mejores condiciones financieras (FMOC, 2012); *12*) un año después, en septiembre de 2013, la Fed anunció que se reducían las compras mensuales de valores financieros a 65 mmdd, iniciando la cuenta regresiva para suspender el relajamiento cuantitativo (*tapering*). Este listado de acciones, como se aprecia, comprende dos grupos diferentes de decisiones de política monetaria: el primero instrumenta una política monetaria convencional, ocupada en acciones para determinar la tasa de interés, objetivo del banco central en función de su meta de inflación, junto con operaciones de mercado abierto y ampliaciones de los recursos de la ventanilla de descuento; el segundo grupo propone medidas de política monetaria no convencionales, para las que no se contaba con experiencia suficiente que permitiera conocer sus impactos agregados, ni tampoco existían desarrollos teóricos específicos en los cuales fundamentar tales decisiones.[9]

Las decisiones de política monetaria convencional llevaron la tasa de interés prácticamente a su límite cero, lo que hizo que este tipo de decisiones no pudieran extenderse más, ya que se encontraban en la trampa de la liquidez. Dada esta circunstancia, era menester instrumentar otro tipo de acciones monetarias para alcanzar las metas establecidas por su mandato dual: ocuparse de que el nivel de precios se mantuviera en condiciones manejables, pero buscando que, al mismo tiempo, se promoviera el mayor nivel de empleo posible, o la menor tasa de desempleo consistente con una inflación controlada. Consecuentemente, era necesario que junto con medidas convencionales de política monetaria, que se ubicaban en la disminución del costo del dinero en el corto plazo para incentivar el crédito y la inversión, se instrumentaran medidas adicionales que se proponían incentivar aún más el otorgamiento de crédito y la inversión productiva, buscando reducir la tasa de desempleo de la economía a través de la reducción de las tasas de largo plazo.

El conocimiento económico en este campo era escaso, lo que obligaba a hacer uso de las lecciones de política que ocurrieron en episodios económicos en los que, con buenos o malos resultados, se enfrentaron situaciones de contracción aguda del crédito. En este sentido, la experiencia japonesa de la última década del siglo pasado, ofrecía una experiencia única que, aun-

[9] "Cuando la crisis se complicó y la tasa de los fondos federales había llegado a su límite mínimo efectivo, el FOMC se orientó hacia enfoques de política no tradicionales para apoyar la recuperación. Al embarcarse en esta ruta, el Comité estuvo guiado por ciertos principios generales y algunos trabajos académicos perspicaces, pero —con la importante excepción del caso japonés— con una experiencia histórica limitada. Como resultado de esto, los banqueros centrales en Estados Unidos y en otras economías avanzadas que enfrentaron problemas similares, han estado en un proceso de aprender-haciendo" (Bernanke, 2012:2).

que pudiera considerarse antitética a la instrumentación de políticas monetarias no convencionales exitosas, resultaba importante.[10] En términos generales, la política macroeconómica y financiera japonesa de esos años se ha considerado un fracaso importante, ya que no pudo responder a la mayor crisis financiera reciente en esa nación, la mayor en un país industrializado en 60 años (Posen, 2000). Incluso se ha planteado que existen claras analogías entre los errores de política monetaria cometidos por las autoridades japonesas en la crisis de 1993-1999, y los que cometieron los hacedores de política económica en Estados Unidos y otros países desarrollados durante la Gran Depresión de 1929-1933, aunque las condiciones sociales hayan sido completamente diferentes entre Alemania, Gran Bretaña y Estados Unidos de aquellos años y el Japón de los años noventa del siglo pasado (Bernanke y Gettler,1999).

Los mayores errores de política monetaria cometidos por las autoridades japonesas fueron: *1*) la decisión de no instrumentar una política restrictiva durante 1987-1989, pese a claras y crecientes presiones inflacionarias, contribuyó al desarrollo de una "burbuja económica"; *2*) el aparente intento de "pinchar" la burbuja del mercado de valores en 1989-1991, que contribuyó a inducir un colapso de los precios de activos; *3*) la falla en relajar adecuadamente el mercado financiero en los años 1991-1994, lo que llevó a que declinaran estrepitosamente los precios de los activos, el sistema bancario y la economía.[11] El resultado de estas fallas de política monetaria fue que, entre el cuarto trimestre de 1991 y el mismo trimestre de 1999, el Producto Interno Bruto (PIB) creciera apenas 0.9% anual. Si la economía japonesa hubiese mantenido una conservadora tasa de crecimiento del 2.5% anual, el nivel del producto hubiese sido 13.6% mayor que el efectivamente logrado.

