

REPORTE DE INVESTIGACIÓN

1. Nombre del profesor: Josefina León León*.

2. Número de proyecto registrado ante el Consejo Divisional:

Este estudio es resultado del proyecto de investigación: Teoría y Política Monetaria: evaluación y perspectivas”, con registro No. 932.

3. Línea de Generación y/o Aplicación del Conocimiento: Teoría y Política Monetaria.

4. Área, Grupo de investigación: Grupo de Macroeconomía Financiera.

A) Título: Política monetaria de Estados Unidos, crisis financiera mundial y los retos de la Fed.

B) Resumen

El objetivo de este trabajo es analizar la política monetaria de Estados Unidos ante las crisis económicas del siglo XXI y señalar los retos que debe enfrentar en la actualidad Janet Yellen, quien a partir del 1 de febrero de 2014 y hasta enero de 2018 estará a cargo del Banco Central más importante del mundo.

El trabajo está integrado por tres apartados, en el primero de ellos se plantean algunas reflexiones en relación al papel de la política monetaria en el Monetarismo y otras corrientes relativamente recientes del pensamiento económico como el Nuevo Consenso Monetario, esto se hace con el fin de subrayar que las decisiones en el terreno de la política económica no son ajenas a los desarrollos de la teoría. En la segunda sección se señalan las acciones de política monetaria implementadas por Estados Unidos ante las crisis económicas del siglo XXI. En la tercera parte se presentan algunas reflexiones en relación a los retos que debe enfrentar Janet Yellen al frente de la Reserva Federal, así como las conclusiones del estudio.

* Profesora del Departamento de Economía de la Universidad Autónoma Metropolitana, Unidad Azcapotzalco, e-mail: leon2josefita@hotmail.com

C) Introducción

“La experiencia que las naciones tienen de la prosperidad es extraordinariamente escasa. Casi todas, a lo largo de la historia, han sido muy pobres”.

John Kenneth Galbraith, *La sociedad opulenta* (1958)¹.

La crisis financiera mundial de 2008-2009 ha sumido a los países en lo que Paul Krugman (Premio Nobel de economía en 2008) llama la Gran Recesión, ya que se trata de una crisis que se ha prolongado hasta la actualidad y que se manifiesta en problemas como los bajos niveles de actividad económica, el desempleo, los elevados montos de deuda externa, la profunda inequidad en la distribución del ingreso y los riesgos asociados a la deflación².

Ante la situación de inestabilidad financiera y estancamiento económico, muchos países, sobre todo las economías desarrolladas, implementaron políticas económicas expansivas con el fin de hacer frente a la situación. Sin embargo, a mediados de 2010 se empieza a manifestar la magnitud de los desequilibrios fiscales y el ascenso de la deuda soberana en economías como Estados Unidos (EU) y los países de la Eurozona, motivo por el que el Banco Central Europeo y los organismos financieros internacionales, como el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, hicieron énfasis en la necesidad de implementar políticas fiscales de carácter contractivo con el fin de contribuir en la reducción de los porcentajes de déficit fiscal y de deuda externa en relación con el producto interno bruto (PIB), los cuales ascendieron como consecuencia de la aplicación de las políticas contracíclicas.

En la segunda fase de la recesión económica, que se acompaña con desequilibrios fiscales, se ha continuado con el carácter laxo de la política monetaria. En el caso de Estados Unidos, el Fondo de la Reserva Federal (Fed) ha estado al frente de la respuesta política a la crisis financiera de 2008, que estalló luego del colapso del banco de inversión Lehman Brothers. Por su

¹ Cita tomada de Nasar (2014), p. 13.

² De acuerdo con datos del Banco Mundial del período 2008-2013, los riesgos de la deflación están presentes sobre todo en países desarrollados como Canadá, Estados Unidos, Reino Unido y Japón. Asimismo, en varias naciones europeos como España, Portugal, Grecia, Suiza, Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, Irlanda y los Países Bajos.

parte la política fiscal no está más disponible para apoyar a la economía-debido al tope de la deuda y a la reticencia de gastar de los republicanos conservadores en el Congreso-, las decisiones monetarias se han transformado en el medio principal para estimular la confianza pública e incentivar la demanda agregada. Se espera que el aumento en los niveles de consumo, inversión y exportaciones se refleje en ascensos en el crecimiento económico y reducción en los niveles de desempleo. Sin embargo, a pesar de que el gobierno estadounidense ha inyectado grandes cantidades de dinero, los impactos sobre las variables reales de la economía han sido limitados, lo que en la actualidad ha llevado a reducir los montos de liquidez.

El objetivo de este trabajo es analizar la política monetaria de Estados Unidos ante las crisis económicas del siglo XXI y señalar los retos que debe enfrentar en la actualidad Janet Yellen, quien a partir del 1 de febrero de 2014 y hasta enero de 2018 estará a cargo del Banco Central más importante del mundo. Con anterioridad el presidente de la Fed fue Ben Bernanke, quien estuvo a cargo durante el periodo del 1 de febrero de 2006 al 31 de enero de 2014, motivo por el que le tocó tomar las decisiones en los momentos más álgidos de la crisis. Realizar un trabajo como el que nos proponemos es importante, ya que las medidas que toma EU en materia de política económica generan impactos a nivel mundial, sobre todo en la etapa actual de globalización económica en la que los flujos de capital y de comercio influyen en la evolución de los mercados financieros y del sistema económico de los diferentes países.

El trabajo está integrado por tres apartados, en el primero de ellos se plantean algunas reflexiones en relación al papel de la política monetaria en el Monetarismo y otras corrientes relativamente recientes del pensamiento económico como el Nuevo Consenso Monetario, esto se hace con el fin de subrayar que las decisiones en el terreno de la política económica no son ajenas a los desarrollos de la teoría. En la segunda parte se señalan las acciones de política monetaria implementadas por Estados Unidos ante las crisis económicas del siglo XXI, las cuales han estado orientadas a disminuir a niveles históricamente bajos la tasa de los fondos federales con el fin de aumentar la capacidad de gasto de los consumidores y productores.

Adicionalmente, la política anterior ha sido reforzada por medidas no convencionales, que consisten en la inyección de liquidez (*Quantitative Easing* o QE por sus siglas en inglés o *Asset-Purchase Program* en países desarrollados como Inglaterra y Japón). Por lo tanto, ante la magnitud de la recesión se ha recurrido tanto a la expansión de la base monetaria a través de las operaciones de mercado abierto como a la reducción inusual en la tasa de fondos federales. En la tercera parte se presentan algunas reflexiones en relación a los retos que debe enfrentar Janet Yellen al frente de la Reserva Federal, así como las conclusiones del estudio.

D) Desarrollo

1. Del Monetarismo al Nuevo Consenso Monetario

En la década de los setenta, con el rompimiento de los Acuerdos Monetarios de Bretton Woods en 1971, varios países empiezan a transitar de un esquema cambiario de tipo de cambio fijo a tipo de cambio flexible, tendencia que se acentuó sobre todo en la década de los noventa y los primeros años del siglo XXI con las primeras crisis de la globalización económica en economías emergentes: México (1994-1995), países asiáticos como Tailandia, Corea y Malasia (1997), Rusia (1998), Brasil (1999) y el colapso Argentino a fines de 2001. Es importante recordar que bajo un régimen de flotación pura o limpia la política monetaria se convierte en una variable independiente y el tipo de cambio pasa a ser una variable dependiente, es decir, sus movimientos van a estar asociados con las decisiones que tome el banco central en relación con la tasa de interés de corto plazo y su diferencial con las tasas de interés internacionales, lo que se traduce en entradas o salidas de flujos de capital que repercuten en el nivel del tipo de cambio.

Las aportaciones de Milton Friedman (1968,1976) en el marco del Monetarismo hicieron énfasis en que una política monetaria errónea podía generar crisis acompañadas de estanflación económica, como los procesos que se vivieron en muchas economías en los años setenta en los que la recesión estuvo acompañada con inflación. Por lo tanto, lo más recomendable era establecer una regla de política monetaria, lo que en la actualidad se conoce como la regla del k por ciento, la cual plantea que para que el banco

central logre su objetivo de estabilidad de precios la oferta monetaria debe de crecer en la misma proporción que la actividad económica, considerando invariable a la velocidad de circulación del dinero. Para Friedman el dinero es neutral en el largo plazo y las causas de la inflación (deflación) se asocian con una política monetaria de carácter expansivo (contractivo)³. En su perspectiva el nivel de actividad económica depende de variables reales, como la tecnología y los factores productivos, motivo por el que las autoridades monetarias no se tienen que preocupar por el logro de objetivos económicos como el crecimiento económico y la generación de empleo. Asimismo, considera que en las economías capitalistas el sector privado es inherentemente estable, por lo que la política económica se debe orientar hacia el libre mercado.

