

## PRESENTACIÓN

La profesora **Josefina León León** presenta un avance de investigación denominado: *“La política monetaria laxa de Estados Unidos en un contexto de incertidumbre y recesión económica”*. Este trabajo es resultado del proyecto de investigación: Los impactos reales de la inflación, con registro No. 694 y que se encuentra a cargo de la profesora León.

Ante la profundidad de la crisis financiera mundial de 2008 no hubo otra opción que la intervención del gobierno, se rescata al sistema financiero y se aplican políticas fiscales y monetarias acomodaticias tratando de reactivar el crecimiento económico, lo que generó un aumento en el déficit del sector público y presiones alcistas en la deuda soberana. El objetivo de este trabajo es analizar desde un punto de vista teórico por qué la política monetaria laxa que ha implementado Estados Unidos para hacer frente a la crisis económica no se ha visto reflejada en una reactivación sostenida de su crecimiento económico, lo que lleva a la profesora León a reflexionar sobre las posibles causas que limitan la eficacia de la política monetaria. En su perspectiva, la política monetaria tiene un alcance limitado debido a factores como la trampa de la liquidez, la insensibilidad de la inversión productiva a variaciones en la tasa de interés y lo que los monetaristas llaman el canal de precios de otros activos.

En el marco de la actual situación de incertidumbre mundial asociada con problemas como la crisis europea, la deuda, el desempleo y el bajo crecimiento económico, la autora de este trabajo trata de dar respuesta a las preguntas siguientes: ¿se puede decir que la política monetaria laxa ha resultado ineficaz para impulsar la reactivación económica? ¿Cuáles son los límites que enfrenta la política monetaria en el contexto de la globalización económica?

El trabajo se integra por tres apartados, en el primero de ellos se presenta la introducción; en el segundo se analiza la política monetaria expansiva que se ha implementado en Estados Unidos para hacer frente tanto a la recesión económica de 2001 como a la crisis financiera mundial de 2008-2009, se hace una serie de

reflexiones en relación a las causas que pueden limitar el poder de la política monetaria en un contexto de recesión e incertidumbre mundial. En el tercer apartado se presentan las conclusiones del estudio.

ATENTAMENTE:

A handwritten signature in dark ink, appearing to be 'BG', with several long, sweeping strokes extending to the right.

Dra. Beatriz García Castro  
Jefa del Departamento de Economía.

Reporte de Investigación

**“La política monetaria laxa de Estados Unidos en un contexto de incertidumbre y recesión económica”**

Elaborado por:

**Dra. María Josefina León León**

UNIVERSIDAD AUTÓNOMA METROPOLITANA,

UNIDAD AZCAPOTZALCO

DIVISIÓN DE CIENCIAS SOCIALES Y

HUMANIDADES

DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA

Diciembre, 2012

# La política monetaria laxa de Estados Unidos en un contexto de incertidumbre y recesión económica<sup>1</sup>

Josefina León León\*

## 1. Introducción

La Gran Depresión de 1929-1933 puso en tela de juicio las ventajas atribuidas al sistema de libre mercado, el fracaso del mecanismo de ajuste de los precios para corregir los desequilibrios económicos fue señalado por el economista inglés J.M. Keynes en la *Teoría General* (1936), teoría que justifica la intervención del Estado en la economía; en su perspectiva el problema económico más importante es el desempleo y la medida que propone para corregirlo es el aumento de la demanda efectiva con políticas económicas de carácter expansivo. Estas ideas fueron aceptadas por los defensores del capitalismo, que bajo la situación de incertidumbre asociada a la depresión, se sentían amenazados por la expansión del comunismo. Se empiezan a establecer las bases de lo que posteriormente sería el Estado del Bienestar (*Welfare State*), que se desarrolla sobre todo en países como Gran Bretaña, Francia, Holanda y los países escandinavos y en menor medida en Estados Unidos y Canadá.

En el período posterior a la Segunda Guerra Mundial Estados Unidos se convierte en la economía más importante del mundo occidental, los Acuerdos Monetarios de Bretton Woods de 1944 otorgaron a la política monetaria estadounidense un poder económico que no tenían otros países, ya que se empieza a usar el dólar como moneda internacional. En efecto, dichos acuerdos establecieron un sistema de tipo de cambio fijo en el que las monedas de los diferentes países occidentales se fijaba al dólar y el dólar se establecía en relación con el oro, a razón de 35 dólares la onza. El Fondo de la Reserva Federal (Fed) tenía que imprimir una cantidad de dólares que no excediera el monto de sus reservas en oro; sin embargo, EU no respetó la regla al emitir más dólares de los permitidos, por ejemplo, entre 1964 y 1975 envió al exterior miles de millones de dólares para financiar la Guerra de Vietnam. En consecuencia, los acuerdos monetarios se rompieron en 1971 y los países occidentales

---

<sup>1</sup> Se presentó una versión preliminar de este trabajo en el V Seminario Departamental, organizado por el Departamento de Economía, UAM-Azcapotzalco, el 18 y 19 de octubre de 2011.

\* Profesora-investigadora del Departamento de Economía de la Universidad Autónoma Metropolitana, Azcapotzalco, e-mail: [llmj@correo.azc.uam.mx](mailto:llmj@correo.azc.uam.mx)

empezaron a implementar diferentes esquemas cambiarios, como la fijación unilateral, el esquema cambiario cooperativo, la flotación sucia y la flotación independiente.

En materia de crecimiento económico y generación de empleo la intervención del gobierno en las economías capitalistas a través del manejo discrecional de la política económica genera resultados positivos, proceso que fue acompañado de una relativa estabilidad de precio, lo que se conoce como la Edad de oro del capitalismo (1945-1973). Sin embargo, este periodo llegó a su fin con la crisis del petróleo en 1973 y el rompimiento de los Acuerdos de Bretton Woods en 1971, factores que influyeron en el desencadenamiento de la estanflación económica de la década de los setenta.

La estanflación de los años setenta constituye un evento histórico que marca un cambio importante en la manera en que hasta entonces se había venido implementando la política económica. Las críticas al pensamiento keynesiano y las “fallas” del sector público originaron un cambio de giro en el desarrollo que hasta entonces había observado el capitalismo: es el renacimiento de las ideas neoliberales impulsadas por autores como M. Friedman, R. Lucas y F. Hayek, que proponen una disminución sustancial del Estado en el sistema económico con el fin de impulsar una nueva y renovada economía de mercado. La estanflación y los intereses creados al interior de las estructuras de mercado de competencia imperfecta se convirtieron en dos factores de impulso de una nueva política económica promotora de las ventajas atribuidas al mercado, en el que la libertad individual en la toma de decisiones económicas se convierte en un valor fundamental de las economías democráticas. A fines de la década de los setenta y sobre todo en los ochenta y principios de los noventa, la filosofía neoliberal impulsada por Estados Unidos e Inglaterra se refleja en el decálogo del Consenso de Washington, que contiene un conjunto de lineamientos de política económica que deben de seguir los países, con lo que el capitalismo entra en una nueva fase: la globalización económica, etapa en la que el sector externo se perfila como palanca de impulso del crecimiento económico a través de la apertura comercial y financiera.