La conclusión que Bernanke ofrece de estos resultados es reveladora de las decisiones tomadas por la FOMC durante la etapa de recuperación de la economía estadounidense.[12] Citamos *in extenso*:

[10] "La 'Gran Recesión' japonesa de los pasados 15 años nos ha dado finalmente la clave no sólo de la manera en que una economía posburbuja puede hundirse en una recesión prolongada, mientras se instrumentan respuestas de política convencional que resultan altamente inefectivas, sino también la mezcla exacta de políticas que requiere una economía para salir de este tipo de recesión" (Koo, 2009:XI-XII).

[11] Si la política monetaria japonesa se hubiera concentrado en estabilizar la demanda agregada y controlar la inflación, en lugar de distraerse en el tipo de cambio y en el precio de los activos, los resultados hubieran sido mucho mejores (Bernanke y Gertler, 1999).

[12] Esta conclusión titulada "Lo necesario: una solución rooseveltiana", aparece en el conocido artículo que analiza la experiencia japonesa de política monetaria en los años noventa del siglo pasado. Este texto escrito originalmente en el año 2000 se tituló: "La política monetaria japonesa: ¿un caso de parálisis autoinducida?".

> Franklin D. Roosevelt (FDR) fue electo presidente de los Estados Unidos en 1932 con el mandato de sacar al país de la depresión. A final de cuentas, las más efectivas acciones que instrumentó fueron las mismas que Japón necesitaba instrumentar: principalmente rehabilitar el sistema bancario y devaluar la moneda para promover un relajamiento monetario. Pero las acciones específicas de política fueron, en mi opinión, menos importantes que su disposición a ser agresivo y a experimentar lo que fuera necesario para poner al país en movimiento nuevamente. Muchas de sus políticas no funcionaron como las planeó, pero al final FDR merece un gran reconocimiento por haber tenido el coraje de abandonar paradigmas fracasados y hacer lo que tenía que hacerse. Japón no está de ninguna manera en una depresión, pero su economía ha operado por debajo de su potencial casi una década. No es claro que su recuperación sea inminente. Las opciones políticas existentes podían reducir enormemente las pérdidas. ¿Qué es lo que ocurrió? Para el observador externo, por lo menos, la política monetaria japonesa parece congelada, con una parálisis que es fundamentalmente autoinducida. Lo más asombroso es la aparente falta de disposición de las autoridades monetarias para experimentar, para intentar, aunque no hubiera garantías de que funcionara. Probablemente es el tiempo para una solución rooseveltiana (Bernanke, 2000:25-26).

La Fed, bajo el mandato de Bernanke, no cometió el mismo error que las autoridades monetarias japonesas. Decidió actuar sobre bases inciertas, prefiriendo equivocarse que mantener una situación absolutamente inaceptable en materia de empleo. La heterodoxia monetaria de la Reserva Federal ha sido criticada doméstica e internacionalmente. Sin embargo, lo que es innegable es que la economía del mayor país del mundo ha logrado resultados positivos lenta[13] pero claramente. En otras economías que instrumentaron políticas monetarias convencionales, en cambio, mantienen condiciones recesivas que duraron por lo menos siete trimestres.[14]

Respuestas del Banco Central Europeo

El nacimiento del Banco Central Europeo (BCE) estuvo marcado por la concepción dominante en la época, que establecía que el banco central tenía que ser independiente de los poderes electos y con el objetivo de conseguir

[13] Existen, por supuesto, visiones críticas a la política monetaria no convencional del Fed. Se centran en discutir la pertinencia de las medidas heterodoxas, o bien aunque reconocen que están orientadas correctamente, señalan que han sido insuficientes (Romer, 2012).

[14] De acuerdo con los datos publicados por Eurostat, oficina estadística de la Unión Europea, la zona euro retrocede desde el último trimestre de 2011 hasta el primero de 2013. Se trata de la recesión más prolongada desde la aparición de la moneda única (Eurostat, 2013).

estabilidad de precios. Autonomía y mandato único fueron las divisas teóricas y prácticas que fundaron el banco administrador de la moneda única, el euro (Bibow, 2010). Esto explica las diferencias de enfoque sobre el objetivo de tasa de interés entre el BCE y la Fed en el curso de la crisis iniciada en agosto de 2007.