Las ideas de Friedman encabezaron lo que se conoció entonces como la contrarrevolución monetarista, una corriente de pensamiento que defiende la filosofía del neoliberalismo económico, con lo que regresaron a la escena las ideas de la teoría cuantitativa y los planteamientos de los economistas clásicos de los siglos XVIII y XIX, como Adam Smith, David Ricardo y J. Stuart Mill, que señalan que los factores de oferta agregada juegan un papel activo, mientras que la demanda agregada juega un papel pasivo. En la conocida ley de Say “toda oferta crea su propia demanda”, el dinero es un velo, es decir, sólo es un medio de cambio que sirve para hacer transacciones. A pesar de que en esta concepción el dinero es neutral en la economía, de la lectura de economistas neoclásicos como Knut Wicksell (1898) se deduce que es importante que los bancos se preocupen por mantener la estabilidad de los precios o en otras palabras, el valor del poder de compra del dinero. Asimismo, Irving Fisher (1921) en su trabajo *Stabilization the Dollar. A plan to stabilize the general price level without fixing individual prices*, señala que el banco central puede controlar la cantidad de dinero y de crédito manipulando los tipos de interés. “Elevando los tipos de interés cuando apuntaba una inflación y bajándolos cuando apuntaba una deflación, el banco central podía frenar o fomentar la

³ Lo que significa que en el largo plazo se rechazan el *trade-off* entre inflación y desempleo a favor de una curva de Phillips real. Ver Mayer (1975: 182).

inversión, dependiendo de si quería estimular o desalentar la actividad económica. Además, controlando la inversión, las autoridades monetarias podían mantenerla en el nivel del ahorro y ajustar los precios a los costes” (Nasar, 2014: 343-344).

Los desarrollos teóricos de Friedman significaron una dura crítica para la Escuela Keynesiana, cuyas ideas dominaron sobre todo en el período posterior a la Segunda Guerra Mundial y hasta principios de la década de los setenta. En la perspectiva de John Maynard Keynes (1936) las economías capitalistas son inherentemente inestables y las libres fuerzas del mercado pueden originar crisis económicas, como la Gran Depresión de los años treinta. Por lo tanto, propone la intervención del Estado en la economía a través de políticas discrecionales activas. En la época en la que domina el pensamiento keynesiano a través del conocido modelo *IS-LM* propuesto por Hicks (1937), se favorecía sobre todo el uso de la política fiscal, ya que de acuerdo con las elasticidades de las funciones que representan el equilibrio en el mercado de bienes (*IS*) y de dinero (*LM*), se consideraba que su uso era más eficaz en relación con la política monetaria, la cual podía enfrentar limitaciones asociadas con la trampa de liquidez y la insensibilidad de la inversión a las variaciones de la tasa de interés. Las ideas anteriores en relación a la eficacia de la política fiscal fueron reforzadas por el modelo de Mundell-Fleming, el cual se desarrolló a comienzos de los años sesenta con los trabajos pioneros de Robert Mundell y J. Marcus Fleming. Este conocido marco de referencia conceptual de la economía abierta establece que bajo un sistema de tipo de cambio fijo (como el que imperaba en los Acuerdos Monetarios de Bretton Woods durante el período 1944-1971) la política fiscal es eficaz para afectar los niveles de actividad económica y empleo, de modo tal que el aumento en la demanda agregada genera presiones de alza en los precios, dependiendo de la elasticidad de la curva de oferta agregada.

Sin embargo, en la década de los setenta las cosas cambiaron, la incapacidad de la Escuela Keynesiana Ortodoxa para explicar la situación de estanflación económica⁴, el surgimiento de regímenes cambiarios alternativos

⁴ No existe una justificación única de las causas que generaron la estanflación económica de la década de los setenta. Es un tema que sigue siendo fuente de debate entre los economistas, entre las

al tipo de cambio fijo, la acumulación de desequilibrios fiscales en muchos países y la ausencia de microfundamentos en la teoría Keynesiana, entre otros factores, se convirtieron en elementos que influyeron en el desarrollo del Monetarismo, corriente que cambia la percepción que se tiene del papel del dinero en la economía, la no neutralidad monetaria en el corto plazo convierten al dinero en una herramienta poderosa capaz de generar movimientos cíclicos. Por lo tanto, se recomienda la aplicación de una regla en el manejo de la cantidad de dinero, mientras que en materia de política fiscal el consejo a los hacedores de política económica (*policy maker*) era mantener equilibrado el presupuesto del sector público.

La política monetaria empieza aquí a ocupar un lugar central en la política económica de las economías desarrolladas. Por lo tanto, para hacer frente a la presencia conjunta de recesión e inflación empezaron a aplicar las recomendaciones de Friedman al implementar políticas monetarias de carácter contractivo, proceso que fue impulsado por Ronald Reagan en Estados Unidos y por Margaret Thatcher en Inglaterra, influyendo posteriormente en los lineamientos de política económica del Decálogo del Consenso de Washington en 1989. Lo anterior implicó que las ideas de la teoría cuantitativa volvieran al escenario mundial, de modo que un problema de inflación debía de ser atacado con una reducción de la base monetaria, política que iba a generar un costo social en términos de aumento en la tasa de desempleo y caída en el nivel de producción, ya que de acuerdo con Friedman (1968), cualquier política de estabilización genera costos de ajuste de carácter temporal, que tienden a eliminarse a medida que la economía retomaba sus niveles de equilibrio de largo plazo asociados con la tasa natural de desempleo.

explicaciones que se han dado destacan las siguientes: 1) choques de demanda agregada asociados a la política monetaria y la política cambiaria, aquí se señalan los efectos de largo plazo de la política monetaria expansiva y el rompimiento de los Acuerdos de Bretton Woods; 2) choques de oferta agregada, como el aumento en los precios del petróleo y el ascenso en el precio de algunos granos básicos. Los anteriores son considerados factores coyunturales. Entre las explicaciones asociadas a factores estructurales se pueden mencionar las siguientes: 3) N. Kaldor señala como fuente principal el crecimiento desequilibrado del sistema económico; 4) en la perspectiva de la economía marxista se hace referencia al proceso de acumulación capitalista y la caída de la tasa de ganancia; 5) algunos autores hablan de un proceso de desindustrialización, que se refiere a la disminución relativa y absoluta del empleo manufacturero. Ver León (2009).

Aquí vemos que en esta corriente que defiende la filosofía del neoliberalismo económico la fe en el funcionamiento de los mercados estaba más allá de cualquier consideración en relación a que los costos sociales generados por dichas políticas pudieran ser no de carácter transitorio como se argumentó en su momento, sino de carácter permanente. No obstante, esto no generó una reflexión en el campo de la teoría macroeconómica ortodoxa, por el contrario, las ideas de Friedman fueron llevadas al extremo por Robert Lucas (1972), autor que por sus contribuciones en el desarrollo y aplicación de la hipótesis de expectativas racionales, y por haber por tanto transformado el análisis macroeconómico y profundizado la comprensión de la política económica, recibió el Premio Nobel de economía en 1995. Asimismo, es fundador de la Nueva Economía Clásica y artífice de lo que entonces se conoció como la Revolución de las expectativas racionales. En sus trabajos hace hincapié en la necesidad de realizar modelos macroeconómicos dinámicos y estocásticos; la incorporación de las expectativas racionales de los agentes económicos junto con los microfundamentos en un marco de equilibrio general walrasiano, juegan un papel central en la explicación de por qué argumenta que los mercados se equilibran.

Sobre el papel del dinero en la economía, en lo que se conoce como modelo de las Islas de Lucas, el autor señala que la política monetaria imprevista (de tipo discrecional) genera impactos reales en el sistema económico, dado que los agentes económicos confunden los cambios en el nivel general de precios con cambios en los precios relativos, por lo que consideran que existe una redistribución de la demanda agregada y tienen incentivos a modificar sus planes de producción, aunque debido a que las expectativas son racionales estos efectos son de carácter transitorio. Por su parte, si la política monetaria es prevista (implementada a través de una regla de política monetaria) el dinero es neutral en el sistema económico y la política monetaria es ineficaz para afectar los niveles de producción y empleo, ya que los agentes no confundirán los cambios en el nivel general de precios con cambios en el precio relativo de sus productos, por lo que no modificarán su producción.

Por lo tanto, lo anterior origina el desarrollo de nuevas aportaciones teóricas en las se empieza a perfilar la idea de que si los agentes económicos están bien informados en relación a las acciones que toman los bancos centrales, las decisiones de política monetaria no tendrán impactos reales en el sistema económico, es decir, el dinero es neutral. Adicionalmente se argumentó que los desequilibrios fiscales generaban presiones inflacionarias y que una de las causas muy comunes era el financiamiento del gasto público con emisión monetaria, lo que se observaba sobre todo en períodos de elecciones. Por lo tanto, se tenía que evitar la monetización del déficit del sector público y para esto era necesario que los bancos centrales fueran independientes. De aquí que la independencia de los bancos centrales, acompañada de la rendición de cuentas y la transparencia se convirtieran en signos de modernidad de los bancos centrales.

