

La crisis financiera 2008-2009 en Estados Unidos. Tres interpretaciones competitivas

Víctor Manuel Soto Ledezma

Resumen

La crisis financiera de 2008 es un hito crucial en la historia económica contemporánea, significativo por sus profundas repercusiones políticas y económicas a nivel mundial. Comprender las causas primarias de la crisis sigue siendo esencial, ya que aún no existe un consenso generalizado. La crisis provocó quiebras y consolidaciones bancarias en numerosos países e impulsó cambios en la regulación financiera global, como la implementación de Basilea III y el fortalecimiento de los organismos de supervisión. En Estados Unidos, el colapso del mercado inmobiliario resultó en una pérdida masiva de empleos y una contracción económica generalizada, afectando tanto a bancos como a importantes instituciones financieras. A pesar de algún consenso sobre ciertas causas, existen desacuerdos sobre el origen de la burbuja inmobiliaria. Los funcionarios de la Fed sostienen que la política monetaria respondió adecuadamente antes y después de la crisis, mientras que otros académicos creen que la gestión de la política monetaria originó la burbuja hipotecaria. El ensayo aborda dos principales teorías económicas: el monetarismo y el keynesianismo. Los monetaristas, liderados por figuras como Milton Friedman y Robert Hetzel, enfatizan el control de la oferta de dinero y las tasas de interés para mantener la estabilidad de precios. Los keynesianos, inspirados por John Maynard Keynes, se centran en la demanda agregada y abogan por la intervención activa del gobierno para combatir el desempleo. El ensayo examina diferentes perspectivas sobre la crisis, incluidas las de figuras clave como Ben Bernanke y John B. Taylor, destacando los debates en curso sobre la efectividad y las consecuencias de la política monetaria. También explora la evolución de la banca, desde las prácticas de préstamo iniciales hasta la banca comercial moderna, y la naturaleza recurrente de las crisis financieras. Finalmente, presenta opiniones de expertos sobre el origen y desarrollo de la crisis de 2008, reflejando la complejidad y evolución continua de la teoría monetaria y la gestión de crisis financieras.

Clasificación JEL (Journal of Economical Literature): E12, E13, E31, E32, E43, E44, E51, E52, E58.

Summary

The 2008 financial crisis is a crucial milestone in contemporary economic history, significant due to its profound political and economic repercussions worldwide. Understanding the primary causes of the crisis remains essential, as there is still no general consensus. The crisis led to bankruptcies and bank consolidations in numerous countries and prompted changes in global financial regulation, such as the implementation of Basel III and the strengthening of supervisory bodies. In the US, the housing market collapse resulted in massive job losses and widespread economic contraction, affecting both banks and major financial institutions. Despite some consensus on certain causes, there are disagreements about the origin of the housing bubble. Fed officials argue that monetary policy responded adequately before and after the crisis, while other academics believe that monetary policy management caused the housing bubble. The essay discusses two main economic theories: monetarism and Keynesianism. Monetarists, led by figures like Milton Friedman and Robert Hetzel, emphasize controlling the money supply and interest rates to maintain price stability. Keynesians, inspired by John Maynard Keynes, focus on aggregate demand and advocate for active government intervention to combat unemployment. The essay examines different perspectives on the crisis, including those of key figures like Ben Bernanke and John B. Taylor, highlighting ongoing debates about monetary policy's effectiveness and consequences. The essay also explores the evolution of banking, from early lending practices to modern commercial banking, and the recurring nature of financial crises. Finally, it presents views from experts on the origins and development of the 2008 crisis, reflecting the complexity and ongoing evolution of monetary theory and financial crisis management.

JEL classification: E12, E13, E31, E32, E43, E44, E51, E52, E58.

Introducción

En el remolino de la crisis financiera que azotó con fuerza en 2008 y 2009, Estados Unidos se convirtió en el epicentro de una tormenta económica que reverberó a nivel mundial. Este periodo crítico no solo marcó un quiebre en la estabilidad financiera, sino que también desencadenó una profunda revisión de las teorías económicas que buscan explicar los orígenes y consecuencias de esta crisis. En este ensayo, nos sumergiremos en las dos perspectivas clave que son las que explican con más solides los fundamentos económicos y financieros de esta crisis: la visión keynesiana y la visión monetarista, desentrañando argumentos y teorías que rodean la crisis y explorando sus implicaciones en el devenir de los años posteriores, por lo tanto, en nuestro ensayo nos enfocaremos como tema de análisis, al estudio de la crisis en los dos años clave, 2008 y 2009, aunque vale decir que debemos abordar unos años antes del estallido de la crisis y unos años después, momentos necesarios para darle un enfoque más sólido y estructurado a nuestra investigación.

En el mismo marco de estudio, diremos que nuestra investigación también está principalmente enfocada al análisis de la crisis financiera en el territorio de los Estados Unidos, y aunque el análisis y enfoque se centra principalmente en ese país, la investigación también dirigirá una pequeña mirada hacia algunos países europeos, ya que así lo incluye uno de los académicos estudiados, de este modo se proporciona una perspectiva comparativa que enriquecerá nuestra comprensión de los factores y ondas macroeconómicas transnacionales que contribuyeron a la magnitud del colapso financiero. Entendemos que en la actualidad, con el tejido económico global existente, hay una conexión intrínseca entre las naciones; esa es la razón del por qué la investigación aborda y examina, aunque de manera muy somera y breve, las ramificaciones de la crisis que sucedieron en los países europeos, uno de los objetivos aquí, es ver a Estados Unidos como el país exportador de la crisis, evidenciando así, la interdependencia de las economías y de esta manera ofrecer una panorámica más completa del impacto de esta crisis.