El sistema de economía de mercado considera que los desequilibrios económicos se corrigen a través del ajuste de los precios, por lo que no hay necesidad de que el gobierno intervenga en la economía, ideas que se basan en un conjunto de hipótesis altamente restrictivas asociadas con la teoría del Equilibrio General Walrasiano (TEG), la cual inspiró el desarrollo de corrientes macroeconómicas como la Nueva Economía Clásica, en la que autores como E. C. Prescott y Finn E. Kydland llegan al grado extremo de plantear ideas como la neutralidad del dinero y la teoría de la

equivalencia Ricardiana. En consecuencia, la política fiscal debe estar supeditada al logro de las finanzas públicas sanas, mientras que el objetivo prioritario de la política monetaria es la estabilidad de los precios, que se convierte en el eje central de la política económica, dejando en un segundo plano al crecimiento económico y la generación de empleo. Por lo tanto, las crisis de la globalización económica no se hicieron esperar: México en 1994-1995, a la que le sigue la crisis asiática de 1997-1998 (en que se vieron involucrados países como Tailandia, Indonesia, Corea del Sur, Filipinas y Malasia), Rusia y Brasil en 1998-1999, el colapso de Argentina a fines de 2001 y finalmente la crisis financiera mundial de 2008-2009, cuyo epicentro tuvo su origen en la crisis de las hipotecas *subprime*<sup>2</sup> en Estados Unidos a mediados de 2007 y que se convirtió en un tsunami que sacudió a los mercados financieros internacionales. La burbuja especulativa en el mercado de crédito hipotecario estuvo asociada a la inadecuada regulación en el sistema financiero, mientras que las innovaciones financieras facilitaron la segmentación de los riesgos y su distribución. Adicionalmente, el auge en el sector de la vivienda estuvo financiado con expansión monetaria y con flujos de ahorro externo, lo que se tradujo en bajas tasas de interés y abundante liquidez en el mercado.

Esta crisis económica tiene la característica de que ha estallado en las principales economías capitalistas y se expande a la economía mundial a través de diferentes canales relacionados básicamente con los mercados financieros y el intercambio comercial. Los primeros síntomas de la crisis se vieron reflejados en fuertes caídas en los mercados de valores, depreciación cambiaria y fuertes restricciones crediticias que se agudizaron en septiembre de 2008 con la quiebra de Lehman Brother (banco de inversión de Estados Unidos), evento que marcó el punto álgido de la crisis, ya que esto elevó considerablemente la percepción de riesgo global y generó una preocupación por revisar el valor de los activos en poder de las instituciones financieras. Posteriormente los impactos se reflejaron en caídas en la actividad económica, aumento del desempleo y reducción en el volumen del comercio mundial. Ante esta situación los gobiernos de diferentes países intervienen en la economía con políticas expansivas de carácter contracíclico con el fin de contrarrestar los efectos recesivos de la crisis financiera, lo que significa un duro golpe para los defensores de la economía de mercado y un regreso a las ideas keynesianas. Los planteamientos de Keynes influyen en el diseño de la política económica intervencionista, demostrando que sus ideas no han muerto, como pretendían sus

---

<sup>2</sup> Las hipotecas prime son las que tienen poco riesgo de impago. En una escala de clasificación entre 300 y 850 puntos, las hipotecas prime están valoradas entre 850 puntos las mejores y 620 las menos buenas. Por el contrario, las hipotecas subprime son las que tienen más riesgo de impago y están valoradas entre 620 las menos buenas y 300, las malas.

detractores unos años atrás al plantear la proposición de ineffectividad de la política, el problema de la inconsistencia en el tiempo y la crítica de Lucas<sup>3</sup>.

Ante la profundidad de la crisis financiera mundial no hubo otra opción que la intervención del gobierno, se rescata al sistema financiero y se aplican políticas fiscales y monetarias acomodaticias tratando de reactivar el crecimiento económico, lo que generó un aumento en el déficit del sector público y presiones alcistas en la deuda soberana. El objetivo de este trabajo es analizar desde un punto de vista teórico por qué la política monetaria laxa que ha implementado Estados Unidos para hacer frente a la crisis económica no se ha visto reflejada en una reactivación sostenida de su crecimiento económico, lo que nos lleva a reflexionar sobre las posibles causas que limitan la eficacia de la política monetaria y que se relaciona con conceptos como la trampa de la liquidez, la insensibilidad de la inversión productiva a variaciones en la tasa de interés y lo que los monetaristas llaman el canal de precios de otros activos. En la actual situación de incertidumbre mundial asociada con problemas como la crisis europea, la deuda, el desempleo y el bajo crecimiento económico, ¿se puede decir que la política monetaria laxa ha resultado ineficaz para impulsar la reactivación económica? ¿Cuáles son los límites que enfrenta la política monetaria en el contexto de la globalización económica?

El trabajo se integra por tres apartados, el primero de ellos corresponde a esta introducción; en el segundo se analiza la política monetaria expansiva que se ha implementado en Estados Unidos para hacer frente tanto a la recesión económica de 2001 como a la crisis financiera mundial de 2008-2009, se hace una serie de reflexiones en relación a las causas que pueden limitar el poder de la política monetaria en un contexto de recesión e incertidumbre mundial. Finalmente, en el tercer apartado se presentan las conclusiones del estudio.

---

<sup>3</sup> Ver Lucas y Sargent (1978) y Lucas (1980), dos autores representativos de la Nueva Economía Clásica, ambos ganadores del Premio Nobel de Economía, R. Lucas en 1995 y T. Sargent en 2011 (junto con Christopher A. Sims).

## 2. Política monetaria

Una de las decisiones que normalmente toman los bancos centrales para combatir las situaciones de crisis económica es el recorte de las tasas de interés con el fin de impulsar el crecimiento económico a partir del aumento en los componentes de la demanda agregada: consumo, inversión y exportaciones netas. El mecanismo de transmisión de la política monetaria se refiere a como los cambios en la tasa de interés afectan a la demanda agregada y de cómo las variaciones en dicha demanda impactan en el crecimiento económico, el empleo y la inflación; de acuerdo con F. Mishkin (1995) el mecanismo se integra por los siguientes canales: canal de la tasa de interés, canal de los precios de los activos, canal del tipo de cambio y canal del crédito, a los que agregamos el canal de las expectativas de los agentes económicos, por considerar que también juegan un papel importante<sup>4</sup>. La relación entre la tasa de interés y la demanda agregada es compleja, dada la amplitud del tema aquí haremos énfasis en lo que se refiere sobre todo a los primeros dos canales.

Para las teorías del ciclo monetario, como la escuela Monetarista y la escuela Austriaca, el ciclo recesivo por el que atraviesa la economía mundial ha sido provocado por malos manejos en materia de política monetaria. Un punto en común de estas corrientes es que la política monetaria expansiva, si bien genera en el corto plazo un impacto positivo en el sistema económico, termina por traducirse en una crisis económica. Desde el punto de vista de estas teorías existe un alto riesgo de que el ex presidente del Fondo de la Reserva Federal (Fed) de Estados Unidos, Alan Greenspan, quien estuvo casi 19 años como representante de una de las instituciones más importantes y poderosas del mundo<sup>5</sup>, sea juzgado por la historia como uno de los responsables de la burbuja especulativa en el mercado inmobiliario. Esto debido a que en los primeros años del siglo XXI decidió aplicar una política monetaria laxa, que llevó a la tasa de fondos federales al nivel más bajo en toda su historia.

En la perspectiva de Lawrence H. White, una de las principales figuras de la escuela Austriaca moderna, se generó un boom insostenible debido a una política de dinero fácil. La Reserva Federal bajo Alan Greenspan, después de la recesión de 2001 expandió demasiado rápido el crédito, dando de manera artificial crédito barato que financió un aumento en los precios inmobiliarios

---

<sup>4</sup> En el mecanismo de transmisión que propone el Banco de Inglaterra se incluye también el canal de expectativas y la confianza de los agentes económicos (Quarterly Bulletin, May 1999), tomado de Bain y Howells (2003), p. 178. De manera similar, el Banco de México incluye un canal de expectativas; ver Informe Trimestral de Inflación, recuadro No. 4, Abril-Junio, 2008.