Para autores como Finn Kydland y Edward Prescott (1977) el dinero es endógeno y los ciclos económicos son generados por factores reales como el cambio de preferencias y la innovación tecnológica, lo cual implica que la política monetaria es ineficaz⁵, por lo tanto en su perspectiva el debate entre reglas y discrecionalidad no tenía sentido. Estos desarrollos extremos significaron un rompimiento de la teoría macroeconómica en su relación con la teoría monetaria.

Sin embargo, en el marco de la teoría ortodoxa no todos los autores compartían las ideas en relación a la neutralidad monetaria, ya en los años setenta autores como Stanley Fischer (1977) y John B. Taylor (1979) plantearon que en modelos que incorporan expectativas racionales y fundamentos microeconómicos, el dinero es no neutral en el corto plazo si se considera que se generan rigideces en el salario nominal explicadas por la existencia de contratos traslapados, lo cual hace que la política monetaria sea eficaz en el corto plazo para afectar los niveles de producción y empleo. Lo anterior fue muy importante porque influye en el desarrollo de lo que Gregory Mankiw y David Romer llaman la Nueva Economía Keynesiana (NEK) o Nuevo

⁵ Ambos autores fueron galardonados con el Premio Nobel de Economía en 2004 por sus aportaciones a la dinámica económica: la consistencia del tiempo en la política macroeconómica y las fuerzas que regulan los ciclos económicos.

Keynesianismo, una corriente que agrupa a una gran cantidad de autores, como Russell Cooper, John Andrew, Peter Diamond, Joseph Stiglitz, Alan Krueger, Lawrence Summers, Alan Blinder, Oliver Blanchard, Nobuhiro Kiyotaki, George Akerlof, Robert Hall, Ben Bernanke y Janet Yellen, entre muchos otros⁶.

Una preocupación de la NEK es tratar de explicar, con fundamentos microeconómicos y expectativas racionales, aspectos como la existencia de rigideces nominales o reales, las fallas de coordinación y las estructuras de mercado de competencia imperfecta. Este tipo de fallas de mercado se consideran cruciales en la explicación de las fluctuaciones económicas y en el rol que puede jugar el Estado para estabilizar a la economía en el corto plazo a través de la política económica. En este contexto el dinero es no neutral en el corto plazo y la política monetaria puede jugar un papel fundamental, motivo por el que se subraya la importancia de las decisiones de los bancos centrales y del debate de reglas versus políticas discrecionales.

Blanchard (2006) señala que durante los años ochenta y parte de los noventa, la política monetaria en los países desarrollados se diseñaba como sigue: en primer lugar, el banco central escoge un objetivo de tasa de inflación considerada óptima desde el punto de vista de la sociedad. Dada esta tasa de inflación, el banco central determina una meta para el crecimiento de la oferta monetaria. Suponiendo que la velocidad de circulación del dinero es constante, esta meta se determina como la tasa de inflación deseada más la tasa normal de crecimiento del producto. Sin embargo, debido a que diversos estudios empíricos mostraron que la velocidad de circulación del dinero no era estable o que la demanda de dinero era inestable, las autoridades monetarias empezaron a cambiar hacia el uso de la tasa de interés monetaria de corto plazo como el instrumento principal de política. Una cuestión que ya había sido incorporada al debate por autores como Poole (1970), quien señala que si la economía sufre choques provenientes del mercado financiero lo mejor es utilizar como

⁶ Una recopilación importante de artículos publicados por autores que pertenecen a esta escuela del pensamiento económico se encuentra en: N. Gregory Mankiw and David Romer, editors, (1991), *New Keynesian Economics*. Vol. 1: *Imperfect competition and sticky prices*, MIT Press, Vol. 2: *Coordination Failures and Real Rigidities*. MIT Press, England.

instrumento a la tasa de interés monetaria con el fin de reducir las variaciones en el nivel de actividad económica en relación a su nivel objetivo y por el contrario, que si los choques provienen del mercado de bienes entonces lo recomendable era utilizar la oferta monetaria como instrumento de política.

En la década de los noventa Taylor (1993) plantea lo que en la actualidad se conoce como la regla de Taylor, que establece un criterio para modificar la tasa de interés monetaria de corto plazo en función de dos objetivos económicos: generar crecimiento económico y mantener estables los precios, de modo que si el crecimiento se reduce en relación a su nivel objetivo, el banco central debe disminuir la tasa de interés y si el nivel de precios se ubica en niveles superiores a la meta de inflación, entonces las autoridades monetarias deben incrementar la tasa de interés.

“La regla fue originalmente diseñada para Estados Unidos, pero como menciona el propio Taylor (2000), otros investigadores pronto demostraron que la misma regla, o una modificación de ella, puede funcionar de manera muy adecuada en otras economías desarrolladas y que posteriormente este tipo de reglas de política monetaria han sido consideradas para su utilización en economías de mercado emergentes” (León, 2012: 41-42).

Posteriormente, en el marco de la macroeconomía ortodoxa se desarrolla lo que Goodfriend y King (1977) llaman Nueva Síntesis Neoclásica o lo que para autores como Walsh (2003), Blanchard, Dell’Aricia y Mauro (2010) es el Nuevo Modelo Keynesiano, que considera elementos de la Nueva Economía Keynesiana en el corto plazo, con la metodología de la Nueva Económica Clásica para el largo plazo. Algunos autores representativos de esta corriente son: M. Goodfriend y R. King, L.E. Svensson, R. J. Clarida, J. Gali, M. Gertler, B. McCallum, E. Nelson, M. Woodford y G. Corsetti. Este enfoque es ampliamente utilizado en la investigación de políticas monetarias, en lo que se conoce como el Nuevo Consenso Monetario o economía monetaria neo-Wickselliana, que propone la adopción del régimen de metas de inflación.

“Se considera que la mejor contribución del banco central es estabilizar los precios y que esto va a contribuir a reducir la variabilidad del producto en relación a su nivel potencial, se trata de determinar una tasa de interés óptima a través de una

regla, como la regla de Taylor. En lo que respecta a la política fiscal hay escepticismo sobre sus efectos, basado en el argumento de la Equivalencia Ricardiana y en la existencia de rezagos en el diseño e implementación de dicha política, además de que plantean que la política fiscal, más que la monetaria, se enfrenta a limitaciones políticas. Asimismo, se argumenta que en el marco de la estabilidad macroeconómica se requieren finanzas públicas sanas” (León, 2012: 42).

Entre las economías con meta inflacionaria se encuentran países como: Canadá, Estados Unidos, México, Chile, Perú, Brasil, Colombia, Guatemala, Australia, Nueva Zelanda, Israel, Islandia, Noruega, Unión Monetaria Europea, República Checa, Sudáfrica, Suecia, Suiza, Polonia, Tailandia, Filipinas, Turquía, Hungría, Corea del Sur e Israel.

2. Dinero barato para combatir las crisis

En el cuadro 1 se puede observar el listado de los banqueros centrales que han estado al frente de la Fed y los Presidentes de los Estados Unidos con lo que les ha tocado desempeñar sus funciones. De esta lista haremos referencia únicamente de los tres últimos: Alan Greenspan (agosto 11 de 1987 a enero 31 de 2006), Ben Bernanke y Janet Yellen, ya que nos interesa analizar la política monetaria del período 2000 a la actualidad⁷. En el apartado anterior hemos señalado en términos generales algunos planteamientos teóricos en relación al papel de la política monetaria y vimos que el debate se orientó a favor del uso de la tasa de interés monetaria de corto plazo como instrumento principal de los bancos centrales. Otro aspecto que se debe subrayar es que Ben Bernanke y Janet Yellen, el anterior y la actual presidenta del Fondo de la Reserva Federal, han hecho contribuciones teóricas en el marco de la Nueva Economía Keynesiana, corriente que como señalamos antes, influye en la construcción del Nuevo Modelo Keynesiano. Se trata entonces de dos personalidades que han incursionado tanto en el campo de la ciencia económica como en el terreno de la política pública.

Cuadro 1. Presidentes de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal de Estados Unidos

Presidente de la Fed	Período	Presidente (s) de los Estados Unidos
----------------------	---------	--------------------------------------

⁷ Primer trimestre de 2014.