¿Por qué es crucial embarcarnos en esta investigación? La respuesta radica en la relevancia que la crisis de 2008 mantiene en el contexto global, confrontar la crisis financiera de 2008 no es sólo un ejercicio académico; es una herramienta necesaria y esencial para comprender cómo los eventos en una nación como Estados Unidos —la primera en relevancia mundial— tienen repercusiones en todo el mundo. La crisis financiera de Estados Unidos de 2008 dejó una profunda huella en la historia económica contemporánea, desencadenando una serie de eventos que llevaron a recesiones, pérdidas masivas de empleo y una crisis sistémica sin precedentes. Para nuestro país México, este análisis es más que una mera reflexión histórica; es imperativo que como mexicanos ahondemos en el origen de esta crisis. La interconexión económica mundial impulsa la necesidad de comprender los eventos que desencadenaron la recesión, y cómo estos eventos siguen influyendo en la actualidad.

Una restricción que me he impuesto en este trabajo es concentrarme en el debate que sucedió acerca del origen de la crisis en los tres pensadores anunciados en el índice del ensayo: Ben S. Bernanke, John B. Taylor y Robert L. Hetzel; muchos otros académicos y economistas también abordaron esta crisis de manera recurrente, algunos tienen la fuerza académica y teórica que tienen los autores que abordo, pero me centro en estos tres personajes en razón de que ellos son líderes y creadores de opinión entre la comunidad de investigadores estudiosos de la economía. La influencia de Bernanke, Taylor y Hetzel es mundial, incluso alcanzando a uno de ellos como un premio Nobel de economía, la literatura de los tres en artículos y libros es extensa y muy estudiada. Un asunto más a comentar es que en mi investigación me acoto a los artículos iniciales de la crisis de estos tres investigadores, artículos publicados entre 2008 y 2010, lo hago así, porque la literatura de estos tres académicos acerca de la crisis de 2008 aunque es amplia y existen hasta libros recientes, toda se refiere a los artículos originales publicados en esos años, a mi parecer es importante averiguar y conocer los argumentos de estos académicos cuando aún se luchaba contra la crisis financiera.

En este contexto crítico, la figura de Ben Bernanke —presidente de la Reserva Federal en los años del estallido de la crisis— emerge como una pieza central en la gestión de las políticas

destinadas a estabilizar la economía estadounidense. Y por supuesto, las decisiones tomadas por la Fed bajo su liderazgo no estuvieron exentas de controversias y críticas y en eso consiste nuestro estudio. Dicho lo anterior, presentaré tres hipótesis iniciales sobre porque surgió la crisis, dos son argumentos generales entre economistas y financieros que hablan de este problema e intentan explicar el origen y la crisis de 2008, una hipótesis es personal —la hipótesis 2— me atreví a presentar mi hipótesis, en razón de que está apoyada en artículos académicos y en la teoría económica. Estas tres hipótesis son las que orientan mi investigación, porque estas hipótesis representan los diferentes enfoques que existen entre los estudiosos de la economía y de las finanzas, ideas y argumentos que muchos han puesto sobre la mesa para explicar el origen de la crisis en 2008 en Estados Unidos.

Hipótesis 1: Las innovaciones financieras y los derivados complejos fueron la causa de la crisis. La proliferación constante de variados instrumentos financieros complejos, debido a las continuas necesidades de financiamiento de los diferentes agentes económico-financieros, han llevado a que los instrumentos financieros sean cada vez más sofisticados y más difíciles de entender, como los derivados de deuda garantizada (CDO)¹ y los productos financieros estructurados, todos estos productos financieros desempeñaron un papel crucial en la crisis de 2008. Para muchos economistas, su mal uso como transferencia del riesgo de productos financieros que se volvieron tóxicos fue una de las causas de la Gran Recesión provocada por el boom crediticio. La opacidad y la falta de comprensión de estos productos generaron una exposición masiva al riesgo sistémico. Cuando las instituciones financieras se dieron cuenta de la toxicidad de los activos financieros que habían adquirido, se desencadenó una espiral de desconfianza entre los actores del mercado, exacerbando la crisis.

Hipótesis 2: La trampa de tasas de interés muy bajas, estas causaron la crisis financiera. En esta hipótesis, yo sugiero que existe una trampa en promover y mantener tasas de interés

¹ Las Obligaciones de Deuda Garantizada son un instrumento financiero en el que el inversor compra la deuda de una entidad respaldada por una agrupación de otros títulos de deuda que terceros actores tienen con esta entidad. El colateral del título de deuda es un conjunto de otras deudas de otros titulares. De este modo, la garantía que respalda este título de deuda es que distintos deudores de la entidad emisora del CDO liquiden sus obligaciones. Como que se trata de una obligación de deuda apoyada en otras obligaciones de deuda, los CDO son productos derivados de créditos.

“artificialmente bajas”. La política monetaria expansiva implementada durante el periodo previo a la crisis llevó a una disminución significativa de las tasas de interés, especialmente en el mercado hipotecario. Con esta hipótesis, se argumenta que la abundancia de liquidez y las tasas de interés históricamente bajas llevaron a un crecimiento desmedido del crédito, facilitando la creación de negocios sin la solidez necesaria en el proyecto de inversión, en la facilidad de obtener mucho dinero casi sin costo se llegó a una trampa, se dio una ultra expansión del crédito hipotecario y a la formación de la burbuja inmobiliaria. El incentivo promueve una trampa en la toma excesiva de préstamos y la especulación en el sector inmobiliario, ya que los prestatarios se sintieron obligados a contratar deuda, por las tasas aparentemente muy atractivas. Cuando las tasas de interés comenzaron a aumentar, los prestatarios enfrentaron dificultades para cumplir con las obligaciones adquiridas, se desencadenó un efecto dominó que resultó en la crisis financiera.