El recorrido de posturas monetarias desde el estallido de la burbuja hipotecaria estadounidense, decididas por la Junta de Gobierno del BCE, inicia con el mantenimiento de la tasa de interés que se había fijado el 13 de junio de 2007, la que había sido aumentada 25 puntos base respecto de la tasa de marzo del 4% anual. EL BCE decidió sostener sin cambios su postura 13 meses, hasta julio de 2008. La decisión es ilustrativa de las consideraciones que pesaban en la conducción del banco central que administra al euro, ya que en los primeros meses después del estallido de la burbuja inmobiliaria, los mercados financieros se vieron severamente afectados por la falta de liquidez, lo que provocó una importante contracción del crédito. La Fed, como se ha señalado, actuó rápidamente reduciendo su tasa de referencia 50 puntos base en septiembre de 2007, y luego decidió disminuciones en serie las siguientes semanas hasta llegar a un tasa del 2% en marzo de 2008. De modo que al mantener su tasa, el BCE decidía quedarse al margen de los estímulos monetarios que otros bancos centrales daban a la banca.[15] La explicación de esta postura monetaria ofrecida por los responsables del BCE, fue la presencia de presiones inflacionarias que era indispensable atajar, las que se confirmaban con expectativas que mostraban que la inflación esperada superaba el límite formalmente establecido: "por debajo, pero cerca de 2%", junto con el deterioro de la credibilidad en la capacidad del BCE para lograr la meta de inflación (Geraats, Giavazzi y Wyplosz, 2008).

Más contrastante aún fue la decisión del 9 de julio de 2008, cuando el BCE decidió incrementar su tasa a 4.25% anual, lo que implicaba un incre-

[15] EL BCE, lo mismo que otros grandes bancos centrales, proveyeron liquidez a los bancos con problemas durante los meses finales de 2007 y el primer semestre de 2008. Cumplieron con su función de prestamistas de última instancia del sistema bancario. "EL BCE ha sido influido sin duda por la teoría de que la inflación debe ser la única preocupación de un banco central. Ha resultado crecientemente claro que la estabilidad financiera debe estar en la pantalla del radar de un banco central. De hecho, muchos bancos centrales se han creado para resolver el problema endémico de la inestabilidad del sistema financiero. Con su ilimitada capacidad de fuego, los bancos centrales son las únicas instituciones capaces de estabilizar el sistema financiero en tiempos de crisis. Para que el BCE sea exitoso en la estabilización del mercado de bonos soberanos de la Eurozona, tiene que aclarar que ejercerá completamente su función de prestamista de última instancia. Creando este compromiso asegurará que no tendrá que intervenir en el mercado de bonos gubernamentales la mayor parte del tiempo, cumpliendo su responsabilidad de ser prestamista de última instancia asegurará que el banco central sólo ocasionalmente proveerá apoyos de última instancia" (De Grauwe, 2011a).

mento de 25 puntos base respecto a la tasa establecida un poco más de un año antes (ECB, 2013). Tras esta decisión, el BCE mantuvo sin cambio su postura monetaria cuatro meses, cuando daba inicio la Gran Recesión. En octubre hubo un cambio de postura monetaria, impulsado fuertemente por la Fed y el Banco de Inglaterra para que seis bancos centrales coordinaran una reducción de 50 puntos base de sus tasas. De esta manera, el BCE redujo la tasa a 3.75%, iniciando una serie de disminuciones que la llevaron a 1% en mayo de 2009. Para estas fechas, la tasa de interés para el dólar y la libra esterlina estaba en su límite mínimo.

En abril de 2011, en plena crisis de deuda soberana con Grecia, Irlanda y Portugal, habiendo requerido ser rescatados por la Unión Europea, el BCE de nuevo percibió presiones inflacionarias que le llevaron a elevar 25 puntos base la tasa y tres meses después aplicar otro incremento que estableció la tasa de referencia en 1.5% anual, manteniéndola en ese nivel hasta noviembre de ese año. La discusión global se concentró en ese tiempo en la disyuntiva entre estímulos fiscales y monetarios,[16] que planteaba el dilema entre consolidar una recuperación que era claramente anémica o concentrar acciones para mejorar la sustentabilidad fiscal y para reducir de la deuda pública.[17] En diciembre de este año, el BCE decidió relajar su postura disminuyendo la tasa 25 puntos base, llevándola al 1%, y siete meses después repitió la medida colocando los niveles de tasa en 0.75% anual.