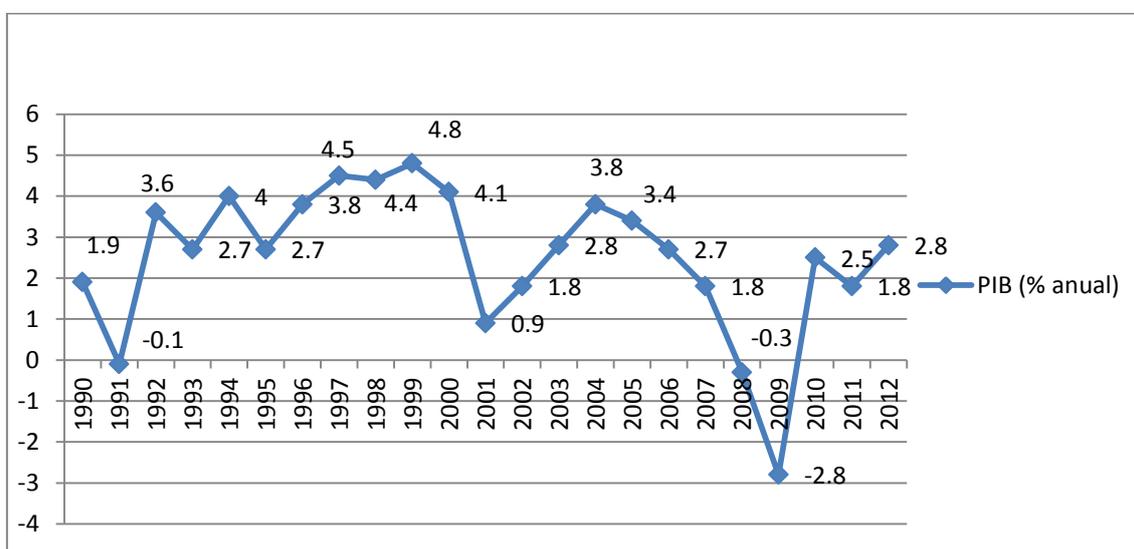
Charles S. Hamlin	Agosto 10 de 1914 a 10 de Agosto de 1916	Woodrow Wilson
William P.G. Harding	Agosto 10 de 1916 a 9 de Agosto de 1922	Woodrow Wilson Warren G. Harding
Daniel R. Crissinger	Mayo 1 de 1923 a 15 de Septiembre de 1927	Warren G. Harding Calvin Coolidge
Roy A. Young	Octubre 4 de 1927 a 31 de Agosto de 1930	Calvin Coolidge Herbert Hoover
Eugene Meyer	Septiembre 16 de 1930 a 10 de Mayo de 1933	Herbert Hoover Franklin D. Roosevelt
Eugene R. Black	Mayo 19 de 1933 al 15 de Agosto de 1934	Franklin D. Roosevelt
Marriner S. Eccles	Noviembre 15 de 1934 al 31 de Enero de 1948	Franklin D. Roosevelt Harry S. Truman
Thomas B. McCabe	Abril 15 de 1948 a 31 de Marzo de 1951	Harry S. Truman
William Mc Chesney Martin Jr.	Abril 2 de 1951 a 31 de Enero de 1970	Harry S. Truman Dwight D. Eisenhower John F. Kennedy Lyndon B. Johnson Richard M. Nixon
Arthur F. Burns	Febrero 1 de 1970 a 31 de Enero de 1978	Richard M. Nixon Gerald R. Ford Jimmy Carter
G. William Miller	Marzo 8 de 1978 a Agosto 6 de 1979	Jimmy Carter
Paul Volcker	Agosto 6 de 1979 a Agosto 11 de 1987	Jimmy Carter Ronald W. Reagan
Alan Greenspan	Agosto 11 de 1987 a Enero 31 de 2006	Ronald W. Reagan George H.W. Bush Bill Clinton George W. Bush
Ben Bernanke	Febrero 1 de 2006 a Enero 31 de 2014	George W. Bush Barack Obama
Janet Yellen	Febrero 1 de 2014 a Enero 31 de 2018	Barack Obama

Fuente: es.wikipedia.org

Durante los años de 2000 a 2012, como se muestra en la gráfica 1, Estados Unidos se enfrenta a dos situaciones de crisis, la desaceleración económica en 2001 y la crisis financiera mundial de 2008-2009. En el gobierno de Bill Clinton Estados Unidos observó un crecimiento óptimo con una relativa estabilidad de precios, ya que como se muestra en las gráficas 1 y 3, la economía creció en promedio 3.9% durante 1993-2000 y la inflación se mantuvo en niveles de alrededor del 2%. “En los hechos, es la etapa de mayor crecimiento en los poco más de 30 años transcurridos desde 1981. Logra

mejorarse la recaudación de impuestos y se sanean las finanzas públicas. Entre otros, logra disminuir el gasto militar pues no hay a la vista ningún conflicto externo y se emerge de la Guerra Fría con una nueva posición no defensiva, simbolizada por la caída del muro de Berlín (1989), y el posterior colapso de la Unión Soviética y obligada dimisión de Mijail Gorbachov el 25 de diciembre de 1991” (De la Rosa: 2012: 7). Al año siguiente, 1992, se inicia una etapa de bonanza económica para EU que fue impulsada en gran parte por la innovación tecnológica, lo que en la teoría macroeconómica se considera como un choque de oferta positivo.

Gráfica 1. USA, crecimiento económico (tasa de crecimiento anual): 1990-2012.



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial.

El auge experimentado por la economía estadounidense durante el período de 1993 a 2000, 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).

En 2001, durante el primer año de gobierno de George W. Bush⁸, se empieza a observar una pérdida de dinamismo económico, el PIB anual sólo crece 0.9% y 1.8 por ciento en 2002 (gráfica 1); es importante señalar que la desaceleración de la economía comienza con anterioridad al ataque terrorista contra las torres gemelas del 11 de septiembre de 2001. Al revisar los componentes de la demanda agregada, tanto la inversión fija (no residencial) como el comercio externo tienen resultados desalentadores con tasas de crecimiento negativas. Además, se nota de igual manera un menor dinamismo del consumo. El mercado interno comienza a mostrar signos de agotamiento⁹.

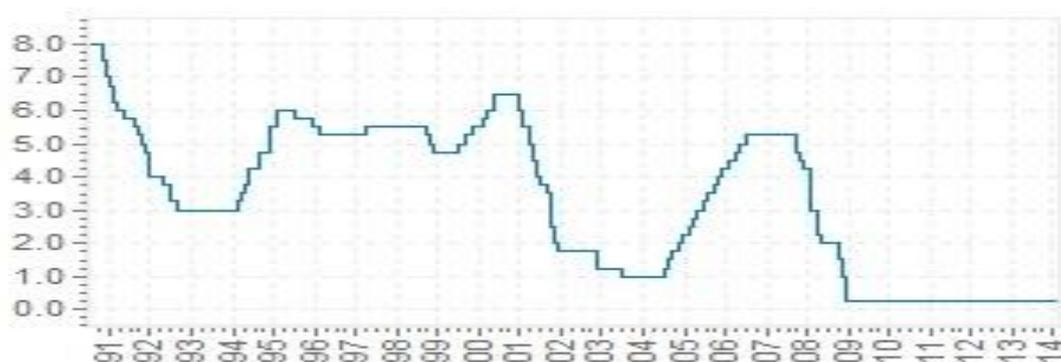
Ante la recesión, el gobierno de Estados Unidos aplica políticas de tipo expansivo con el fin de reactivar el crecimiento económico y reafirmar su poder a nivel mundial. En lo que se refiere a la política monetaria, Alan Greenspan, entonces presidente de la Fed, decide reducir de manera gradual la tasa de interés de los fondos federales con el fin de impulsar el crecimiento de la actividad económica y el nivel de empleo, medida consistente con el planteamiento de la regla de Taylor. Como se observa en la gráfica 2, 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; 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 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.

La política monetaria expansiva aplicada no tiene precedentes en la historia de los Estados Unidos, nunca la tasa de interés de los fondos federales había caído tanto en un período de tiempo tan corto. Esta medida puede 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 de bienes duraderos a través del abaratamiento en el costo del crédito.

⁸ Presidente de los Estados Unidos de América durante el período del 20 de enero de 2001 al 20 de enero de 2009.

⁹ Ver De la Rosa (2012), pp. 7 y 8.

Gráfica 2. USA, tasa de interés de fondos federales: 1991-2014 (datos hasta marzo).