Hipótesis 3: La ciclicidad inherente de crisis en economías capitalistas fue el causante de la crisis de 2008. Se plantea la hipótesis de que las crisis financieras son fenómenos inherentes a las economías modernas debido a la naturaleza cíclica del sistema. Con este enfoque, se argumenta que las economías basadas en el capitalismo experimentan de manera periódica fases de expansión y contracción. La acumulación de excesos durante periodos de bonanza económica, como la expansión crediticia descontrolada y la búsqueda de rendimientos elevados, eventualmente conduce a una fase de ajuste natural y necesario. Bajo esta perspectiva, las crisis financieras no serían simplemente el resultado de factores específicos, como burbujas inmobiliarias o una regulación deficiente, sino manifestaciones de la propia dinámica intrínseca del sistema económico. Las fluctuaciones cíclicas, caracterizadas por periodos de auge y caída, se consideran fenómenos inevitables en el funcionamiento de las economías capitalistas, donde la sobre exuberancia y la posterior corrección son fenómenos consustanciales que se dan en la búsqueda constante del crecimiento y la eficiencia económica.

Habiendo presentado ya estas tres hipótesis iniciales, procederemos entonces a explicar la estructura de este ensayo: Lo hemos dividido en cuatro capítulos, el primer capítulo damos

una explicación primera de lo que son las corrientes keynesianas y monetaristas en la teoría monetaria. Para el segundo capítulo exploraremos las políticas implementadas por Ben Bernanke, presidente de la Fed durante ese período, presentamos sus argumentos como un afamado investigador y académico keynesiano, a favor de lo que se conoce como discrecionalidad en el manejo de la política monetaria. Conociendo el punto de vista de Bernanke, entonces abordaremos en el tercer capítulo las críticas de John Taylor, otro afamado economista keynesiano, pero que difiere del primero por tener un enfoque keynesiano a favor de las reglas en el manejo de la política monetaria. Para el cuarto capítulo, ya conociendo el punto de vista de dos keynesianos, estudiaremos a Robert Hetzel, un afamado economista de la escuela monetarista, que ha tomado mucha relevancia en los últimos tiempos, su punto de vista es crucial para entender a la teoría económica en su concepción más simple y poderosa, aunque la lectura de Hetzel no es para nada simple. Al final presentamos nuestra conclusión y estaremos revisando las hipótesis presentadas, de acuerdo al resultado de esta investigación; por último, abordaremos cuestiones más generales de lo que son las crisis económicas.

Marco general

La crisis financiera de 2008 es un hito crucial en la historia económica contemporánea, cuya comprensión es vital por las profundas repercusiones políticas y económicas que desencadenó a nivel global. A pesar de los años, el tema no deja de ser importante, pues hasta hoy no existe un consenso generalizado sobre las causas primarias de la crisis. La crisis de 2008 fue un evento histórico de grandes consecuencias globales, que desencadenó desde quiebras, hasta consolidaciones bancarias en numerosos países. Además, pasada la crisis se impulsaron cambios en la regulación financiera a nivel mundial, como la implementación de Basilea III y el fortalecimiento de organismos de supervisión. En la parte económica, Estados Unidos presentó el colapso del mercado inmobiliario que resultó en una pérdida masiva de empleos y una contracción económica dolorosa y generalizada. Este colapso no solo afectó a los bancos, también afectó a instituciones financieras de gran envergadura. Aunque sí existe

un consenso sobre algunas causas de la crisis, hay desacuerdos sobre el origen de la burbuja inmobiliaria, funcionarios de la Fed argumentan que la política monetaria reaccionó adecuadamente antes y después de la crisis, que la burbuja inmobiliaria no fue consecuencia de la política monetaria, pero otros académicos sostienen que fue la gestión de la política monetaria lo que originó la burbuja hipotecaria.

Entonces, por tal razón, el capítulo abordará una pequeña explicación de las teorías que sustentan la acción de un banco central, por eso, es pertinente explorar las corrientes de pensamiento económico al respecto. Destacan dos corrientes principales: el monetarismo y el keynesianismo. Los monetaristas en principio liderados por figuras como Milton Friedman –quien enfatizaba el control de la oferta de dinero para estabilizar la economía– abogan por un crecimiento constante y moderado de la oferta monetaria, respaldando la idea de tener reglas como un marco a la gestión de la política, como la regla de Friedman. Sin embargo, debido a varios cambios en la economía, el enfoque monetarista que hoy es defendido por Robert Hetzel ya no se centra solamente en la regla del crecimiento de la oferta de dinero, si no ahora va a tener a la tasa de interés como su herramienta principal en la gestión de política monetaria. Según esta teoría, existe una tasa de interés natural que es consistente con la estabilidad de los precios a largo plazo.