<sup>5</sup> Del 11 de agosto de 1987 al 31 de enero de 2006.



asociado con una expansión excesiva de las inversiones inmobiliarias. “Un motivo fundamental del por qué el sector inmobiliario recibió una participación desproporcionada del crédito y la mal-invirtió, fueron las políticas federales que subsidiaban y encauzaban la expansión de créditos hipotecarios a clientes de bajos ingresos y que previamente no calificaban para estos créditos. Estos créditos hipotecarios “exóticos” y “creativos” pagaban mayores retornos mientras el crédito barato mantuviese los precios de los inmuebles en aumento y los defaults bajos, pero demostró ser imprudente cuando el boom se desaceleró y la tendencia al alza de los precios se revirtió”<sup>6</sup>. Críticas en este sentido son señaladas por Fleckenstein y Sheehan (2009), quienes consideran que la carrera de Greenspan como *chairman* de la Reserva Federal es peor de lo que nadie se ha imaginado: llamado “Sr. Burbuja” por el *New York Times*, Greenspan era nada menos que un creador de burbujas serial con una larga historia de decisiones tomadas. Utilizando registros de las reuniones del Comité Federal del Mercado Abierto<sup>7</sup> y testimonios ante el Congreso de Estados Unidos, el libro de Fleckenstein y Sheehan realiza un cronograma con lo que considera son los errores más devastadores de Greenspan y teje la conexión entre cada calamidad económica durante su gestión: el colapso del mercado de valores en 1987; la crisis de los ahorros y préstamos; el colapso de la administración de capital a largo plazo; la burbuja tecnológica del 2000; el desastre del temido Y2K; la burbuja del crédito y la crisis de los bienes raíces en 2007.

A continuación vamos a analizar el comportamiento de la actividad económica de Estados Unidos y el papel de la política monetaria anticíclica. Como se observa en la gráfica 1, en el período reciente EU ha experimentado dos ciclos económicos: una fase expansiva que abarca de 1995 hasta el primer trimestre del 2000, y una fase de recesión que comienza a partir del segundo trimestre del 2000 y se prolonga hasta el tercer trimestre del 2002, posteriormente la economía empieza a crecer, aunque a una tasa mucho menor a la observada en la década de los noventa. Como se muestra, la desaceleración económica de este segundo ciclo empieza a partir del año 2006, la economía entró en una fase recesiva en diciembre de 2007, la cual se fue agudizando a lo largo de 2008 y hasta el primer semestre de 2009; las tasas de crecimiento promedio anual del producto interno bruto (PIB) en esos años fueron respectivamente de: 2.7, 2.1, 0.4 y -2.6 por ciento. Un aspecto que se debe de subrayar es

---

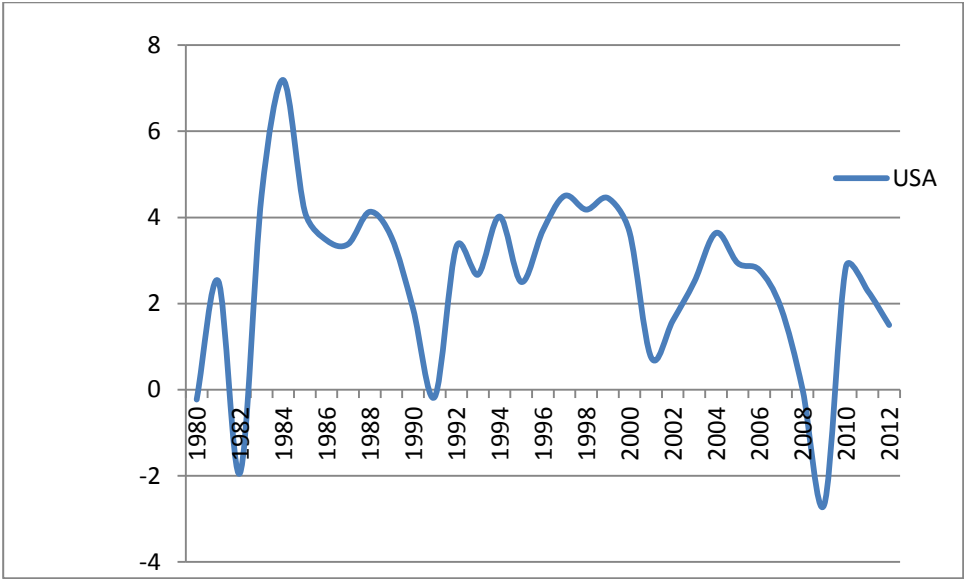
<sup>6</sup> Ver La Escuela Austriaca en el Siglo XXI, Revista Digital No. 15, Año 2009, Fundación F.A. Hayek: <http://www.hayek.org.ar>

<sup>7</sup> El Sistema de Reserva Federal (Fed) es el sistema bancario central de Estados Unidos. El Fed es una entidad privada, compuesto de una Junta de Gobernadores, el Comité Federal del Mercado Abierto, doce Bancos de Reserva Federal regionales y de bancos privados miembros.

que antes de que se manifestara la crisis hipotecaria de 2007, ya se empezaban a reflejar los síntomas de la crisis en el sector real de la economía, que repercuten con mayor profundidad en el año 2009 con un decrecimiento del PIB.

El auge experimentado por la economía estadounidense durante el período de 1995-2000, con tasas de crecimiento de hasta 4.5 por ciento en los años de 1997 y 1999, estuvo impulsado por “un ritmo vigoroso de inversión productiva, especialmente en los sectores de nueva tecnologías, y apoyado en un aumento sustancial de la tasa de avance de la productividad, sobre todo en los ámbitos de la informática y las comunicaciones. La expansión condujo a una reducción muy importante de la tasa de desempleo, pero el elevado grado de competencia de los mercados, unas políticas monetaria y fiscal de estabilidad y el rápido crecimiento de la productividad permitieron mantener baja y estable la tasa de inflación” (Rojo, 2006: 150).

Gráfica 1. Estados Unidos: Producto Interno Bruto (a precios de 2005), 1980-2012.



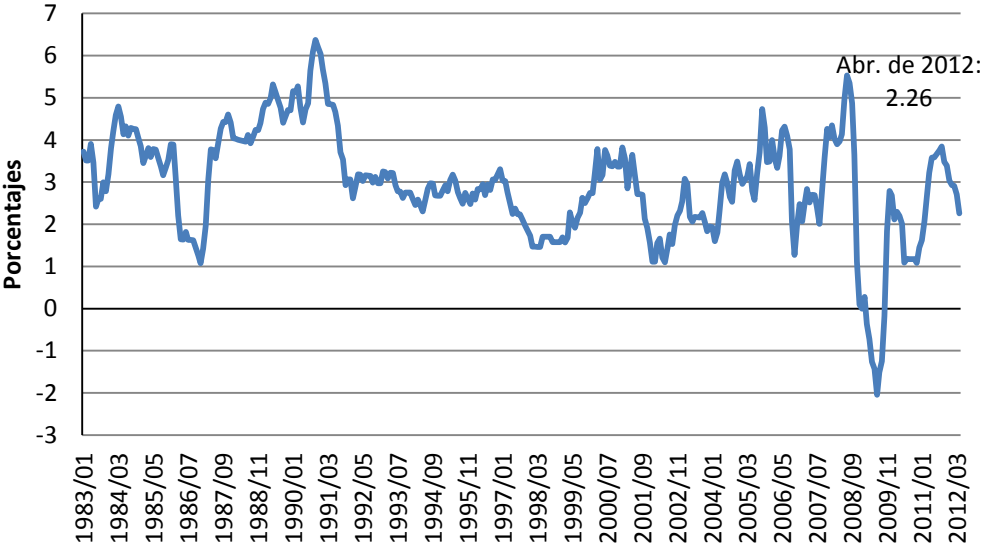
Fuente: Elaboración propia con datos del Centro de Estudios de las Finanzas públicas de la Cámara de Diputados.  
2012: estimado.

En la gráfica 2 se observa el comportamiento mensual de la tasa de inflación y en la gráfica 3 se muestra que la tasa de desempleo se reduce durante los períodos de crecimiento económico y aumenta ante las caídas en la actividad económica. Adicionalmente, durante la fase de expansión de

1995-2000, los mercados financieros también observaron un comportamiento favorable, la oferta de nuevos activos financieros permitió a los agentes económicos diversificar sus carteras de activos con el fin de minimizar los riesgos y maximizar las ganancias. La expectativa de nuevas ganancias hacía atractiva la inversión en títulos financieros, lo que se veía reflejado en el aumento en el precio de los activos, proceso que se vio reforzado por la innovación tecnológica en la informática y las telecomunicaciones, que impacta de manera directa en este tipo de mercados al acelerar el proceso de compra y venta de activos en los distintos mercados internacionales, lo que aumentó su grado de interdependencia, pero también los hizo más sensibles ante choques exógenos.

Gráfica 2. Evolución de la tasa de inflación en Estados Unidos.