En el curso de estos meses se desató una intensa discusión en relación con la función de prestamista de última instancia del BCE. Como señalamos, en 2007, el BCE actuó cumpliendo esa función para apoyar al sistema bancario de varios países europeos que estaban en condiciones críticas tales, que había el riesgo de un colapso, pese a que esto podía afectar el riego moral futuro. La situación cambió cuando se trataba de apoyar a gobiernos que enfrentaban dificultades intensas por el encarecimiento del fondeo de bonos soberanos. La función de prestamista de última instancia, en este caso particular, no tenía la consideración de evitar un colapso inmediato. Las dificultades del mercado de bonos gubernamentales no tiene el

[16] En este aspecto es interesante el análisis de la efectividad de las políticas fiscal y monetaria que considera la experiencia de los años treinta del siglo pasado. Los resultados dan cuenta de que en los países en los que hubo expansión fiscal, ésta fue efectiva con un multiplicador de 2. Por su parte, políticas monetarias acomodaticias con tasa de interés en sus límites mínimos, ayudan a modificar expectativas deflacionarias (Eichengreen *et al.*, 2009).

[17] Para el presidente del BCE, Jean-Claude Trichet, austeridad era igual a confianza. En una declaración de prensa señalaba: "Apoyamos que con determinación absolutamente todos los países se propongan políticas fiscales sostenibles […] No sólo es una recomendación elemental para cuidar de sus hijos e hijas y no sobreendeudarlos, sino es bueno también para la confianza, el consumo y la inversión" (Trichet, 2010).

mismo *timing* que la crisis del sistema bancario, esto es, el riesgo de un colapso inminente no se presenta con la misma claridad. Consecuentemente, el BCE decidió mantenerse al margen de intervenir en el mercado de bonos, lo que ha tenido un altísimo costo en términos de generación de empleos y crecimiento (De Grauwe, 2011b).

La siguiente medida del BCE fue la instrumentación de un audaz programa de financiamiento para los bancos privados europeos: las operaciones de refinanciamiento de largo plazo (LTRO, por sus siglas en inglés). En la primera operación, que ocurrió el 21 de diciembre de 2011, el Eurosistema distribuyó 489 billones de euros (bde) a 523 instituciones financieras europeas; y en la segunda entregó 530 bde a 800 (Draghi, 2012). Estas dos operaciones fueron decididas por la Junta de Gobierno de este banco central ante

> […] la intensificación de las tensiones en el mercado de deuda soberana en el segundo semestre de 2011 que elevaron la incertidumbre dificultando el acceso de bancos de la eurozona a los mercados de fondos. Este deterioro en los niveles de riesgo llevó a que se recortara el crédito a hogares y empresas no financieras (ECB, 2012:38).

Estos recursos del BCE a los bancos privados se otorgaron a una tasa de 1% anual y a plazos de dos o tres años, lo que constituye un fondeo de largo plazo. Ocurrieron cuando el BCE se había negado a comprar deuda soberana de los países de la periferia europea que enfrentaban una elevación considerable de los *spreads* respecto al costo de la deuda alemana, que es el referente que el mercado reconoce como el riesgo mínimo en toda la eurozona. Este financiamiento barato y de largo plazo, constituye una inyección de recursos que pueden invertirse en instrumentos financieros seguros y con mayores rendimientos, como la propia deuda soberana de los países en los que se ubican las matrices de los bancos financiados, lo que implica incrementos de utilidades.[18]

El BCE desde su fundación se incorporó al nuevo consenso de política monetaria (Toporowski, 2011). Por esta razón, desde que explotó la crisis de deuda soberana en el primer trimestre de 2010, el BCE se ha negado ex-