Los monetaristas liderados por Robert Hetzel, consideran que las autoridades monetarias deben establecer reglas claras y sujetarse a ellas en la gestión de la política. Como por ejemplo que la tasa de interés real se alinee con la tasa natural para mantener la estabilidad de precios y eliminar las fluctuaciones abruptas del producto. La importancia de entender las implicaciones de la tasa natural de interés en la política monetaria se ha discutido ya anteriormente, ya que tasas de interés artificialmente bajas o altas desencadenan desequilibrios en la economía. De este modo, los monetaristas tienen su enfoque en seguir la tasa natural, la transparencia y la aplicación de reglas en la política monetaria. Por otro lado, los keynesianos, inspirados por las ideas de John Maynard Keynes, centran su atención en la demanda agregada como motor de la economía. Abogan por intervenciones activas del gobierno, incluida la política monetaria del banco central, para estimular la demanda y

combatir el desempleo. A diferencia de los monetaristas, los keynesianos no priorizan mantener un crecimiento constante en la oferta de dinero, sino que ajustan la oferta monetaria según las condiciones económicas. Su enfoque es más amplio que solo el control de la inflación, buscando la concurrencia al pleno empleo y el crecimiento económico.

Dentro del keynesianismo, surgen dos enfoques respecto a la gestión de la política monetaria: la discrecionalidad y el keynesianismo que aplica reglas. La primera defiende la libertad del banco central para tomar decisiones sobre política monetaria sin reglas estrictas, argumentando que la economía es compleja y dinámica. La segunda aboga que el banco central aplique ciertas reglas predefinidas, reglas basadas a su vez en indicadores económicos específicos como inflación, empleo o crecimiento económico. La discrepancia entre la discrecionalidad y la aplicación de reglas refleja el debate sobre el grado de intervención que debería tener el banco central en la economía. La elección entre estas corrientes se basa en consideraciones teóricas y empíricas sobre la efectividad de la política monetaria para diferentes contextos económicos. Como un ejemplo de la discrecionalidad en el banco central fueron las políticas de la Fed durante la crisis financiera de 2008, Bernanke implementó medidas altamente discrecionales para estabilizar la economía, como reducir las tasas de interés a niveles cercanos a cero y lanzar programas de gran flexibilización en la oferta de dinero. Estas acciones se argumentan como respuestas a circunstancias excepcionales y urgentes.

Aun años después de la crisis, aún persiste el debate sobre la efectividad y consecuencias de la política monetaria aplicadas por la Fed durante la crisis. Con la pequeña explicación que hemos dado acerca del enfoque monetarista y el enfoque keynesiano, empezamos a entender porque la discusión teórica sigue muy presente. Mientras hay economistas que señalan qué, las políticas de bajos tipos de interés antes de 2008 fueron las que estimularon el endeudamiento y el crecimiento de la especulación inmobiliaria. Existen del otro lado, los que consideran que estas mismas políticas fueron las adecuadas, por las circunstancias geopolíticas y económicas. En nuestro ensayo veremos como las críticas a la gestión de la

política monetaria ejercida por la Fed provienen tanto de economistas monetaristas, como Robert Hetzel, como de keynesianos partidarios de reglas, como John Taylor.

Diferentes perspectivas de la crisis financiera

La teoría monetaria es un campo de estudio apasionante y en constante evolución, que se ocupa del papel del dinero en la economía y de cómo las decisiones de política monetaria afectan al conjunto de la economía en general. Desde que la banca empezó a existir como una institución más desarrollada, que recibe depósitos y otorga créditos y garantías, las crisis financieras han estado desde el principio de la banca y han sido parte de la historia económica. En sus inicios, los banqueros se limitaban a prestar dinero a reyes y gobiernos, utilizando su propio capital. Sin embargo, con el tiempo, el negocio se expandió hacia una institución que no solo prestaba, sino que también recibía depósitos de las personas. La banca comercial moderna surgió en Europa durante la Edad Media, cuando los comerciantes y prestamistas comenzaron a aceptar depósitos y a ofrecer préstamos para financiar el comercio de ultramar y también a las nuevas empresas. En los siglos posteriores, los banqueros se convirtieron en figuras poderosas al prestar dinero a gobiernos y comerciantes, para financiar exploraciones y el comercio mundial. Su negocio consistía en manejar depósitos para otorgar préstamos y financiar proyectos y emprendimientos.

Las crisis financieras, suelen derivarse de una combinación de factores, como la mala gestión del riesgo y el aumento de la insolvencia de los prestatarios. Cuando se enfrenta una crisis de gran envergadura, los gobiernos y los bancos centrales suelen tomar medidas para proteger el sistema de pagos y evitar la propagación de los problemas. Estas medidas suelen formar parte de la gestión de los bancos centrales, por qué ellos son autoridad, son reguladores y participantes del sistema financiero, las acciones en ese marco que toma el banco central, pueden incluir la inyección de capital en los bancos con dificultades, la garantía de depósitos bancarios y la reducción de las tasas de interés para estimular la economía. Hoy en día, la teoría monetaria y la gestión de las crisis financieras son temas complejos y en constante

evolución, con diferentes opiniones de expertos sobre cómo abordar estos problemas. Como ya comentamos, en nuestro ensayo presentaremos la opinión de tres economistas expertos y mundialmente reconocidos, que explican el origen y la evolución de la crisis financiera de 2008. Estos expertos pertenecen y a la vez son líderes de escuelas de pensamiento de larga tradición en el pensamiento económico.

En la perspectiva keynesiana, tenemos dos enfoques, el primero es representado por Ben S. Bernanke en su rol como presidente de la Fed durante la crisis financiera. En su punto de vista las crisis de manera general son vistas como un reflejo de una inestabilidad que es inherente del sistema financiero y de la economía. Según esta corriente de pensamiento, el sistema financiero es propenso a la especulación y es inestable debido a que los inversores a menudo no toman en cuenta todos los riesgos y variables en sus decisiones de inversión, lo que puede llevar a comportamientos irracionales. Estas crisis financieras tienen efectos en cascada en toda la economía, ya que la falta de confianza en el sistema financiero puede provocar una gran desconfianza generalizada, afectando la inversión, el gasto, la producción y el empleo. Ante este panorama, la respuesta propuesta por los keynesianos liderados por Bernanke, incluye la intervención del estado con medidas de estabilización económica, como por ejemplo el aumento del gasto público y de parte del banco central el manejo discrecional de las tasas de interés.