Fuente: es.globalrates.com

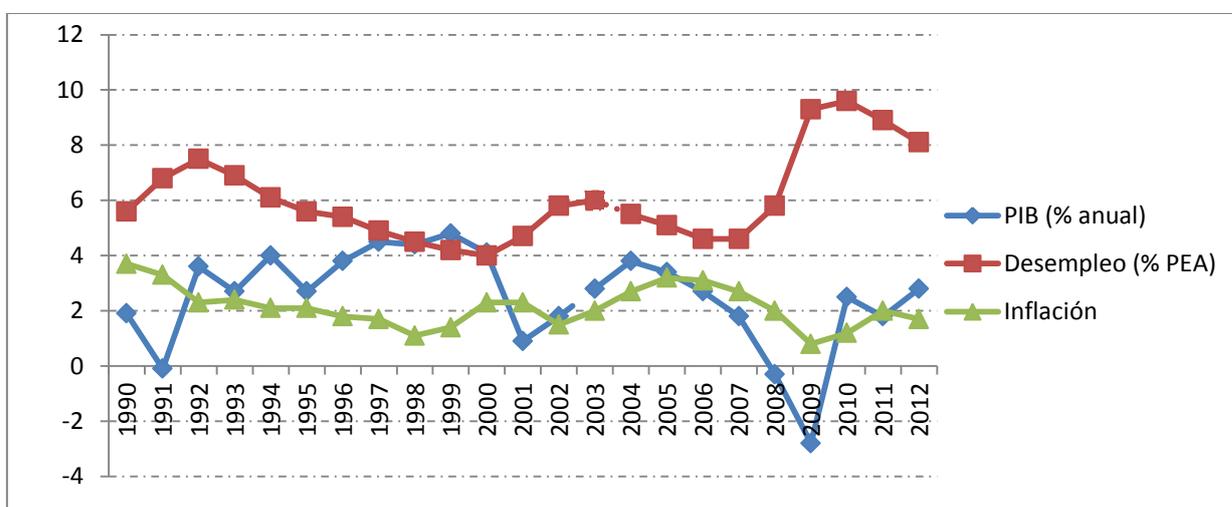
Ante la caída en la tasa de los fondos federales la actividad económica empieza a recuperarse y los bancos comerciales incrementan sus créditos hipotecarios sin medir los riesgos, confiados en que la etapa de auge se retroalimentaría en el mediano y largo plazo. En este caso, como se observa en la gráfica 3, el mecanismo de transmisión de la política monetaria expansiva resultó ser muy eficaz en el impulso del crecimiento económico, que de acuerdo con los datos del Banco Mundial, aumenta en promedio anual 3.18 por ciento en los años de 2003 a 2006, con lo que disminuye la tasa de desempleo de 6% en 2003 a 4.6 por ciento en 2006¹⁰. La expansión en la demanda agregada generó una ligera presión en el nivel de inflación, cuyo promedio durante los cuatro años antes señalados, fue de 2.75%; se trata de la inflación medida según la tasa de crecimiento anual del deflactor implícito del PIB, que muestra la tasa de variación de precios de la economía en general.

La situación de auge en los EU se veía reflejada en la mejora de las condiciones 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 mostraron 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 alentaré las alzas de precios

¹⁰ El desempleo es la proporción de la población activa que no tiene trabajo pero que busca trabajo y está disponible para hacerlo.

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).

Gráfica 3. Estados Unidos: Producción, Desempleo e Inflación (1990-2012).



Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco Mundial (datos.bancomundial.org).

Por otro lado, los bancos no podían mantener el costo del crédito a niveles 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. Por lo tanto, 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 2, se mantiene hasta septiembre de 2007.

Los primeros síntomas de la crisis se empezaron a observar desde mediados de 2007 en el mercado de hipotecas *subprime* de Estados Unidos, lo que se reflejó en una caída en la tasa de crecimiento del PIB, indicador que en 2008 y 2009 observa niveles negativos, proceso acompañado por un aumento importante en la tasa de desempleo y disminución en la tasa de inflación (gráficas 1 y 3); por su magnitud e impactos a nivel mundial esta crisis sólo es comparable con la Gran Depresión de 1929-1933. Para hacer frente a la situación Ben Bernanke, presidente de la Fed a partir del 1 de febrero de 2006, empieza a aplicar una agresiva política de reducción de la tasa de fondos federales. En 2007 se realizaron tres ajustes: el 18 de septiembre (4.75%), el 31 de octubre (4.50%) y el 11 de diciembre (4.25%), mientras que en 2008 la tasa de referencia se modificó en siete ocasiones, para llevarla a partir del 16 de diciembre de 2008 al rango de 0.00% a 0.25%, nivel que conserva en la actualidad¹¹.

Autores como Obregón (2011) plantean la tesis de que: a) el estallido de la crisis se podría haber evitado con decisiones de política monetaria diferentes a las aplicadas por la Reserva Federal bajo el mandato de Greenspan y posteriormente Bernanke; b) la crisis obedece al doble error de mantener demasiado tiempo (2001-2004) las tasas de interés bajas y luego (2004-2006) subir las “abruptamente”; c) la propagación de la crisis desde el marginal sector *subprime* hasta convertirse en una crisis bancaria, luego crediticia y finalmente hipotecaria obedeció a políticas tardías e inconsistentes por parte de las autoridades económicas de los Estados Unidos.

El planteamiento de Obregón no es nuevo, ideas similares se pueden encontrar en corrientes que defienden la filosofía del neoliberalismo económico. Para la escuela Monetarista las crisis económicas también son generadas por malos manejos de política monetaria, Milton Friedman y Anna Schwartz, en su libro *A Monetary History of the United States 1867-1960*, sostienen la tesis de que la Gran Depresión de 1929-1933 pudo haber sido menos severa y de menor duración si la Reserva Federal hubiera implementado una política

¹¹ De acuerdo con datos de la Reserva Federal, de un nivel de 4.25% que había a fines de 2007, el 22 de enero de 2008 se ajusta a 3.50%; el 30 de enero a 3.0%; el 18 de marzo a 2.25%; el 30 de abril a 2.0%; el 8 de octubre a 1.50%; el 29 de octubre 1.0% y a partir del 16 de diciembre de ese año se establecen niveles cercanos a cero por ciento.

monetaria expansiva. Ya que durante la crisis la producción real registró una caída de 30 por ciento, el desempleo alcanzó un 33 por ciento, hubo una deflación de 25 por ciento, y 1 de cada 3 bancos comerciales cerró sus puertas¹². Pero el hecho más relevante para la hipótesis monetarista de Friedman y Schwartz (1963) es que entre agosto de 1929 y marzo de 1933 se registró una reducción de 30 por ciento en la cantidad de dinero en circulación. Siguiendo la lógica del enfoque monetarista se puede señalar que en el caso de la crisis financiera de la actualidad, el crecimiento económico observado en EU durante el período de 2003 a 2006, fue impulsado por la política monetaria laxa que generó una expansión insostenible que terminó en una crisis financiera mundial. Aunque de acuerdo con su razonamiento teórico la crisis de 2008-2009 se tendría que haber manifestado como una estanflación económica, no como una recesión acompañada por tendencias deflacionarias.

En la perspectiva de Lawrence H. White, una de las principales figuras de la escuela Austriaca moderna, se generó un boom insostenible debido también 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 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”¹³

¹² Ver Aparicio Cabrera, Abraham (2007), “La política monetaria en la crisis de 1929-1933: la tesis Friedman-Jacobson”. Texto presentado en el Seminario: “Milton Friedman: Teoría e Historia”, el 14 de junio de 2007, Facultad de Economía de la UNAM. <http://www.economia.unam.mx/profesores/aaparicio/Politica%20Monetaria.pdf>

¹³ Ver La Escuela Austriaca en el Siglo XXI, Revista Digital No. 15, Año 2009, Fundación F.A. Hayek: <http://www.hayek.org.ar>

En este trabajo escapa de nuestros objetivos el analizar las causas de la crisis financiera mundial, creemos que este es un tema de debate. Pero sin lugar a dudas las decisiones de política monetaria jugaron un papel importante, así como la excesiva desregulación de los mercados financieros y la caída en el salario real de los trabajadores, entre otros factores.

Por otro lado, la crisis financiera mundial de 2008-2009 fue de tal magnitud que para evitar un desastre mayor los gobiernos de muchos países, sobre todo de las economías desarrolladas, se vieron en la necesidad de aplicar políticas económicas de carácter expansivo. Creemos que muchos banqueros centrales, conocedores de la fuerte contracción monetaria durante la Gran Depresión de 1929-1933 y de sus consecuencias, optaron por aplicar políticas monetarias de carácter expansivo. En el cuadro 2 aparecen las tasas objetivo de los bancos centrales de una muestra de países tanto desarrollados como emergentes. Es de subrayar que la política monetaria extremadamente baja llevó a las tasas de interés nominales a niveles cercanos a cero en Japón, Estados Unidos, los países de la Eurozona y Gran Bretaña, es un hecho inédito. Por otro lado, se puede ver que en países en vías de desarrollo como México, Brasil, Chile y Colombia, los niveles de las tasas de interés objetivo están muy por arriba de las tasas monetarias de los países desarrollados y esto se debe a que este diferencial les permite atraer inversión extranjera indirecta o de carácter especulativo, ya que en el marco de la globalización económica la atracción de inversión extranjera (tanto directa como indirecta) y el impulso del comercio exterior juegan un papel central. De este modo, no es de extrañar que la política monetaria extremadamente laxa de los países desarrollados impulse los flujos de capital especulativos en los países emergentes, con el riesgo de generación de burbujas financieras, que de llegar a estallar pueden generar crisis económicas e inestabilidad en los mercados financieros internacionales.

Cuadro 2. Tasas objetivo de Bancos Centrales.