Datos mensuales (1983:01-2012:04).

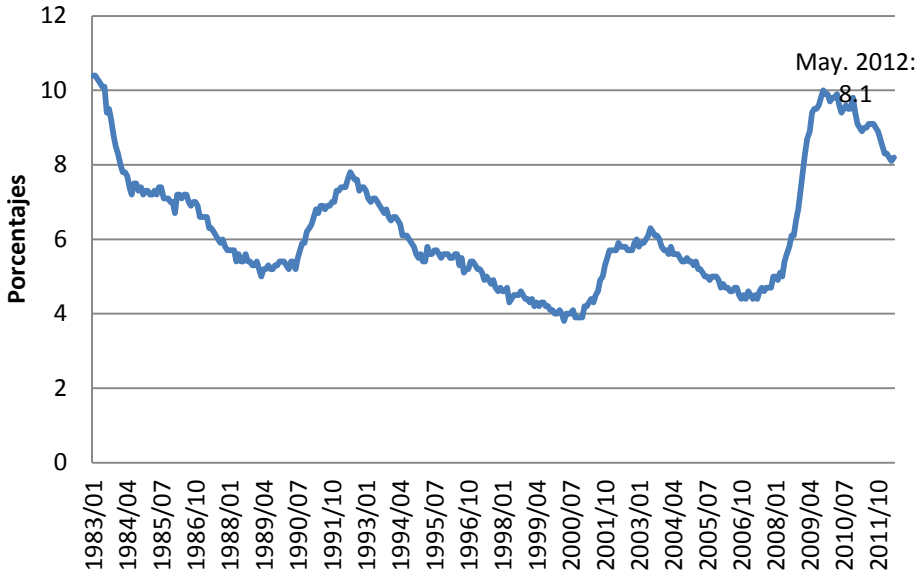


Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI, Indicadores Internacionales, BIE.

Como se muestra en las gráficas 1 y 3, en el año 2001 la actividad económica había mostrado señales de agotamiento antes de los atentados terroristas del 11 de septiembre, con la pérdida de más de un millón de empleos en el sector industrial durante los primeros 9 meses del año.

Los atentados terroristas agravaron la situación, dado que el consumo se redujo como consecuencia del estado de psicosis de la población, que evitaba visitar sitios concurridos o viajar.

Gráfica 3. Evolución de la tasa de desocupación (%) en Estados Unidos, 1983:01-2012:05 (mensual)



Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI, Indicadores Internacionales, BIE.

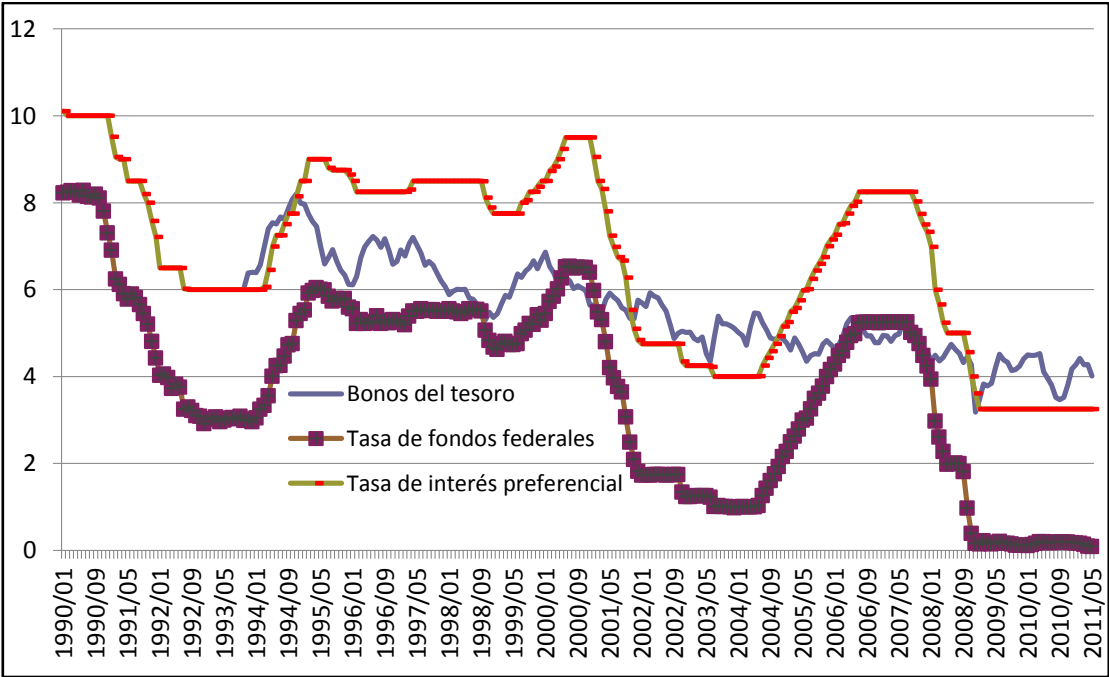
Ante la recesión que empezó a mostrar la economía en 2001, aunado con el impacto de los atentados terroristas del 11 de septiembre, el gobierno de Estados Unidos aplica políticas de tipo expansivo con el fin de reactivar el crecimiento económico y reafirmar su poder a nivel mundial. En lo que se refiere a la política monetaria, y como se observa en la gráfica 4, la tasa de los fondos federales, que durante el período de 1995-2000 fluctuó en alrededor del 5.5 por ciento, empieza a mostrar una tendencia descendente, lo que afecta el comportamiento de otras tasas de interés, como la tasa de interés preferencial y la tasa de interés de los bonos del Tesoro<sup>8</sup>. A partir del 3 de enero del 2001 la tasa de interés de los fondos federales se reduce de 6.5 a 6 por ciento y continúa ajustándose a la baja

<sup>8</sup> La tasa de interés preferencial es la que se cobra a los préstamos destinados a actividades específicas que se desea promover, ya sea por el gobierno o una institución financiera. Los bonos del Tesoro son emitidos por el gobierno de los Estados Unidos y por lo tanto se consideran inversiones sin riesgo. A causa de su bajo riesgo pagan una baja tasa de interés.

de manera paulatina hasta 2003. De modo que a partir del 24 de mayo de 2003 alcanza un nivel históricamente bajo del 1 por ciento, el cual se mantiene hasta el 29 de junio de 2004.

Ante la caída en la tasa de los fondos federales la actividad económica empieza a recuperarse y los bancos comerciales incrementan sus créditos hipotecarios sin medir los riesgos, confiados en que la etapa de auge se retroalimentaría en el mediano y largo plazo. En este caso el mecanismo de transmisión de la política monetaria expansiva resultó ser muy eficaz para impulsar el crecimiento económico y la generación de empleo.

Gráfica 4. Tasas de interés en Estados Unidos (%), 1990:01-2011:05



Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco de México. Indicadores económicos y financieros.

La situación de auge en los Estados Unidos se veía reflejada en la mejora de la situación de las familias y las empresas, lo que las convirtió en sujetos de crédito: las empresas colocaron sus emisiones y obtenían financiamiento en los mercados en condiciones ventajosas; “las familias y las empresas conseguirían créditos de instituciones bancarias que, contagiadas del clima dominante, se

mostrarán dispuestas a ampliar su toma de riesgos, estimuladas por bajas valoraciones del riesgo y por una confianza en los altos valores del colateral ofrecido por los clientes. La expansión del crédito alentará las alzas de precios de los activos como éstas favorecen el crecimiento de aquél; y esa interacción reforzará el proceso de expansión real de la economía: las facilidades de financiación estimularán la inversión productiva de las empresas y la inversión residencial de las familias mientras que la demanda de consumo de los hogares se verá alentada tanto por las mejores perspectivas del mercado de trabajo como por la expansión del crédito y por el “efecto riqueza” inducido por el mayor valor de los activos que poseen. Y todo ello otorgará, a su vez, nuevos impulsos al avance financiero” (Rojo, 2006: 150). La burbuja de bienes raíces que se empieza a observar en los mercados de Estados Unidos era una burbuja de deuda, en la cual siempre y cuando la garantía fuera una casa, parecía que cualquiera podía pedir prestado casi tanto dinero como quisiera. Como se ha señalado, en la gráfica 1 se observa el impacto favorable que esto tuvo en el crecimiento económico, tanto así que “aproximadamente 40 por ciento de todos los empleos creados en esta expansión económica estaban relacionados con los bienes raíces (por ejemplo, trabajadores de construcción, agentes de bienes raíces, valuadores, procesadores hipotecarios), es claro que para todas las intenciones y propósitos, los bienes raíces eran la economía después del estallido de la burbuja del mercado de valores en 2000” (Fleckenstein y Sheehan, 2009: 154-155).