[18] "El BCE nos ha sorprendido de manera positiva desde que Mario Draghi sustituyó a Jean-Claude Trichet en la presidencia. Cierto que Draghi se negó en redondo a admitir que el banco comprara bonos procedentes de los países en crisis. Pero encontró un modo de conseguir un resultado más o menos similar por la puerta de atrás: anunció un programa por el cual el BCE avanzaría préstamos ilimitados a los bancos privados y aceptaría bonos de los gobiernos europeos como garantía secundaria" (Krugman, 2013:6).

presamente a financiar a gobiernos de la zona euro, pese a que enfrenten problemas de costo de su deuda que podrían resolverse fácilmente si el BCE comprara esa deuda, o la cambiara por nuevas emisiones a mejores tasas y mayores plazos, exactamente como hizo con las LTRO operadas con los bancos privados europeos. Conforme se han agudizado los problemas de solvencia de los países de la periferia europea, particularmente España e Italia y, por supuesto, Grecia, ha sido insistentemente planteada la obvia contradicción de un banco central que puede prestar importantes cantidades a bancos privados para que los inviertan comprando deuda soberana de países con problemas. Para los bancos resulta un apoyo extraordinario, pero para los gobiernos de los países el resultado financiero es significativo, ya que siguen pagando por sus emisiones lo que el mercado establece, lo que implica un sobrecosto importante como prima de riesgo.

La última decisión del BCE en materia de tasas se dio el 8 de mayo de 2013, cuando se unió al club de bancos centrales que funcionan con un objetivo de tasa en su límite inferior, con tasas reales negativas. La medida —instrumentada mucho tiempo después de que la Fed, el Banco de Inglaterra, el BoJ y otros bancos centrales decidieran llevar la tasa a su verdadero límite— pudiera ser inefectiva dada la situación económica de la zona del euro, que llevaba en ese momento ya seis trimestres en recesión y con tasas de desempleo extraordinariamente elevadas, y con escasas perspectivas de mejora a mediano plazo.

Respuestas del Banco de Japón

La economía japonesa sufrió una recesión significativa de 1992 a 2002, que ha sido explicada como resultado de una serie de errores de política financiera y macroeconómica, que demuestran la validez del conocimiento económico derivado de la macroeconomía keynesiana y que, consecuentemente, pudo haberse evitado o, cuando menos, amortiguado (Posen, 2010). El Banco de Japón, ante los acontecimientos críticos de su sistema financiero, desde 1991 disminuyó sus tasas hasta llevarlas a sus niveles mínimos, al conocido límite cero. Sin embargo, la respuesta de política monetaria del BoJ fue lenta y tímida en relajar las condiciones monetarias, así como reacia en instrumentar medidas no convencionales, dado que estaban en el límite cero de las tasas de interés, en la trampa de la liquidez.

El recorrido de la economía japonesa ha sido muy volátil: el crecimiento de su PIB cayó de tasas cercanas a 8% en 1990 a números ligeramente negativos en 1993, cuando enfrentó su primera recesión de este ciclo, se recuperó los años siguientes hasta llegar en 1996 a crecimientos del orden de casi

4%, y volvió a una situación recesiva en 1997 y 1998, con una caída que llegó este último año a menos 2%; recuperó el crecimiento durante dos años y enfrentó de nuevo una recesión en 2001. Durante los años de 2002 a 2006, tuvo un crecimiento entre 1 y 3%, para derrumbarse con el estallido global de 2007. Estos altibajos tienen su explicación en el comportamiento del gasto público, tanto de consumo como de inversión.

En sentido estricto, el BoJ planteó una importante lección a los banqueros centrales: mostrar que la política monetaria tiene una capacidad limitada para llegar a los resultados esperados, particularmente en ausencia de medidas no convencionales. La gubernamental, avalada por los electores, está siendo instrumentada también por su banco central, otorgándole congruencia a la política económica y, por tanto, mayores posibilidades de éxito. Otra regla de oro de la ortodoxia fue quebrada: con esta nueva administración electa, la política monetaria es parte del diseño general de política económica.

El mantenimiento de esta nueva postura monetaria estará supeditado, como para el caso de la Fed, al logro de un objetivo macroeconómico preciso. En el caso japonés se trata de conseguir una tasa de inflación anual de 2%. En el caso estadounidense, el objetivo ha sido reducir la tasa de desempleo hasta el 6.5%. Esta manera de encarar las responsabilidades de un banco central se explica por la persistencia de complicaciones económicas, que han afectado drásticamente las condiciones de vida de la gente, que se reconoce pueden ser resueltas, por lo menos parcialmente, desde la política monetaria.