Estos economistas también abogan por establecer políticas de regulación financiera y una mayor supervisión de los bancos y otras instituciones financieras para prevenir futuras crisis. Como consideran que las crisis financieras son manifestaciones de la inestabilidad del sistema, destacan la importancia de comprender el comportamiento humano y su psicología como agentes económicos en la explicación de estas crisis. Según la teoría keynesiana, las crisis financieras empiezan con una especulación excesiva, que eleva los precios de algunos activos, basada en un exceso de confianza en los mercados, lo que puede llevar a formar burbujas de activos y comportamientos de manada de los inversores. Cuando los precios de los activos comienzan a caer, la falta de confianza de los inversores y agentes económicos

desencadena una espiral descendente en los precios del mercado, lo que puede provocar pánico y una venta masiva de activos, exacerbando aún más la crisis.

Para abordar estas crisis, como ya se mencionó, Bernanke propone una política monetaria proactiva, en la que el banco central interviene activamente para estimular la economía en tiempos de recesión o para desacelerarla en tiempos de inflación. Esto implica intervenir las tasas de interés e influir en las condiciones crediticias para mantener la estabilidad macroeconómica a largo plazo. En este sentido, la solución son medidas de estabilización económica y regulación financiera, así como una comprensión más profunda de la psicología del mercado. Resumimos entonces que, desde la perspectiva keynesiana, la solución a las crisis financieras implica una política monetaria proactiva, donde el banco central ajusta las tasas de interés para estimular o desacelerar la economía según sea necesario. Aunque algunos keynesianos, como John Taylor, abogan por ciertas reglas en el manejo de la política monetaria, la mayoría enfatiza la importancia de mantener la estabilidad macroeconómica a largo plazo.

En el enfoque de John B. Taylor, al igual que muchos economistas keynesianos, reconoce la importancia de la intervención gubernamental en la economía para estabilizarla. Él también aboga por políticas activas que respondan a los ciclos económicos, lo que está en línea con los principios keynesianos de la intervención para contrarrestar las fluctuaciones económicas. Pero en el marco de esta discusión, Taylor introduce lo que se conoce como la regla de Taylor, esta regla establece una relación entre las tasas de interés y las variables macroeconómicas como la inflación y el producto interno bruto. La crisis financiera mundial de 2008-2009 brindó la oportunidad de probar y refinar las teorías de John Taylor no solo en el mundo académico, de creación de ensayos y conferencias, aquí la aplicación de la regla se enfrentó al mundo real. Primero, la crisis reveló las imprudencias de los marcos de política monetaria tradicionales keynesianos y segundo, destacó la importancia de incorporar consideraciones de predictibilidad para la toma de decisiones de los bancos centrales, y esto se logra con la implementación de la regla de Taylor. Para Taylor, la crisis de 2008 se originó

cuando la Fed ignora la regla y no la uso para el ejercicio de la política monetaria en los principios de la década de los 2000.

El marco desarrollado por John B. Taylor ha tenido un profundo impacto en la teoría y la práctica de la banca central. La distinción con sus pares keynesianos es su énfasis en una regla de política clara y predecible, aun así, Taylor se considera keynesiano por la incorporación de variables económicas en la toma de decisiones. El debate del ensayo es ¿cuál es el mejor enfoque para la política monetaria? Entonces se resalta la relevancia de tener estos dos aspectos de la teoría keynesiana. La importancia del trabajo de Taylor entonces es crucial, y no podemos dejar de estudiarlo, sus teorías han proporcionado ideas valiosas, pero tenemos que reconocer que ningún enfoque de estos dos puede ser aplicable universalmente. Aun así, la contribución de Taylor y Bernanke a la teoría de la banca central fue fundamental porque da forma a la manera en que operan los bancos centrales en la actualidad. Aunque Taylor aboga por una política monetaria basada en la regla de Taylor, aún se le considera keynesiano, ya que se centra en la necesidad de intervención y ajuste activo del gobierno para estabilizar la economía en momentos de crisis, su enfoque no es *laissez faire*, él aboga por una intervención prudente, clave del pensamiento keynesiano.

Vamos ahora con Milton Friedman y los comienzos de la corriente monetarista en la política económica. Desde su aparición en la segunda mitad del siglo XX, la corriente monetarista se puede entender como una contraposición a la teoría económica predominante (la keynesiana) tras la Segunda Guerra Mundial. La corriente monetarista desafió las políticas económicas keynesianas, ofreciendo su perspectiva sobre cuál debería ser el papel de la política monetaria en la estabilidad y el crecimiento económico. En el núcleo del pensamiento monetarista tenemos su principio fundamental: el control de la oferta monetaria por parte de las autoridades económicas. Milton Friedman, argumentaba que el crecimiento constante y moderado de la oferta de dinero era esencial para prevenir una inflación descontrolada y de este modo fomentar un crecimiento económico sostenible. Los monetaristas consideran que los cambios en la oferta monetaria tienen efectos directos sobre el nivel general de precios y por ende, sobre el comportamiento de los agentes económicos.