Cifras en porcentajes

	Dic 2010	Dic 2011	Sept 2012	Mayo 2013	Ene 2014
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Eurozona	1,00	1,00	0,75	0,50	0,25
Gran Bretaña	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Japón	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Canadá	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Australia	4,75	4,25	3,50	3,00	2,50
Nueva Zelanda	3,00	2,50	2,50	2,50	2,50
México	4,50	4,50	4,50	4,00	3,50
Brasil	10,75	11,00	7,50	7,50	10,00
Chile	3,25	5,25	5,00	5,00	4,50
Colombia	3,00	4,75	5,25	3,25	3,25
Perú	3,00	4,25	4,25	4,25	4,00

Nota: Tasas de referencia de Estados Unidos en un rango de 0.00 % a 0.25% y la de Japón entre 0.00% a 0.10 %.
Fuente: Elaborado con datos de Bancos Centrales.

En Estados Unidos los ajustes de la tasa de los fondos federales hasta niveles cercanos a cero tienen como objetivo reactivar el crecimiento económico y disminuir la tasa de desempleo, que para 2009 y 2010 alcanzó niveles de 9.3 y 9.6 por ciento respectivamente, como se puede ver en la gráfica 3. Después de la caída que sufrió la actividad económica estadounidense en 2008 y 2009, se empieza a recuperar en 2010, con una tasa de crecimiento económico de 2.5 por ciento (gráfica 1); sin embargo este ritmo de actividad no se sostiene y ante los fuertes problemas de deuda que enfrenta el país, la tasa de crecimiento económico se desacelera en 2011,

asciende ligeramente en 2012 para nuevamente descender a 1.8 por ciento en 2013.

Lo anterior nos lleva a reflexionar en relación a las limitaciones que enfrenta la política monetaria convencional para hacer frente a la recesión global en un contexto de incertidumbre. Siguiendo a Eggertsson (2008), en la trampa de liquidez la tasa de interés nominal a corto plazo es cero (o casi nula). En esta situación la intervención del banco central en los mercados de activos financieros es obstaculizada porque el dinero y los bonos esencialmente son sustitutos perfectos. En la literatura keynesiana, si hay trampa de liquidez, la política monetaria es inefectiva porque no incide sobre la producción y el empleo, la recomendación es la aplicación de política fiscal expansiva. Pero en la literatura del Nuevo Modelo Keynesiano, la política monetaria no necesariamente es irrelevante. Los cambios transitorios en la oferta monetaria ciertamente son irrelevantes, pero los cambios permanentes en la tasa de emisión futura pueden trastocar algunas variables agregadas importantes, a pesar de que la tasa de interés nominal esté en su límite inferior.

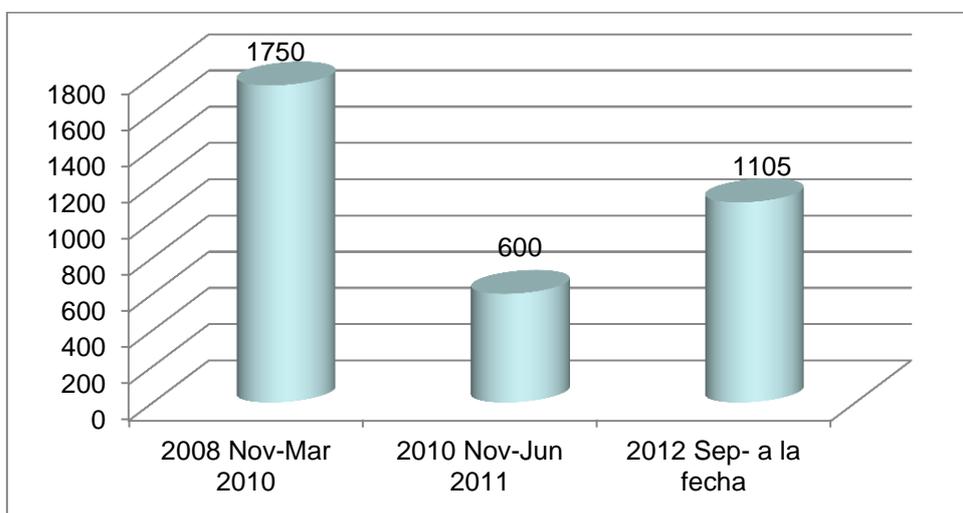
En la *Teoría General* (1936) Keynes plantea la situación de la trampa de liquidez como una curiosidad teórica, señala que en lo particular no ha visto que se presente en la realidad una situación de ese tipo. Sin embargo, la trampa de liquidez se ubica como un concepto importante del debate macroeconómico contemporáneo a raíz de que Paul Krugman (1998) argumenta que la economía japonesa en la década de los noventa enfrenta una trampa de liquidez. El propósito del modelo que plantea Krugman es explicar por qué la economía japonesa experimentó una deflación de precios en una situación en la que la tasa de interés nominal era prácticamente nula. En la actual crisis financiera mundial si existe o no una trampa de liquidez constituye un tema de debate, pero lo cierto es que las decisiones de política monetaria y sus resultados en términos empíricos constituyen un campo importante para la reflexión en relación al papel del dinero en la economía, en la que ahora el crédito juega un papel fundamental.

De acuerdo con Krugman, incluso si la economía está en una trampa de liquidez, la política monetaria es eficaz para salir de la crisis, el remedio es una

expansión monetaria permanente que eleve el nivel de precios esperado a futuro, con lo que se reduce la tasa de interés real y ante un menor nivel de inflación en el periodo presente los agentes económicos aumentarán su gasto en bienes de consumo e inversión. Por lo tanto, en la perspectiva de este autor la política monetaria expansiva de carácter permanente es eficaz porque causaría expectativas de inflación.

A este respecto, como la tasa de interés nominal ya no podía bajar más, la política monetaria implementada por Bernanke durante la presidencia tanto de George W. Bush¹⁴ como de Barack Obama, fue aplicar una herramienta no convencional de política monetaria llamada flexibilización cuantitativa (*Quantitative easing*: QE) con el fin de sanear el sistema financiero de activos tóxicos como los títulos de deuda asociados con las hipotecas *subprime*. Este tipo de política consiste por lo tanto en la compra masiva de bonos de gobierno y bonos respaldados por hipotecas, la política inicia en noviembre de 2008 y continúa en la actualidad, como se muestra en el cuadro 3.

Cuadro 3. Estados Unidos: inyecciones de liquidez (QE1, QE2, QE3)
(Miles de millones de dólares)



Fuente: Reserva Federal.

En la primera etapa, que corresponde al QE1, se inyectaron 1750 billones de dólares durante el período de noviembre de 2008 a marzo de 2010.

¹⁴ Presidente de los Estados Unidos de América desde el 20 de enero de 2001 al 20 de enero de 2009.

Adicionalmente, ante el ascenso en la tasa de desempleo, que en agosto de 2010 alcanzó niveles de 10 por ciento, sumado con la crisis de deuda soberana no solo en Estados Unidos sino también de los países europeos, se decide aplicar el QE2 durante el período de noviembre de 2010 a junio de 2011 por 600 mil millones de dólares. Como señalamos antes, en 2012 la tasa de crecimiento de la economía estadounidense se había recuperado, pero las expectativas para 2013 eran desalentadoras, motivo por el que en septiembre de 2012 inicia el QE3 y lo sorprendente es que el monto es 54 por ciento mayor al QE2 (cuadro 3), lo que da una idea de la gravedad de la situación.

Es de subrayar que a siete años de haber iniciado la crisis, la política monetaria laxa no ha tenido los resultados esperados, aunque las bajas tasas de interés impactaron positivamente la crisis de deuda y se ha logrado disminuir la tasa de desempleo de niveles cercanos de 10 por ciento que tenía en 2009 y 2010, a 7.8 por ciento en 2012 y a 6.7 por ciento en 2013, este nivel se encuentra aún por arriba de los niveles pre crisis, ya que en 2007 la tasa de desempleo se ubicaba en 4.6 por ciento (gráfica 3). Lo anterior nos lleva a plantear las siguientes reflexiones: si la economía se encuentra en una trampa de liquidez, ¿por qué la política monetaria expansiva, y que se ha aplicado ya por varios años, no logra sacar a la economía de la recesión como señala Krugman? ¿Por qué no se han generado las expectativas inflacionarias asociadas a la expansión monetaria?

Para autores monetaristas como Meltzer, la tasa de interés nominal no representa la única vía del mecanismo de transmisión monetaria. Aun cuando la economía se encuentre en una situación de trampa de liquidez (con una tasa de interés que se mantiene constante y con niveles cercanos a cero), un aumento en la cantidad de dinero se traduce en cambios en precios relativos, que se reflejan en el ascenso en los precios de los bonos y del capital físico, lo que modifica las decisiones de gasto de los agentes económicos (Meltzer, 1995:56). Lo anterior significa que el dinero es no neutral y que la política monetaria es eficaz en el corto plazo.