La decisión japonesa propone un relajamiento cuantitativo y cualitativo: cuantitativo porque duplica las compras mensuales de títulos de renta fija, a razón de 70 mmdd mensuales, lo que en dos años hará que la base monetaria se multiplique por dos. Cualitativo, al alargar el vencimiento de los bonos adquiridos, elevando el riesgo de su cartera. Es evidente que para las nuevas autoridades económicas y monetarias japonesas, la experiencia que han desarrollado el Banco de Inglaterra y la Fed, ha sido positiva. Por ello decidieron instrumentar esa misma política en Japón.

Respuestas del Banco de México

El Banco de México, por su parte, restringido a su objetivo "prioritario" de mantener estabilidad de precios durante 2008 y 2009, mantuvo su preocupación respecto a la relevancia de cuidar a la economía mexicana de cualquier choque de precios que pudiera afectarla. La consecuencia práctica de esta preocupación fue mantener la tasa de interés en niveles que permitían

utilizarla como valladar ante presiones inflacionarias. Las decisiones de política monetaria tomadas durante 2009, el año de la mayor contracción en un país de América Latina, dan cuenta del reconocimiento de que la inflación tenía un comportamiento claramente descendente, aunque el Banco de México reconocía riesgos inflacionarios asociados con la turbulencia financiera, que después desaparecieron al consolidarse la certidumbre de que la crisis global había tocado fondo.

En 2009, el Banco de México tuvo que reconocer que la contracción de la economía mexicana era severa, afectándose negativamente con el brote del virus H1N1. Consecuentemente, desde el 16 de enero inició un proceso de reducción del objetivo para la tasa de interés interbancaria desde su nivel de cierre en 2008 de 8.25%. Los primeros dos meses del año la reducción fue de 0.75 puntos porcentuales, pero los tres meses siguientes la Junta de Gobierno decidió reducir la tasa 0.75% cada mes, de modo que para el 19 de junio la tasa de interés de referencia se ubicó en 4.75%. Pese a que la contracción en curso era fuerte, en ese momento advirtieron que "el ciclo de relajación monetaria estaba cerca de concluir". En julio de 2009, la decisión fue reducir la tasa otros 0.25 puntos porcentuales, para mantenerla congelada en 4.50% los siguientes cinco meses. Las razones de este cambio de política monetaria no estuvieron en el comportamiento de la inflación, que se mantuvo en los niveles esperados, sino en una preocupación de los miembros de la Junta de Gobierno del Banco de México que claramente difería de lo que requería la economía nacional, que mostraba ya un comportamiento recesivo que le llevaría a una contracción del 6.5% (Banco de México, 2009). En Chile,[19] en contraste, país que también persigue una meta de inflación de 3% anual como México, a partir de julio de 2009 la tasa de interés llegó a un nivel de 0.5% anual, lo que significó una reducción de 775 puntos base, desde el 8.25% en el que se situó en septiembre de 2008. La caída del producto en este país fue de 1.5%, lo que tiene que ver con una política monetaria claramente contracíclica, así como con medidas de carácter fiscal (CEPAL, 2010).

Tanto la gubernatura de Guillermo Ortiz como la de Agustín Carstens, enfrentados por momentos incluso a requerimientos gubernamentales para aflojar las decisiones de política monetaria, sostuvieron tozudamente su posición. Además, precisamente en los meses en los que nuestra economía iba en picada, decidieron instrumentar una política de acumulación de reservas internacionales. En las difíciles condiciones que vivió la economía

[19] El banco central chileno, como el mexicano, tiene autonomía del poder Ejecutivo e independencia económica, es decir, no está obligado a extender crédito directo o indirecto al gobierno; además, se le asigna la tarea de mantener estabilidad de precios con el agregado de operar el sistema de pagos (Carstens y Jácome, 2005).

mexicana desde principios de 2009, el Banco de México acumuló reservas. ¿Se justifica que en medio de una recesión que redujo el PIB en 6.5%, se acumulen 25 mmdd de reservas?, ¿no podrían haberse utilizado para tratar de detener la crisis evitando que millones de mexicanos sufrieran por haber perdido su empleo?, ¿no era posible que esos dólares acumulados compensaran a quienes habían dejado de recibir remesas porque sus familiares perdieron su trabajo en Estados Unidos?