Con la crítica a la política discrecional keynesiana, se da una de las principales razones de ser de la corriente monetarista, en el monetarismo hay un escepticismo hacia la intervención gubernamental excesiva en la economía, los intentos de controlar la economía a través de políticas monetarias activas suelen ser contraproducentes a largo plazo. En la gestión del banco central, en lugar de las políticas discrecionales de los keynesianos, los monetaristas abogan por reglas claras y transparentes que guíen la política monetaria. La estabilidad de precios y el crecimiento económico sostenible pueden lograrse mejor, mediante la aplicación consistente de reglas que determinen el crecimiento adecuado de la oferta de dinero. Es en este punto donde se da el debate sobre la neutralidad del dinero, en el largo plazo, los cambios en la oferta monetaria solo afectan el nivel de precios y no tienen un impacto real en variables económicas reales, como la producción y el empleo. Una política monetaria discrecional afecta el corto plazo, pero no puede influir en el producto de una economía a largo plazo.

Cuando los agregados monetarios y la economía empezaron a evolucionar, el control directo de la oferta monetaria ya no fue tan eficaz para lograr los objetivos como años antes, tal situación llevó a una mayor atención por parte de la Fed a la tasa de interés de los fondos federales como la herramienta de política monetaria, paso de la oferta monetaria hacia la tasa de fondos federales. Surgió entonces un nuevo monetarismo, encabezado por Robert L. Hetzel. Según este enfoque, la inflación y la inestabilidad financiera se deben a un manejo discrecional de la tasa del banco central, lo que provoca alteración de la oferta monetaria. Una expansión desmesurada del dinero genera un aumento en los precios de bienes y servicios, así como la creación de burbujas especulativas. Hetzel argumenta que la crisis financiera se originó por una tasa de interés muy baja que no siguió lo que él llama la tasa de interés natural, sí existe en la economía una tasa de interés considerada “barata” provoca una expansión anormal o no natural del crédito. Cuando los bancos centrales mantienen muy bajas tasas de interés durante períodos prolongados, los bancos comerciales normalizan esas tasas “no naturales” y están dispuestos a otorgar préstamos fácilmente. Los prestatarios toman ese dinero y utilizan estos fondos para inversiones y depósitos adicionales, generando una acumulación creciente de préstamos y una sobrevaloración de activos.

Para prevenir crisis financieras, los monetaristas encabezados por Hetzel, abogan por mantener la tasa de interés del banco central en alineación con lo que se llama tasa natural de la economía, es la tasa que está en equilibrio con la oferta y la demanda agregada, promoviendo una oferta monetaria estable y reduciendo la intervención gubernamental en la economía. Hetzel como discípulo de Friedman, propone una política monetaria basada en reglas, para el control de la inflación y un objetivo para la oferta monetaria que es considerada una variable nominal. Dados esos objetivos, la política monetaria del banco central usa una regla para fijar su instrumento (la tasa de fondos federales) en respuesta a la información entrante sobre la economía. Esta política busca garantizar la estabilidad monetaria a largo plazo, ¿cómo lo logra? Brindando un marco claro y previsible para la acción económica. Como ya se comentó, los monetaristas argumentan que las reglas de política monetaria son preferibles a la discrecionalidad keynesiana, ya que ofrecen mayor estabilidad y previsibilidad a la economía. Por otro lado, la aplicación de reglas establecidas por ley protege a los responsables de la política económica de las presiones políticas del gobierno en turno y reduce la incertidumbre sobre las acciones futuras del banco central, lo que beneficia a consumidores, inversionistas y empresas.

Ben Bernanke: la gestión de la crisis

Ben Bernanke, cuyo nombre completo es Ben Shalom Bernanke, nació el 13 de diciembre de 1953 en Augusta, Georgia, Estados Unidos. Es un economista y académico reconocido, conocido principalmente por su papel como presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos durante la crisis financiera de 2008, obtuvo el Premio Nobel en Economía en 2022 junto con dos economistas más, Douglas Diamond y Philip Dybvig, “por su investigación en bancos y crisis financieras”, según anuncio la Real Academia Sueca de las Ciencias, que escoge a los ganadores. Bernanke obtuvo su licenciatura en economía en la Universidad de Harvard en 1975. Luego, continuó sus estudios en el Instituto Tecnológico de Massachusetts, donde obtuvo su maestría en economía en 1979, y luego se doctoró en la Universidad de Princeton en 1979. A lo largo de su carrera, Bernanke ha destacado tanto en el ámbito

académico como en el sector público. Comenzó su carrera como profesor de economía en la Universidad de Stanford y en la Universidad de Princeton, donde fue profesor de Economía y Asuntos Internacionales. Durante su tiempo como académico, se especializó en la teoría monetaria y en la economía de la Gran Depresión.

En 2002, Bernanke ingresó al gobierno estadounidense como miembro del Consejo de Asesores Económicos del presidente George W. Bush. Su experiencia y conocimiento en temas económicos le valieron el reconocimiento y la confianza de los líderes políticos, y en 2006 fue nominado por el presidente Bush como presidente de la Reserva Federal. Bernanke asumió el cargo de presidente de la Reserva Federal en febrero de 2006, sucediendo a Alan Greenspan. Durante su mandato, tuvo que enfrentar la crisis financiera de 2008, que fue uno de los desafíos más significativos en la historia económica reciente. Según las fuentes, implementó medidas “audaces” para estabilizar el sistema financiero y evitar un colapso económico aún mayor, incluyendo la inyección de liquidez en el sistema bancario y la implementación de programas de estímulo. Tras su mandato en la Reserva Federal, Bernanke se retiró del servicio público y se unió al Instituto Brookings como investigador distinguido en 2014. Continuó participando activamente en el ámbito académico y se convirtió en un conferencista y autor influyente sobre asuntos económicos y financieros.²