“El planteamiento crítico de Meltzer a la trampa de liquidez del modelo keynesiano ortodoxo nos parece fundamental para entender gran parte de los

ajustes en los mercados financieros internacionales que se presentan en la actualidad. En el modelo de Meltzer el mercado de activos de los agentes económicos incluye una cartera integrada por demanda de dinero, bonos y bienes de capital (bienes de inversión y bienes de consumo duradero). Sin embargo, esta gama de activos se puede ampliar si se consideran además la demanda de acciones y de *commodities* como el petróleo y los metales preciosos como el oro y la plata. De este modo, dado que la tasa de interés está cerca de un nivel de cero y ya no puede bajar más, la inyección de liquidez realizada por Estados Unidos se traduce en una modificación de los precios relativos que implica aumentos en la demanda de bonos de corto plazo, de acciones y de productos básicos, motivo que en parte explica el ascenso observado en los precios del petróleo, en las materias primas y en productos como el oro y la plata. Para Meltzer el impacto del impulso monetario tendría que afectar también al gasto agregado, aumentando en el corto plazo el nivel de actividad económica real. Pero, si el rendimiento que se obtiene de las inversiones especulativas en el mercado financiero es mayor que el que se obtiene de la inversión productiva, entonces resulta lógico que el dinero se mueva hacia la especulación” (León, Ugarte y Lizarazu, 2013: 117).

En mayo de 2013 el presidente de la Fed, Ben Bernanke, hizo declaraciones en relación a un posible recorte en su política de expansión cuantitativa, lo que implicaría una disminución en las compras de bonos del Tesoro y bonos respaldados por hipotecas que lleva a cabo mensualmente (cantidad que ascendía a 85 mil millones de dólares), lo que presionará a la alza a las tasas de interés y a la baja su precio, generando pérdidas para los inversionistas que mantienen bonos. Lo anterior provocó una alta volatilidad en los mercados cambiarios y financieros (deuda y capitales) de las economías desarrolladas y de los países emergentes, que se reflejó sobre todo durante el mes de junio¹⁵.

Olivier Blanchard, economista en jefe del FMI, declaró en una reunión del Instituto de Finanzas Internacionales en París, que los movimientos de los mercados habían sido exagerados y que el problema surgía de la poca claridad

¹⁵ Los mercados financieros internacionales y locales reaccionaron de una manera violenta y se registraron pérdidas importantes en una gran cantidad de activos financieros, particularmente en los de renta fija de mediano y largo plazo.

en las normas para abandonar el alivio cuantitativo y que la Fed no podía hacer compromisos en términos de cantidades, ya que esto dependía de la recuperación de la actividad económica de EU. “Esta es una economía que se está recuperando, la cuestión está en torno a la velocidad de salida del alivio cuantitativo, dijo Blanchard”¹⁶. La inestabilidad en los mercados financieros fue tal que en su reunión del 17 y 18 de septiembre de 2013, el banco central de Estados Unidos decidió mantener inalterado el ritmo de expansión de compras de activos.

De acuerdo con el último programa de flexibilización cuantitativa (QE3), la Fed hace el canje de bonos de corto por largo plazo, por lo que durante el período de septiembre de 2012 a diciembre de 2013 comenzó comprando cerca de 85 mil millones de dólares al mes. Pero a fines de año decide modificar este monto de compras mensuales de bonos en un retiro paulatino de 10 mil millones de dólares, esto en consideración de que se espera que en 2014 la tasa de desempleo se ubique en niveles de 6.2 por ciento¹⁷, una cifra menor a la meta inicial de 6.5 por ciento que la Reserva Federal plantea para comenzar a elevar el costo del crédito. Por lo tanto, el desmantelamiento de los estímulos monetarios en Estados Unidos o *tapering*, por sus siglas en inglés, se realiza del siguiente modo: 1) El 18 de diciembre de 2013 anuncia que baja a un nivel de 75 mil millones de dólares. 2) El 29 de enero de 2014 se decide un recorte en el programa de compra de activos por parte de la Fed, de 75 mil millones de dólares a 65 mil millones de dólares, la mitad en bonos del Tesoro y la otra mitad en títulos hipotecarios. 3). El 19 de marzo de 2014 se decide otro recorte, de 65 mil millones de dólares a 55 mil millones de dólares, 25 mil millones de dólares en títulos respaldados por hipotecas y 30 mil millones de dólares en títulos del Tesoro de largo plazo.

3. Los retos de Janet Yellen

El primero de febrero de 2014 tomó posesión como Presidenta de la Reserva Federal de Estados Unidos Janet Yellen, es la primera mujer al frente del Banco Central y la número quince en ocupar el cargo. Yellen es conocida en los medios académicos por el desarrollo de diferentes trabajos en el marco de

¹⁶ El Financiero, 26 de junio, 2013, p. 5

¹⁷ Cifra estimada de acuerdo con datos de Bloomberg.

la Nueva Economía Keynesiana, en particular destacan sus aportaciones en relación con el desempleo en el mercado laboral¹⁸. “Anteriormente fue vicepresidenta de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal; presidenta y directora ejecutiva del Banco de la Reserva Federal de San Francisco; presidenta del Consejo de la Casa Blanca de Asesores Económicos del presidente Bill Clinton y profesora emérita de la Escuela de negocios Haas en la Universidad de California en Berkeley”¹⁹.

Las decisiones de política monetaria tomadas por Yellen a partir de marzo de 2014 reflejan que habrá continuidad en relación a las medidas implementadas por Ben Bernanke, por lo que se espera que la estrategia para moderar el ritmo de compras mensuales de bonos (*tapering*) no sea modificada y se continúe con el retiro ordenado de estímulos. Lo anterior dependiendo de las condiciones del país, ya que como Yellen señala: “el mercado laboral está muy distante de una recuperación completa”²⁰. Se estima finalizar el estímulo monetario en octubre de 2014 y la expectativa es que las tasas de interés en EU empezarían a subir en 2015.

Yellen tendrá que hacer frente a varios retos al generar expectativas favorables en relación a las decisiones que tome al frente de la Fed para salir de la recesión económica y dejar atrás el fantasma de la deflación. Considerando su trayectoria y la situación por la que atraviesa la economía más importante del mundo, creemos que su elección es adecuada y una de sus preocupaciones, como experta en el mercado laboral, será disminuir la tasa de desempleo y estabilizar los precios, que son los objetivos del Banco Central. Por lo tanto, uno de los retos que enfrenta es llevar a la política monetaria de un carácter extremadamente laxo a un nivel neutral, una vez que la economía estadounidense recupere su nivel de actividad económica.

Los principales retos que debe enfrentar la presidenta de la Reserva Federal son los siguientes:

¹⁸ Janet Yellen se considera una experta en desempleo, ha obtenido múltiples reconocimientos por la serie de estudios publicados en los que aborda las causas, mecanismos e implicaciones del desempleo.

¹⁹ Ver: http://es.wikipedia.org/wiki/Janet_Yellen, consulta realizada el 3 de abril de 2014.

²⁰ El Financiero, 12 de febrero, 2014, p. 6.

1. Normalizar la política monetaria, es decir, llevarla de una postura excesivamente laxa a una postura neutral.

2. A medida que se retire el estímulo monetario la expectativa es que las tasas de interés estadounidenses comiencen a subir, lo que afectará el flujo de capitales de mercados emergentes hacia países desarrollados, la salida de capitales en las economías emergentes se pueden traducir en procesos de depreciación cambiaria (lo que apuntaría a un fortalecimiento del dólar), dado que se reduciría el diferencial de las tasas de interés, lo que puede propiciar una nueva fase de la crisis en países emergentes²¹. Por lo tanto, la Reserva Federal debe prever la generación de burbujas de activos.

3. La Fed ha comenzado su política de reducción del estímulo cuantitativo en un contexto en el que los países desarrollados observan tendencias deflacionarias durante el período 2008-2013. Como se muestra en el cuadro 4, destaca sobre todo la grave situación de deflación que vive la economía japonesa. Lo anterior implica un panorama complicado para la Reserva Federal porque tendrá que convivir con la política monetaria laxa del Banco de Japón, el Banco Central Europeo y el Banco de Londres, entre otros, por lo que en el mediano plazo se mantendrá la elevada liquidez en el mundo.

Cuadro 4. Tasas de inflación del Grupo G7

Periodo	Alemania	Canadá	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	Estados Unidos
2008	2.63	2.37	2.81	3.38	1.37	3.61	3.84
2009	0.31	0.30	0.09	0.75	-1.35	2.17	-0.36
2010	1.10	1.78	1.53	1.54	-0.72	3.29	1.64
2011	2.08	2.91	2.12	2.74	-0.28	4.48	3.16
2012	2.01	1.52	1.96	3.04	-0.03	2.82	2.07
2013	1.50	0.95	0.87	1.21	0.36	2.57	1.47

Fuente: Banco Mundial.

4. El mandato dual de la Fed implica dos objetivos: generación de empleo y estabilidad de precios. Por el momento se tiene que dar prioridad a la generación de empleo, aunque de acuerdo con la teoría neoclásica se tendría que estar dispuesto a asumir un costo en términos de aumento de la inflación.