Los gobiernos de otros países decidieron enfrentar los embates de la crisis con las herramientas de la política fiscal y colaboraron con las decisiones de política monetaria instrumentadas por sus bancos centrales. Aumentaron el gasto público, disminuyeron los impuestos a ciertos sectores de la población y disminuyeron las tasas de interés a niveles cercanos a cero. Evidentemente, esto significó que su posición fiscal se debilitara, en tanto la inflación se mantuvo controlada. El uso de una política fiscal claramente contracíclica, no significó regalo de dinero a la población, sino la utilización de recursos de los contribuyentes para paliar los impactos de la crisis. Estas acciones fueron decisivas para detener la crisis y regresar a esas economías a una senda de crecimiento. Ocurrieron en todas las latitudes: en países desarrollados —como Estados Unidos, Francia, Reino Unido, etc.— y también en Brasil (Silva y Ribeiro, 2012), Chile, Argentina, China. Algunos hicieron uso de los bancos estatales para evitar que la contracción del crédito de los bancos privados afectara a las empresas y a sus trabajadores.

Todos los recursos de los que disponían esos gobiernos fueron usados para enfrentar la crisis. El gobierno mexicano dijo que enfrentaría la crisis con programas y más programas, pero en realidad el gasto público aumentó sólo 2.2% del producto, cuando hacía falta mucho más para lograr detener los impactos del colapso de la industria estadounidense y del congelamiento del sector de la construcción. Había recursos en dólares que se guardaron en un momento en el que podían haberse utilizado sensata y provechosamente. No se aprovecharon. En realidad quien los aprovechó fue el gobierno estadounidense y no nosotros (Delgado, 2010).

Bibliografía

Arestis, Philip y Malcolm Sawyer (2001), "Money, Finance and Capitalist Development", en Arestis, P. y M. Sawyer (eds.), *Money, Finance and Capitalist Development*, Northampton, Edward Elgar.

Banco de México (2009), *Anuncio de política monetaria*, 16 de enero, 20 de febrero, 20 de marzo, 17 de abril, 15 de mayo, 19 de junio, 17 de julio, 21 de agosto, 18 de septiembre, 16 de octubre y 27 de noviembre, disponi-

ble en <www.banxico.org.mx/dyn/informacion-para-laprensa/comunicados/politica-monetaria/boletines/>.

Bibow, Jörg (2010), *A post keynesian perspective on the rise of central bank Independence, a dubious success in Monetary Economics*, Working Paper, núm. 625, The Levy Economics Institute of Bard College.

Bernanke, Ben (2010), *Japanese Monetary Policy, a case of selfinduced paralysis?* ASSA meetings, Boston, January 9.

Bernanke, Ben (2010a), *On the implications of the Financial Crisis for Economics,* Conference co-sponsored by the Bendheim Center for Finance and the Center for Economic Policy Studies, Princeton, New Jersey, September 24.

Bernanke, Ben (2010b), *The Effects of the Great Recession on Central Bank Doctrine and Practice*, Speech at the Federal Reserve Bank of Boston 56th Economic Conference, October 15, disponible en <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20111018 a.htmA.

Bernanke, Ben (2012), *Monetary Policy since the onset of the Crisis*, Speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 31.

Bernanke, Ben and Mark Gettler (1999), *Monetary Policy and Asset price Volatility,* Conference at the Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August.

Boyer, Robert (2010), "La crisis actual a la luz de los grandes autores de la Economía Política", en *Economía, Teoría y Práctica*, núm. 33, julio-diciembre.

Carstens, Agustín y Luis I. Jácome (2005), "Latin American Central bank reform, progress and challenges", en *IMF Working Papers* 05/114, Washington.

CEPAL (2010), *Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2009-2010, Impacto distributivo de las políticas públicas*, Santiago de Chile.

De Grauwe, Paul (2011a), *The European Central Bank as a lender of last resort*, VoxEU, disponible en <www.voxeu.org/article/european-central-banklender-last-resort>.

De Grauwe, Paul (2011b), Why the ECB refuses to be a Lender of Last Resort, VoxEU, disponible en <www.voxeu.org/article/why-ecb-refuses-belender-last-resort>.