Por otro lado, los bancos no podían mantener el costo del crédito a niveles muy bajos de manera ilimitada, lo que en la perspectiva de la Fed se reflejó en su preocupación por empezar a aplicar una política monetaria de carácter contractivo con el fin de aminorar las presiones inflacionarias asociadas al crecimiento económico, lo que se puede observar en la gráfica 2. Ante el ascenso de los precios Alan Greenspan empieza a aumentar la tasa de interés de los fondos federales a partir del 30 de junio de 2004, de tal modo que de 1 por ciento asciende a 1.25 por ciento, a partir de esta fecha los ajustes paulatinos de un cuarto de punto seguirían hasta el 30 de junio de 2006, quedando dicha tasa en 5.25 por ciento, tasa que, como se observa en la gráfica 4, se mantiene hasta septiembre de 2007.

La contracción en el salario real de los trabajadores<sup>9</sup> asociada con el aumento en las tasas de interés, empezó a generar presiones en los agentes económicos altamente endeudados, de manera que empezaron a enfrentar serias dificultades para seguir cubriendo el pago de intereses asociado a los

---

<sup>9</sup> Evidencia de esto se puede encontrar en: Economic Policy Institute Analysis of U.S. Dept of Labor data. Research and Ideas for Shared Prosperity. [http://www.epi.org/publications/entry/issue\\_guide\\_on\\_minimum\\_wage](http://www.epi.org/publications/entry/issue_guide_on_minimum_wage)

créditos hipotecarios. Ante la reducción en la capacidad de compra disminuye también la demanda agregada, factor que vino a acentuar los efectos recesivos de la crisis económica.

## **2.1 Una agresiva política monetaria frente a la recesión**

La crisis hipotecaria *subprime* que se empieza a manifestar desde mediados de 2007 en Estados Unidos, seguida por una crisis bancaria de enormes proporciones, no vistas desde la Gran Depresión de 1929-1933, se considera un típico problema de riesgo de crédito debido al endeudamiento excesivo. Los excesos de un período de rápida innovación financiera, el desarrollo de nuevos productos e, incluso, los nuevos vehículos de inversión y el uso de algunos espacios regulatorios provocaron, por un lado, una significativa reducción de las primas de riesgo durante un largo período; por otro lado, aceleraron los estándares de endeudamiento con una elevada probabilidad de incumplimiento de pago. En este proceso las calificadoras de riesgo contribuyeron a generar expectativas favorables en los agentes económicos. La situación era tal que la crisis crediticia se convirtió en un problema de riesgo de mercado. La excesiva volatilidad de los precios de los activos, característica principal del riesgo de mercado se transformó en riesgo de liquidez, ante la imposibilidad de realizar un activo financiero en el mercado con los costos mínimos de transacción. A este proceso, se suma el riesgo operacional, derivado de la deficiencia en los controles internos de las instituciones financieras<sup>10</sup>.

Bajo el pretexto de la desregulación se suprimieron los mecanismos estabilizadores preexistentes, sin construir otros en su remplazo. Lo anterior propició que se generaron fallas en los esquemas de supervisión y regulación, distorsiones en la determinación del riesgo, miopía de las instituciones financieras respecto de la exposición a activos considerados de alto riesgo y deficiencias en los controles internos de las instituciones financieras. “Nunca las políticas económicas han suscitado tantos desequilibrios internos e internacionales, suprimiendo además los mecanismos estabilizadores y las redes de seguridad” (Vergopoulos, 2002: 152).

Un panorama más detallado del desarrollo de la crisis y sus repercusiones en los distintos mercados se puede encontrar en autores como Kregel (2008) y Guillén (2009), aquí lo que nos interesa

---

<sup>10</sup> Escalera-Antezana, Óscar, “La fuente de riesgo de la crisis financiera”, El Financiero, Distrito Federal, 6 de marzo de 2009, p. 19A.

subrayar es lo que se refiere al impacto de la crisis en las variables macroeconómicas básicas analizadas en el apartado anterior. En las gráficas 1, 2 y 3 se observa que la caída en la actividad económica de Estados Unidos fue acompañada de presiones inflacionarias durante 2007 y 2008, en este último año la tasa de inflación fue de 3.8 por ciento, impulsada por el acelerado crecimiento de los precios de los productos primarios, en especial los energéticos, durante la primera mitad de 2008. Lo anterior significa que en sus inicios la crisis se empieza a manifestar como un problema de estanflación económica, es decir, estancamiento acompañado de inflación. Sin embargo, a finales de 2008 y sobre todo en 2009, la caída de la actividad económica se acompaña de un proceso de deflación que refleja una caída pronunciada en la demanda agregada. En lo que se refiere a la tasa de desempleo, en la gráfica 3 se muestra como este indicador empieza a aumentar de manera alarmante, de un nivel de alrededor del 4.5 por ciento en 2006 hasta 9.9 por ciento en 2009 (en octubre de este año alcanzó un nivel de 10.1 por ciento).

Ante la gravedad de la situación al gobierno de Estados Unidos no le queda otra alternativa más que aplicar políticas keynesianas de carácter anticíclico, tanto en el terreno de la política fiscal como monetaria, lo que también fue seguido por otros países, especialmente en Europa, Canadá, Japón y en un número significativo de economías emergentes. La crisis llevó al entonces presidente George W. Bush (2001-2009) a la mayor intervención estatal en la historia de EU: la inyección de 700 mil millones de dólares para sostener a los bancos amenazados por la quiebra, duplicando en el proceso la deuda pública. Esa deuda llegó -en septiembre del 2007- a 8,9 billones y, en noviembre del 2008, cuando Barak Obama asumió la presidencia, a 10,56 billones de dólares. Cuatro años después, la deuda asciende a la abultada cifra de 16.39 billones de dólares, lo que constituye un problema serio<sup>11</sup>. En lo que corresponde a la política monetaria laxa, esta se ha implementado a través de tres formas: i) Baja de la tasa de interés con el fin de incrementar la demanda de crédito; ii) Dando liquidez a los intermediarios financieros con el propósito de aumentar la oferta de crédito; iii) Proporcionando liquidez a los mercados financieros para que cumplan su función<sup>12</sup>. Adicionalmente a

---

<sup>11</sup> Cifra que corresponde al 6 de abril de 2012 de acuerdo con datos del Servicio de Investigaciones del Congreso (CRS), Tesoro de Estados Unidos y Oficina de Gestión y Presupuesto (OMB). El ascenso en la deuda pública ha generado un aumento en el déficit presupuestal como porcentaje del PIB, de -3.2 por ciento en el gobierno de W. Bush a -8.3 por ciento en la administración de Obama. Datos tomados de: <http://www.libertad.org>

<sup>12</sup> Conforme el margen de maniobra de la política monetaria tradicional (es decir, a través de ajustes de la tasa de interés) se fue reduciendo, los principales bancos centrales decidieron recurrir a otras medidas para estimular a sus economías y apoyar sus sistemas financieros. Dichas medidas incluyeron la creación de nuevas facilidades de financiamiento, el intercambio de divisas entre distintos bancos centrales, la ampliación del acceso a financiamiento del banco central a



lo anterior, el Fondo de la Reserva Federal ha implementado medidas de flexibilización cuantitativa (Quantitative easing: QE), que es una política monetaria no convencional.