²¹ Países que muy probablemente aumentarán sus tasas de interés de referencia.

Sin embargo, en los hechos ha habido procesos de deflación y esto se explica en parte debido al bajo nivel en el gasto de las familias y las empresas, y a que una buena parte del dinero se ha destinado hacia el sector financiero y bursátil.

La idea de la política monetaria laxa tiene objetivos económicos loables, pero en la práctica la liquidez mundial ha contribuido a engrosar los bolsillos de los especuladores financieros. Una medida que puede resultar muy útil para impulsar el empleo y la producción es la aplicación del impuesto Tobin a las transacciones financieras especulativas, lo que sin lugar a dudas implicaría que se afecten los intereses de una clase que ha concentrado el poder en las últimas décadas. La pregunta es si la especialista contra el desempleo estaría dispuesta a ir tan lejos para favorecer la generación de trabajo.

5. El Banco Central se tendría que preocupar por la inflación en los mercados de activos pues está el riesgo de generación de burbujas financieras, entonces a los objetivos de estabilidad de precios y generación de empleo se tendría que agregar el de considerar el movimiento en el precio de los activos.

6. BlackRock, BBVA Research US, Ve por Más, Banamex, Monex e Invex, señalan otros retos, como tener un plan de comunicación eficiente en el seno de la Fed y con los agentes económicos internacionales, con el fin de no lastimar la credibilidad del banco central y no dañar las expectativas económicas y de inflación.

7. Además, crear estrategias para que la balanza no se descompense, es decir, que al quitar los estímulos cuantitativos y la tasa de interés vaya compensado con una economía más sólida²².

Como conclusión se puede señalar que la política monetaria laxa emprendida por distintos bancos centrales para hacer frente a la crisis financiera tiene impactos reales en los sistemas económicos, que se han visto reflejados, sobre todo, en los mercados financieros mundiales.

Considerando que en el actual panorama ya hay algunos signos de recuperación en la economía estadounidense, ha comenzado la estrategia de política monetaria de retirar de manera gradual los estímulos monetarios, la

²² El Financiero, 11 de octubre de 2013, pp. 14 y 15.

duda es en qué tiempo se deben de retirar completamente y en qué periodo van a empezar a aumentar las tasas de interés estadounidenses. La Reserva Federal debe contribuir a generar expectativas que contribuyan a estabilizar los mercados financieros, sin embargo, en el marco de la globalización económica, si por un lado Estados Unidos empieza a normalizar su política y por otra parte el resto de los países desarrollados siguen manteniendo políticas monetarias excesivamente laxas, esto puede generar flujos internacionales de capital que pueden provocar mayor volatilidad en los mercados cambiarios y financieros del mundo.

El alza de las tasas de interés de Estados Unidos en el mediano o largo plazo es un factor que será de mucho impacto para las economías en desarrollo. En el caso de la economía mexicana las posibles consecuencias de un alza en la tasa de fondos federales pueden generar ajustes como los siguientes: i) reversión en el flujo de capitales, es decir, que haya fuga de capitales del país hacia la economía más grande del mundo; ii) la salida de inversión extranjera de cartera generaría presiones para depreciar el tipo de cambio del peso frente al dólar; iii) el Banco de México aumentaría su tasa de interés de referencia con la finalidad de que las inversiones en pesos sigan siendo rentables y con ello frenar la salida de capitales; iv) si se genera una alta volatilidad en el nivel del tipo de cambio las autoridades monetarias pueden intervenir en el mercado de dólares ofreciendo divisas, lo que implicaría una pérdida en las reservas internacionales; v) el aumento en la tasa de interés de fondeo bancario incrementaría el costo del crédito en el mercado interno, con consecuencias negativas sobre el crecimiento económico y la generación de empleo al disminuir la inversión y el consumo duradero del sector privado.

E) Reflexiones finales

Finalmente, como se ha comentado con anterioridad, las decisiones que tome la presidenta de la Fed en materia de política monetaria van a generar impactos que trascienden las fronteras nacionales al repercutir tanto en los mercados financieros globales como en el sector real de las diferentes economías.

F) Referencias

Beams, Nick, "Devaluación de monedas en mercados emergentes: nueva etapa en la crisis monetaria global", 10 de febrero, 2014. En World Socialist Web Site:http://www.wsws.org/es/articles/2014/feb2014/span-f10_prn.shtml

Blanchard Olivier, *Macroeconomía*, cuarta edición, Pearson Prentice Hall. Traducción de Esther Rabasco Espáriz, España, 2006.

Blanchard Olivier, Giovanni Dell'Ariccia y Paolo Mauro (2010), "Rethinking Macroeconomic Policy", International Monetary Fund (FMI), February 12, pp. 1-18.

De la Rosa Mendoza, Ramiro (2012), "Una revisión de la economía de Estados Unidos", *Reporte Macroeconómico de México*, Volumen III, Número 11, Diciembre, pp. 6-12. UAM Unidad Azcapotzalco, México.
<http://observarioio.azc.uam.mx>

Eggertsson, G., (2008), "Liquidity trap", The New Palgrave Dictionary of Economics. Second Edition. Eds. Steven N. Durlauf and Lawrence E. Blume. Palgrave Macmillan. The New Palgrave Dictionary of Economics Online.

Fischer, Stanley (1977), "Long-term contracts, rational expectations and the optimal money supply rule", *Journal of Political Economy*, nº 85, págs. 191-205.

Friedman, M. (1968), "The Role of Monetary Policy", *American Economic Review*, March, No. 58, pp. 1-17.

_____ (1976), "Inflación y desempleo", en Los premios Nobel de economía, 1969-1977, *Lecturas del Trimestre Económico* No. 25, pp. 313-340.

Friedman, Milton y Anna Jacobson Schwartz (1963), *A monetary history of the United States 1867-1960*. Princeton University Press, Princeton USA.

Goodfriend, Marvin y Robert G. King, "The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy", *NBER Macroeconomics Annual* 12, pp. 231-283, 1997.

Hicks, J.R., (1937), "Keynes y los clásicos: una posible interpretación" en M.G. Muller (comp.), *Lecturas de macroeconomía*, CECOSA, México, 1979, pp. 143-152.

Keynes, J. M. (1936), *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, editado en español, FCE, México, 1984.

Krugman, P. (1998). It's baaack: Japan's slump ant the return of the liquidity trap. *Brookigs Papers on Economic Activity*, 1998(2), 137-205.

Kydland, F.E. y E.C. Prescott (1977), "Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", *Journal of Political Economy*, June.

León León, Josefina (2012), "Las reglas monetarias desde una perspectiva histórica: reflexiones para la economía mexicana", *Economía Informa*, No.377, pp. 29-46, UNAM, México.

_____ (2009), "Las causas de la estanflación económica de la década de los setenta y la Revolución Neoliberal: hacia una nueva fase del capitalismo", en *Ensayos de política económica en México*, coordinado por Trinidad Martínez Tarragó y Francisco Rodríguez Garza, Ediciones Eón-UAM Azcapotzaclo, México.

León, Josefina, Eva Ugarte y Eddy Lizarazu (2013), "Trampa de liquidez. Política monetaria y especulación financiera", pp. 93-120, en *México en la trampa del financiamiento. El sendero del no desarrollo*, coordinado por Alicia Girón y Eugenia Correa, Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM.

Lucas, R. (1972), "Expectations and the Neutrality of Money", *Journal of Economic Theory*, April.

Mayer, Thomas (1975), "La estructura del monetarismo", *Kredit and Kapital* 8, pp. 191-215, referencia tomada de Brian Snowdon y Howard R. Vane, *A Macroeconomic Reader*, Routledge, Estados Unidos, 1997, pp. 180-215.

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

Nasar, Sylvia (2014), *La Gran Búsqueda. La historia de los genios económicos que cambiaron el mundo*, Debate, México.

Obregón, Carlos (2011), *La crisis financiera mundial. Perspectivas de México y América Latina*, Siglo XXI, México.

Poole, William (1970), "Optimal Choice of Monetary Policy Instrument in a Simple Stochastic Macro Model", *Quarterly Journal of Economics* 84, pp. 197-216.

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

Sicilia, Jorge, "Burbujas de Activos y Política Monetaria", consultado el 11 de enero, 2014.

http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/080522_PrensaMexico_05_tcm346-177652.pdf?ts=2632012

Santomero, Anthony M., *Las complejidades de la política monetaria*, Boletín del CEMLA, julio-septiembre, 2001, pp. 129-133.

Taylor John B. (1979), "Staggered wage setting in a macro model", *American Economic Review*, Number 69, págs.108–118.

_____ (1993), "Discretion versus Policy Rules in Practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, pp. 195-214.

Walsh Carl E. (2003), *Monetary Theory and Policy*, second edition The MIT Press, London, England.

Wicksell Knut (1898), *Interest and Prices*, Macmillan, 1936, Londres.