Dividiremos el análisis de Bernanke por dos discursos, el primero pronunciado en la London School of Economics, Londres, Inglaterra, en 2009, donde da una explicación del origen de la crisis, enuncia las medidas que tuvieron que tomar los miembros de la Fed en ese momento cuando la crisis estaba en su apogeo y las justifica, ya que él era el presidente de la Fed. Nos vimos en la necesidad de tomar un segundo artículo, este es otro discurso de Bernanke pronunciado en la reunión anual de la American Economic Association en 2010, aquí ya da una respuesta a críticas que otros investigadores y académicos, —como Jonh Taylor—, hicieron sobre la actuación que tuvo la Fed (bajo la guía de Bernanke) en el origen de la crisis y la respuesta de la Fed ante la crisis, el segundo artículo es entonces una respuesta a esas

² Fuente tomada sep. 2023 https://en.wikipedia.org/wiki/Ben_Bernanke

críticas. Damos más espacio a Bernanke por el simple hecho de que en su presidencia se enfrentó la crisis y la Fed tuvo que tomar decisiones, decisiones con la crisis en desarrollo que las hacían aún más complicadas, tenemos que puntualizar esas decisiones (porque de ahí parten las críticas de Taylor y Hetzel) y como Bernanke justifica su actuar en esos difíciles momentos de los años 2008 y 2009, aunque los otros investigadores también abordaron el problema de manera seria y analítica, resaltaríamos que ellos no tuvieron la responsabilidad del manejo de la política monetaria cuando una crisis tan grave como la de 2008 explota. Empezaremos entonces con el artículo de 2009 y terminaremos en el artículo de 2010.

En su discurso "La crisis y la respuesta política", en la Stamp Lecture, en enero de 2009 — La "Stamp Lecture" es una conferencia anual organizada por la London School of Economics— en esta conferencia, el presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos, Ben S. Bernanke, analiza las causas y consecuencias de la crisis financiera de 2008. En esa ocasión afirmo que, durante casi un año y medio, el sistema financiero global estuvo bajo una tensión extraordinaria, tensión que se extendió de manera decisiva a la economía global en general. El final del auge crediticio anterior a 2008 tuvo un impacto devastador en el sistema financiero, las instituciones financieras vieron su capital agotado y sus inversiones apalancadas, sus balances atascados, a causa de eso, los mercados financieros se cerraron, estos factores, a su vez, cobraron un alto precio en la confianza de las empresas y los consumidores, y precipitaron una fuerte desaceleración de la actividad económica mundial. Bernanke con este primer argumento, expone que la causa inmediata de la crisis fue el cambio del ciclo inmobiliario en Estados Unidos por el alza de las tasas de interés y el consiguiente aumento de la morosidad en el pago de las hipotecas de alto riesgo, esto impuso pérdidas sustanciales a muchas instituciones financieras y sacudió la confianza de los inversores en los mercados crediticios, porque el impacto trascendió el mercado hipotecario y afectó a muchas otras formas de crédito.

Entre las características del auge crediticio de 2008 están: 1.- Disminución generalizada en los estándares mínimos para obtener cualquier hipoteca, 2.- Fallas en la supervisión de la refinanciación de esas hipotecas por parte de los bancos y de los inversionistas, 3.- Fallas en

la calificación de esos contratos de refinanciación por parte de las agencias de calificadoras.

4.- Mayor dependencia para la refinanciación y la creación de instrumentos crediticios complejos y opacos (por la necesidad de titularizar esos créditos para refinanciar) que fueron frágiles bajo el estrés de un mercado que entraba en pánico y, por tanto, una compensación inusualmente baja por la toma de esos riesgos (por la mala valoración). Las instituciones financieras vieron su capital agotado por pérdidas y amortizaciones, y sus balances depreciados por esos productos crediticios complejos y otros activos ilíquidos con un valor incierto o casi nulo. Los crecientes riesgos crediticios y la aversión al riesgo llevaron los diferenciales de crédito a niveles sin precedentes, como consecuencia los mercados de activos titulizados se cerraron, excepto los títulos hipotecarios con garantías gubernamentales. Estos factores cobraron un alto precio en la confianza de las empresas y los consumidores, y precipitaron una fuerte desaceleración de la actividad económica mundial. El daño, en términos de pérdida de producción, pérdida de empleos y pérdida de riqueza, fue enorme.

La respuesta de la Fed a la crisis

Bernanke en su discurso afirma que la Fed respondió agresivamente a la crisis desde la aparición de problemas en el verano de 2007. Tras un recorte en la tasa de descuento (la tasa a la que la Reserva Federal presta a las instituciones depositarias) en agosto de ese año, el Comité Federal de Mercado Abierto —FOMC— comenzó a flexibilizar la política monetaria en septiembre de 2007. A medida que proliferaban los indicios de debilidad económica, el Comité continuó respondiendo, reduciendo su blanco para la tasa de fondos federales en 325 puntos básicos acumulados para la primavera de 2008. Bernanke comenta que, en una comparación histórica, esta respuesta política se destacó por ser excepcionalmente rápida y proactiva. Al tomar estas medidas, el objetivo era amortiguar los efectos directos de la turbulencia financiera en la economía y reducir la virulencia del llamado ciclo de retroalimentación adversa, en el que la debilidad económica y el estrés financiero se refuerzan mutuamente.