En lo que se refiere a la baja de la tasa de interés, en la gráfica 4 se muestra que a partir del 18 de septiembre de 2007 el Fed ha reducido de manera paulatina su tasa de fondeo bancario, para llevarla de niveles del 5.25 por ciento que tenía hasta el 17 de septiembre de 2007, a un rango que va de cero a un cuarto de punto (0-0.25) a partir del 16 de diciembre de 2008, nivel que prevalece hasta la actualidad. El rango establecido representa el nivel históricamente más bajo que ha tenido la tasa de los fondos federales. Esta medida se aplica con el fin de reducir los efectos de la desaceleración económica a través de aminorar las presiones que enfrentan los deudores y, por otra parte, busca reactivar la inversión productiva y el consumo a través del abaratamiento en el costo del crédito.

De acuerdo con el canal de la tasa de interés, una reducción en la tasa de interés se espera que genere los siguientes efectos en la inversión<sup>13</sup>:

- i) Disminuye el costo del endeudamiento de las empresas que se financian a través de crédito bancario.
- ii) Los proyectos de inversión se hacen más atractivos, dado que la tasa de descuento de los ingresos esperados disminuye.
- iii) Disminuye el rendimiento del ahorro de la empresa, con lo que se reduce el costo de oportunidad de financiarse con sus propios recursos.
- iv) El costo de financiarse en los mercados de capitales es menor.
- v) El costo de tener inventarios de bienes baja, sobre todo cuando son financiados con crédito bancario.
- vi) Aumenta el precio de los activos, lo cual incrementa la riqueza neta de la empresa y facilita el conseguir un crédito.

De manera similar, la política monetaria influye al consumo a través de varios canales. Una disminución en la tasa de interés:

- i) Hace que el ahorro sea menor.

---

otras categorías de prestatarios y con una gama de colateral más amplio, así como la compra directa de instrumentos financieros. Ver Informe Anual de 2008, Banco de México, p. 19.

<sup>13</sup> Un análisis más detallado de los impactos de las variaciones de la tasa de interés en el consumo y la inversión se encuentra en Bain y Howells (2003), pp. 171-179.

- ii) Reduce el reembolso de la deuda con tasa flotante y por tanto aumenta el ingreso disponible.
- iii) Reduce el costo de pedir prestado y por lo tanto el costo de los bienes y servicios que se obtienen con el crédito.
- iv) Aumenta el precio de los activos financieros y por lo tanto afecta la riqueza del sector privado.
- v) Sube el precio de las casas, con lo cual se incrementa el valor del colateral contra el cual se pidió el crédito hipotecario.

En términos netos el efecto esperado de una reducción en la tasa de interés es que genere impactos positivos en la actividad económica y en la generación de empleo. Sin embargo, tal parece que la inusitada caída en la tasa de los fondos federales no ha logrado su propósito, aunque Estados Unidos se empieza a recuperar en la segunda mitad de 2009 y obtiene una tasa de crecimiento del PIB de 3 por ciento en 2010, en 2011 cae a 1.7 por ciento y en lo que va de 2012 las expectativas no son favorables; la desaceleración económica se relaciona, entre otros factores, con los desequilibrios fiscales y los problemas de endeudamiento tanto de su propia economía como de los países de la zona euro, como Grecia, España, Portugal, Irlanda y Chipre.

Ante este panorama, se puede señalar que la economía estadounidense enfrenta una situación de trampa de liquidez y de insensibilidad de la inversión a las variaciones en la tasa de interés, lo que se traduciría en una política monetaria ineficaz<sup>14</sup>. Una economía se encuentra en una situación de trampa de liquidez cuando el público está dispuesto, dado el tipo de interés, a mantener cualquier cantidad de dinero que se ofrezca, lo que significa que los incrementos en la cantidad de dinero son absorbidos por un aumento en la demanda especulativa de dinero, situación en la que la política monetaria laxa no promueve la recuperación de la actividad económica. Por otra lado, de acuerdo con Keynes, de los factores que determinan la inversión, la eficiencia marginal del capital (EMK) juega el papel fundamental; la inversión es rentable si la EMK es mayor que la tasa de interés, por ello es importante que el banco central se preocupe por implementar políticas que contribuyan en el largo plazo a estabilizar la tasa de interés en niveles que incentiven la inversión productiva. Pero se

---

<sup>14</sup> Keynes (1936) reconoce las limitaciones de la política monetaria para incrementar el empleo en situaciones de depresión y en este caso sugiere que lo más recomendable es aplicar una política fiscal, en particular la relativa impotencia de la política monetaria la va a asociar por una parte con la insensibilidad de la inversión ante cambios en la tasa de interés y por la otra, con la trampa de liquidez.

pueden dar situaciones en que a pesar de que la expansión monetaria logre reducir la tasa de interés, el nivel de inversión no aumente debido a que las expectativas de beneficio de los empresarios se encuentran deprimidas. Esto hace que la inversión sea insensible a las variaciones en la tasa de interés. “El colapso de la eficiencia marginal del capital puede ser tan completo que no baste ninguna reducción factible en la tasa de interés. Si una baja de esta fuera capaz de proveer un remedio efectivo por sí misma, cabría alcanzar la recuperación sin el transcurso de algún intervalo considerable de tiempo y por medios más o menos directamente bajo el control de la autoridad monetaria. Pero, de hecho esto no suele ocurrir, y no es tan fácil resucitar la eficiencia marginal del capital, estando, como está, determinada por la indirigible y desobediente psicología del mundo de los negocios” (Keynes, 1936: 316-317).

Paul Krugman (1998), premio Nobel de Economía en 2008, señala que a fines de los noventa Japón se enfrenta a una trampa de liquidez y que en la actualidad Estados Unidos vive una situación similar<sup>15</sup>. Para entender su punto de vista es importante considerar que la política monetaria opera directamente sobre la tasa de interés nominal de corto plazo, pero los efectos sobre consumo e inversión se asocian con el comportamiento de la tasa de interés real (igual a la tasa de interés nominal menos las expectativas de inflación de los agentes económicos:  $r = i - \hat{P}^e$ ). Dadas las expectativas de inflación, un cambio en la tasa nominal implica un cambio en la misma dirección en la tasa de interés real, pero los ajustes de política monetaria también afectan a  $\hat{P}^e$ . Si la  $i$  disminuye y esto genera un ascenso en las expectativas de precio, dado el aumento en la demanda agregada, entonces la tasa de interés real se reduce, lo que impacta de manera positiva en las decisiones de inversión y bienes de consumo duradero. Sin embargo, en una situación de trampa de liquidez la política monetaria convencional se vuelve impotente, porque las tasas nominales de interés son nulas o casi nulas, de manera que inyectar base monetaria a la economía no tiene ningún efecto, porque el dinero y los bonos son vistos por el sector privado como sustitutos perfectos (Krugman, 1998: 141).

Krugman plantea que si los agentes tienen expectativas hacia la baja con respecto a su nivel de ingreso futuro, van a querer mantener un elevado nivel de ahorro en el presente, aún con una tasa de interés nominal nula, por lo que no importa que tanto aumente el gobierno la oferta monetaria, ya que el exceso de ésta será simplemente sustituida por bonos y por lo tanto no se reflejará en un

---

<sup>15</sup> Krugman, P., “Are We Almost Out of the Liquidity Trap? New York Times, January 11, 2012. <http://krugman.blogs.nytimes.com>

aumento en el gasto. Si la política monetaria expansiva implica sólo cambios temporales en la oferta monetaria, de manera que los agentes consideran que el Banco Central hará lo que sea necesario para restaurar la oferta monetaria futura a su nivel original (esto es, cuando se supone que hay un compromiso con la estabilidad de precios), la política monetaria será inefectiva para sacar a la economía de la trampa de liquidez.

Por el contrario, un aumento permanente en la oferta monetaria<sup>16</sup> incrementaría el nivel esperado de los precios futuros y, por lo tanto, la economía podría alcanzar la tasa de interés real negativa que necesita para salir de dicha trampa. En otras palabras, una expansión monetaria permanente sería efectiva porque generaría expectativas de inflación y con ello se incrementaría el gasto de los agentes. “Una trampa de liquidez implica fundamentalmente un problema de credibilidad pero es en el sentido inverso de lo usual [...] En una trampa de liquidez, el problema es que los mercados creen que el banco central tendrá como objetivo la estabilidad de precios, dada la oportunidad, y por lo tanto que cualquier expansión monetaria en el período actual es meramente transitoria[...]. La política monetaria será eficaz si el banco central puede prometer creíblemente que será irresponsable y buscará un mayor nivel de precios en el futuro” (Krugman, 1998: 139)<sup>17</sup>.