Delgado, Orlando (2012), "La Reserva Federal de EU, lecciones para México", *Proceso en línea, 2010*, disponible en zwww.proceso.com.mx/?p=99244>, consultado el 12 de abril.

Dow, Sheila (2012), "Different approaches to the Financial Crisis", en *Economic Thought # 1*, 2012, World Economic Association.

Draghi, Mario (2012), *Letter to Sven Giegold, Member of the European Parliament*, April 2, disponible en <www.ecbint/pub/pdf/other/120402/letter>, consultado el 11 de abril de 2012.

Eichengreen, Barry, Kevin O'Rourke, Miguel Almunia, Agustín S. Bénétrix y Gisela Rua (2009), *The effectiveness of Fiscal and Monetary stimulus in depressions*, VoxEU, disponible en <www.voxeu.org/article/effectiveness-fiscal-and-monetary-stimulusdepressions>.

European Central Bank (2012), *Key ECB interest rates*, Frankfurt, disponible en <www.ecb.europe.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html>.

Eurostat (2013), *News release, Euroindicators*, 74/2013, 15 mayo, disponible en <www.epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/2-150513AP/EN/2-15052013-AP/EN/2-15052013-AP-EN.pdf>.

Farrel, Henry y John Quiggin (2012), *Consensus, Dissensus and Economic Ideas, the rise and fall of Keynesianism during the Economic Crisis*, disponible en <www.henryfarrel.net/Keynes.pdf>, consultado el 2 de abril de 2012.

Federal Open Market Comitee (FOMC) (2013), Statement, may 13, disponible en <www.federalreserve.gov/newsevent/press/monetary/20130501a.htm>.

Federal Reserve Board (2009), Press Release, June 25, disponible en <http://federalreserve.gov/newsevent/press/bcreg/20091030a.htm>.

Federal Reserve Press Release (2008), *Joint Statement by Central Banks*, October 7.

G 20 (2008), *Declaration,* Washington, November 15, disponible en <www.g20.org/pub_communiques.aspx>.

Geraats, Petra, Francesco Giavazzi y Charles Wyplosz (2008), *ECB credibility unprecedentedly low*, VoxEU, disponible en <www.voxeu.org/article/ecb-s-low-inflation-credibiliry-how-fixproblem>.

International Monetary Fund (2012), *World Economic Outlook, Coping with High Debt and Sluggish Growth*, April, disponible en <www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/>.

Koo, Richard C. (2009), *The Holy Grial of Macroeconomics, Lessons from Japan's Great Recession*, Hoboken, N.J., John Wiley & Sons Inc.

Krugman, Paul (2013), *End this depression Now!*, Princeton University Press, New York.

Lucas, Robert (2003), *Macroeconomic priorities, Presidential Address to the American Economic Association*, January 10, disponible en <www.home.uchicago.edu/~sogrodow/homepage/padress03.pdf>.

Posen, Adam (2000), "Introduction, Financial Similarities and Monetary Differences", en Posen, Adam and Ryoichi Mikitami (eds.), *Japan's Fi-*

nancial Crisis and its Parallels to the US experience, Institute for International Economics, Special Report 13.

Posen, Adam (2010), "The realities and relevance of Japan's Great Recession, neither Ran nor Rashomon", *Working Papers Series 10-7,* 2010, Peterson Institute for International Economics.

Romer, Christina (2013), "It takes a regime shift, recent developments in Japanese monetary policy through the lens of the Great Depression", NBER *Annual Conference on Macroeconomics*, April 12.

Silva Moreira, T.B. y F.A. Ribeiro Soares (2012), "Brasil, crisis financiera internacional y políticas anticíclicas", en *Revista de la CEPAL* 106, abril, Santiago de Chile.

Stiglitz, Joseph (2013), *The promise of Abenomics, Project Syndicate*, April 5, disponible en <www.project-syndicate.org/print/shinzo-abe-andsoaring-confidence-in-japan-by-joseph-stiglitz>.

Toporowski, Jan (2011), "El Banco Central como fondo de cobertura, la nueva política económica del banco central", en *Ola Financiera*, núm. 10, septiembre-diciembre, disponible en <www.olafinanciera.unam.mx>.

Trichet, Jean-Claude (2010), *Austerity equals Confidence*, CNBC, disponible en <http://www.cnbc.com/38987325>.