En la versión tradicional de la trampa de liquidez planteada por Keynes, la política monetaria resulta inefectiva y la única forma de superar el problema es mediante expansión fiscal. Pero, de acuerdo con la nueva versión de Krugman, cuando la economía se encuentra en una situación de esta índole, la política monetaria sí puede ser efectiva y sacar a la economía de la trampa de liquidez, pero sólo si el gobierno logra convencer a los agentes que buscará elevar el nivel de precios en el futuro. En otras palabras, la política monetaria es efectiva sólo si la gente cree que la expansión monetaria será sostenida<sup>18</sup>. Por tanto, en el modelo de Krugman, la forma de hacer efectiva la política

---

<sup>16</sup> Lo que significa que la expansión monetaria actual estará acompañada por expansiones proporcionales en todos los periodos futuros.

<sup>17</sup> La traducción es nuestra.

<sup>18</sup> Es importante mencionar que, a pesar de que el planteamiento de Krugman está sesgado en contra de cualquier papel útil para la política fiscal (pues el enfoque de agente representativo con optimización intertemporal implica equivalencia ricardiana), el autor acepta que en la realidad las medidas fiscales pueden tener algún impacto. Al respecto señala que al aplicar medidas de este tipo se deben tener en cuenta dos cuestiones: una cualitativa y otra cuantitativa. La primera es si un estímulo fiscal temporal puede llegar a tener efectos permanentes en la economía. El asunto aquí es que si un estímulo fiscal no sacude a la economía fuera del estancamiento de manera sostenida, entonces la estrategia de recuperación basada en la expansión fiscal tendría que continuar por un largo periodo de tiempo. Surge entonces la segunda cuestión: qué tanto estímulo se necesita y por cuánto tiempo –y si las consecuencias de tal estímulo son aceptables para la posición financiera del gobierno.

monetaria es que el banco central prometa de manera creíble ser irresponsable, es decir, que convenza a los agentes que permitirá que la inflación ocurra, generando así la tasa real de equilibrio que la economía necesita.

El tipo de política que propone Krugman para salir de la trampa de liquidez es congruente con la política monetaria laxa que se ha seguido tanto en el gobierno de W. Bush como en el gobierno actual de Obama. Vimos que la tasa de interés de los fondos federales se mantiene en un rango entre 0.0 y 0.25 por ciento, lo que significa que con las medidas convencionales de política monetaria el banco central ya no puede hacer más, de hecho la tasa de interés real es negativa desde que se mantienen estos niveles cercanos a cero, con excepción del período que va de marzo a octubre de 2009, que como se muestra en la gráfica 2, corresponde a una etapa de deflación. En la teoría monetaria se considera que una economía llega al límite de una tasa de interés nominal de cero cuando experimenta una deflación importante, por esta razón, una manera que tiene la Fed para salir de la trampa de liquidez es poner en circulación una gran cantidad de dinero, política que ha aplicada a través de las medidas de flexibilización cuantitativa (QE1 y QE2), que es una política monetaria no convencional que se hace a través de la compra de bonos en operaciones de mercado abierto<sup>19</sup>. Por ejemplo, con la segunda ronda de *Quantitative easing 2* (QE2) anunciada durante la primera semana de noviembre de 2010, la Reserva Federal se comprometió a comprar 600 mil millones de dólares en bonos del Tesoro de largo plazo, medida que tiene como fin seguir manteniendo baja la tasa de interés para reducir los costos del crédito a consumidores y empresas y reimpulsar el proceso de recuperación de la economía, proceso que debería generar presiones inflacionarias y expectativas de inflación en los agentes económicos, que es lo que propone Krugman. Lo anterior significa que la Fed está financiando su cartera de bonos a través de una refinanciación continua de su deuda<sup>20</sup>. El relajamiento cuantitativo QE1 se implementó a partir del 25 de noviembre de 2008 al 31 de marzo de 2010, mientras que QE2 se aplicó durante el período del 3 de noviembre de 2010 al 30 de junio de 2011.

---

<sup>19</sup> Ejemplos de economías en las que esta política se ha utilizado incluyen a Japón a principios del siglo XXI, y los Estados Unidos, el Reino Unido y la zona euro durante la crisis financiera mundial que se ha prologado hasta la fecha, ya que el programa es adecuado para las economías donde la tasa de interés bancaria, la tasa de descuento y/o la tasa de interés interbancaria están cerca de cero.

<sup>20</sup> El Fondo de la Reserva Federal ha comprado más de 2.3 billones de dólares en activos en las dos rondas de QE para combatir la recesión. Lo anterior es señalado por el presidente de la Fed de St. Louis, James Bullard, *El Financiero*, 25 de junio, 2012, p. 11A.

En relación a lo anterior resulta de interés citar al gobernador y luego presidente de la Reserva Federal Ben Bernanke<sup>21</sup>: “Para estimular el gasto agregado cuando las tasas de interés de corto plazo llegan a cero, la Reserva tiene que ampliar sus compras de valores o, quizá, extender el menú de activos que compra [...] Las posibilidades de una deflación grave en Estados Unidos parecen remotas, en parte por la fuerza básica de nuestra economía, pero también por la determinación de la Fed y otras autoridades del país para actuar con previsión en contra de presiones deflacionarias”<sup>22</sup>. Sin embargo, con la crisis financiera mundial la situación ha cambiado y Bernanke está haciendo precisamente lo que había dicho que se tenía que hacer ante una situación de trampa de liquidez, y ante los riesgos de deflación que implica implementa una política monetaria extremadamente laxa que además incluye medidas no convencionales.

Pero entonces, ¿por qué la política monetaria no ha generado los impactos esperados en la producción, el empleo y el nivel de precios? Recordemos que el canal de la tasa de interés es sólo uno de los canales del mecanismo de transmisión monetaria y desde esta perspectiva lo que se observa es que la política monetaria se muestra ineficaz para generar efectos permanentes sobre los niveles de actividad económica, motivo por el que en el mercado laboral la tasa de desempleo, de 8.2 por ciento para junio de 2012, sigue estando en niveles preocupantes. En este sentido es importante hacer referencia del canal de precios de otros activos, planteado por Allan H. Meltzer (1995), autor que pertenece a la corriente monetarista<sup>23</sup>.

Cuando la Fed decide comprar bonos del Tesoro a cambio de dinero, se reduce la cantidad de bonos que hay en el mercado, lo que tiende a aumentar el precio de los bonos y a disminuir la tasa de interés, con lo que el sector privado está dispuesto a tener más dinero. Lo anterior genera un desequilibrio en la cartera de activos de los agentes económicos, que ahora tienen más dinero del deseado, ¿qué hacen con este dinero adicional? Como vimos con anterioridad, pueden aumentar su gasto en bienes de inversión y consumo duradero, sin embargo, en una situación de trampa de liquidez este canal se ve limitado. En consecuencia, la liquidez adicional se puede destinar al pago de deudas y a la adquisición de activos financieros y físicos (diferentes de los bienes de capital); lo anterior

---

<sup>21</sup> Ben Bernanke es presidente de la Fed desde el 1 de febrero de 2006 a la actualidad.

<sup>22</sup> Discurso ante el Club Nacional de Economistas, Washington, D.C., 21 de noviembre de 2002. Tomado de Dornbusch R., S. Fischer y R. Startz, *Macroeconomía*, McGraw Hill, Décima edición, México, p. 255.

<sup>23</sup> Meltzer plantea un análisis muy interesante en lo que se refiere a los impactos que genera en el corto plazo las variaciones de la cantidad de dinero en el sistema económico, analizando el canal del precio de otros activos. En lo que se refiere al largo plazo, el autor señala que el dinero es neutral, lo que nos parece de poco interés, además de que no señala los supuestos altamente restrictivos que se tendrían que verificar para que esto fuera así.

significa que el nivel inusitadamente bajo de la tasa de fondos federales si está generando presiones inflacionarias, pero no tanto en el mercado de bienes, sino en los precios de los activos financieros, como los bonos y las acciones, y en activos físicos, como los precios de las materias primas y el precio de los metales preciosos (oro y plata). En suma, si se considera el canal del precio de otros activos se puede llegar a deducir que la política monetaria laxa de los Estados Unidos promueve la especulación en los mercados financieros, tanto en países desarrollados como en economías emergentes<sup>24</sup>.

### **3. Conclusiones**

La política monetaria laxa que implementa Estados Unidos desde fines de 2008 a la actualidad para hacer frente a la crisis financiera mundial es algo inédito, nunca en la historia de ese país la tasa de interés de los fondos federales había alcanzado un nivel tan bajo, lo que refleja la profundidad de la recesión. La Fed actuó como prestamista de última instancia al rescatar al sistema financiero con el fin de que siguiera cumpliendo su función y evitar de este modo una crisis mayor a la Gran Depresión de los años treinta. En este sentido no se puede decir que la política monetaria sea ineficaz, “aunque no ha sido capaz de evitar la recesión, ya que la crisis financiera ha hecho que los márgenes del crédito bancario hayan subido y las condiciones para conceder créditos se hayan endurecido, pero sí ha sido capaz de contenerla en algo” (De la Dehesa, 2010: 275).

Por ello, además de reducir los tipos de interés, se aplicaron medidas de flexibilización o relajamiento cuantitativo, que de acuerdo con lo señalado por el propio Bernanke en 2002, es lo que se debe de hacer en el caso de que una economía enfrente una situación de trampa de liquidez, situación que ahora se ha convertido en una realidad. Lo anterior significa que el presidente de la Fed reconoce implícitamente la existencia de una trampa de liquidez y aplica política monetaria expansiva para tratar de salir de ella, lo que es congruente con la recomendación realizada por Krugman, dado que la política monetaria laxa se ha implementado desde fines de 2008 a la actualidad. ¿Lo anterior significa que se puede considerar que la política monetaria expansiva tiene un carácter permanente y que entonces las expectativas de precios de los agentes económicos tienen que ser mayores con el fin de que empiecen a aumentar su gasto en el período corriente?

El lunes 20 de junio de 2012 la Fed anuncia que seguirá manteniendo en el mismo rango a la tasa de interés de los fondos federales hasta finales de 2014, también decidió ampliar hasta fin de

---

<sup>24</sup> Para una reflexión más amplia sobre este punto ver León y de la Rosa (2010).

año un programa de extensión de vencimientos de bonos llamado operación *Twist*, en el que el Banco Central reemplaza la deuda de corto plazo (menores a tres años) que tiene con valores de plazos más largos (comprendidos entre seis y 30 años)<sup>25</sup>. Además, el Fondo de la Reserva Federal no descarta una tercera ronda de flexibilización cuantitativa (QE3), ya que considera que con la crisis europea existe el peligro de que la economía pueda desacelerarse aún más, por ello redujo en medio punto sus estimaciones sobre el crecimiento económico esperado (de 2.4-2.9 por ciento a 1.9 y 2.4 por ciento para 2012 y para 2013 las pasó de 2.7-3.1 por ciento a 2.2-2.8 por ciento y finalmente, se espera que la tasa de crecimiento para 2014 sea entre 3 y 3.5 por ciento).

La política monetaria laxa que se ha seguido no sólo en Estados Unidos, sino también en otros países como Inglaterra, Japón, China y los países de la eurozona ha sido criticada por autores como Meltzer, historiador de la Fed, que considera que se está gestando una grave inflación, riesgo que también es señalado por los economistas de la escuela Austriaca. Esta preocupación debe de ser considerada, ya que resulta alarmante que el déficit del sector público se esté financiando a través de la emisión monetaria, con lo que los enormes compromisos que ha hecho el gobierno se pueden traducir en el futuro en presiones inflacionarias, mayores aumentos en la deuda soberana y en una política fiscal que corre el riesgo de ser altamente contractiva.

Finalmente, si se considera el canal de precios de otros activos se puede señalar que la política monetaria laxa promueve la especulación en los mercados financieros, limitando la inversión y el crecimiento económico, lo que puede prologar el alto nivel de incertidumbre que prevalece en los mercados financieros mundiales. Por ello, es fundamental que los gobiernos se preocupen por generar expectativas que generen confianza en relación a la recuperación futura de la economía.

## **Bibliografía**

Bain Keith y Peter Howells, *Monetary Economy Policy and its Theoretical Basis*, Palgrave Macmillan, Great Britain, 2003.

---

<sup>25</sup> Si bien tal operación está valorada en 267 mil millones de dólares, no implica una mayor inyección de recursos a la economía, por lo que la reacción de los mercados fue tibia. Ver Rodolfo Navarrete, “Relajamiento monetario mundial”, *El Financiero*, 25 de junio, 2012, p. 8.



Bernanke Ben S. y Mark Gertler (1995), “Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission”, *Journal of Economic Perspectives* Volume 9, Number 4 Fall, pp. 27-48.

De la Dehesa Guillermo, *La primera gran crisis financiera del siglo XXI*, Alianza Editorial, España, Tercera reimpresión, 2010.

Fleckenstein, William A. y Frederick Sheehan, *Las burbujas de Alan Greenspan*, México, McGraw Hill, 2009.

Guillén, Arturo, “Crisis global: de las hipotecas a la recesión generalizada”, en *Ola Financiera*, revista electrónica, núm.2, México, IIEC-UNAM, enero-abril de 2009, pp. 57-93.

R. Lucas (1980), “The Death of Keynesian Economics: Issues and Ideas”, University of Chicago, Winter.

Lucas, R. y Sargent T. (1978), “After Keynesian Macroeconomics”, in *After the Phillips Curve: Persistence of High Inflation and high Unemployment*, Boston, MA: Federal Reserve Bank of Boston.

J.M. Keynes, *Teoría General de la ocupación, el interés y el dinero* (1936), FCE, México, octava reimpresión, 1984.

Kregel, Jan, “Usando el “Minsky’s of Safety” para analizar la crisis del mercado hipotecario en Estados Unidos”, en *Ola Financiera*, revista electrónica, núm.1, México, IIEC-UNAM, septiembre-diciembre de 2008, pp. 62-95.

Krugman, Paul (1998), “It’s Back: Japan’s Slump and the Return of the Liquidity Trap”. *Brookings Papers on Economy Activity*, Núm. 2:137-205.

Meltzer, Allan H., “Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective”, *Journal of Economics Perspectives*-Vol. 9, Number 4, Fall, 1995, pp. 49-72.

Mishkin, Frederic S. (1995), "Symposium on the Monetary Transmission Mechanism", *Journal of Economic Perspectives*-Volume 9, Number 4, Fall 1995, pp. 3-10.

León, Josefina y Ramiro de la Rosa M. (2010), "El exceso de liquidez mundial alimenta la especulación financiera en economías emergentes", revista electrónica *El Observatorio Económico de México*, Número 10, vol. 1, Número 10, pp. 27-34, UAM Azcapotzalco. <http://observatorio.azc.uam.mx>

Lucas, Robert E. and Thomas J. Sargent, "*After Keynesian macroeconomics. After the Phillips Curve: Persistence of High Inflation and High Unemployment (1978)*". Boston, MA: Federal Reserve Bank of Boston, pp. 49-72.

Mankiw N. Gregory, "*The reincarnation of Keynesian economics*", *European Economic Review* (1992) 36, April, pp. 559-65.

Rojo, Luis A., *Ensayos de economía y pensamiento económico*, Alicante, Publicaciones de la Universidad de Alicante, segunda edición, 2006.

Vergopoulos, Kostas, "El fin de la globalización", en *Problemas del Desarrollo*, vol. 33, núm. 130, México, IIEC-UNAM, julio-septiembre, 2002, pp. 137-155.