Pero la intensificación de las turbulencias financieras no aminoró, ya en 2008 la creciente turbulencia financiera provocó un mayor deterioro de las perspectivas económicas futuras. El Comité respondió recortando el blanco de la tasa de fondos federales en 100 puntos básicos adicionales, y la mitad de esa reducción se produjo como parte de un recorte coordinado sin precedentes de la tasa de interés por parte de seis importantes bancos centrales el 8 de octubre, estableciendo un rango de 0 a 25 puntos básicos para la tasa blanco de fondos federales. Durante la primera fase de las reducciones de tipos, Bernanke comenta que algunos observadores expresaron su preocupación de que estas medidas de política avivaran la inflación. Estas preocupaciones se intensificaron cuando la inflación alcanzó niveles elevados a mediados de 2008; sin embargo, el Comité también mantuvo la opinión de que el rápido aumento de los precios de los productos básicos en 2008 se derivó principalmente por un fuerte aumento de la demanda de materias primas en algunas economías de mercados emergentes (por ejemplo China) en combinación con limitaciones en el suministro de estos materiales, Bernanke vuelve a comentar que las presiones inflacionarias generales cayeron dramáticamente con el debilitamiento de la actividad económica mundial.

El conjunto de políticas no convencionales de la Fed

Aunque la tasa de los fondos federales estaba cerca de su límite cero —existía un temor fundado de que la tasa de fondos federales llegara a cero—, la Reserva Federal tenía más herramientas de política para utilizarse contra la crisis. Una herramienta sumamente importante es la comunicación de las políticas monetarias usadas o por usar y la credibilidad en la implementación de estas políticas, incluso aun cuando el tipo de interés a un día es cercano a cero, el Comité debería poder influir en los tipos de interés a más largo plazo informando sus acciones de política monetaria y así formando las expectativas del público sobre el curso futuro de la política que va a lograr la Fed. A modo de ejemplo, en su declaración posterior a su reunión de diciembre, el Comité expresó la opinión de que es probable que las condiciones económicas justifiquen una tasa de fondos federales inusualmente baja durante algún tiempo. En la medida en que tales declaraciones hagan que

el público alargue el horizonte en el que espera que las tasas de corto plazo se mantengan en niveles muy bajos, ejercerán presión a la baja sobre las tasas de largo plazo, estimulando la demanda agregada. (Bernanke 2009)

El segundo paquete de herramientas son las otras herramientas de las que disponía la Fed, estas herramientas tienen que ver con incrementar los activos en el balance de la Fed y se consideran políticas no convencionales, y está estrechamente vinculado al papel tradicional del banco central como prestamista de última instancia, implica el suministro de liquidez a corto plazo a instituciones financieras sólidas. Durante el transcurso de la crisis, la Reserva Federal adoptó una serie de medidas extraordinarias para garantizar que las instituciones financieras tuvieran un acceso adecuado al crédito a corto plazo. Entre estas acciones se incluyen nuevas operaciones para subastar crédito y que los principales operadores de valores y los bancos pudieran pedir prestado en la ventanilla de descuento de la Reserva Federal. Se creó el Term Auction Facility (TAF) que en español podría entenderse como “servicio de subasta a plazo” que subasta crédito a instituciones depositarias por plazos de hasta tres meses. La Fed llevaba a cabo subastas regulares en las cuales los bancos podían solicitar préstamos a corto plazo en montos específicos.

A diferencia de otras operaciones de mercado abierto, el TAF ofrecía plazos extendidos para los préstamos, típicamente de 28 u 84 días. Esto proporcionaba a los bancos acceso a fondos a más largo plazo, lo que ayudaba a reducir la incertidumbre y estabilizar el sistema financiero. También aplicó el colateral aceptado: Los bancos podían usar una variedad de activos como colateral para respaldar los préstamos obtenidos a través del TAF. Esto permitía a los bancos más flexibilidad en términos de los activos que podían utilizar para obtener liquidez. Puso en marcha el Servicio de Préstamo de Valores a Plazo, que permite a los operadores primarios tomar prestados títulos del Tesoro de la Reserva Federal contra garantías menos líquidas (como las hipotecas titulizadas), e inició la Línea de Crédito para Distribuidores Primarios como fuente de liquidez para dichas empresas, entre otras acciones, según comentó Bernanke.

Como fuente de liquidez de respaldo para los prestatarios, la línea de papel comercial de la Reserva Federal buscaba reducir las preocupaciones de inversores y prestatarios sobre el "riesgo de refinanciación", el riesgo de que un prestatario no pudiera recaudar fondos para pagar el papel comercial vencido o por vencer. La reducción del riesgo de refinanciación, a su vez, debería aumentar la disposición de los inversores privados a prestar, especialmente a plazos superiores a un día. La provisión de liquidez por parte del banco central reduce el riesgo sistémico al asegurar a los participantes del mercado que, si los inversionistas a corto plazo comienzan a perder confianza, las instituciones financieras podrán satisfacer las demandas resultantes de efectivo sin recurrir a ventas forzosas de activos que son potencialmente desestabilizadoras. Además, respaldar las necesidades de liquidez de las instituciones financieras reduce las tensiones de financiación y en igualdad de condiciones, esto debería llevar a aumentar la disposición de esas instituciones a prestar y crear mercados. (Bernanke 2009)

El tercer conjunto de herramientas políticas de la Reserva Federal para apoyar el funcionamiento de los mercados crediticios implica la compra de valores a más largo plazo para la cartera de la Reserva Federal. En 2008 se anunciaron planes para comprar hasta 100 mil millones de dólares en deuda empresarial patrocinada por el gobierno (GSE)³ y hasta 500 mil millones de dólares en valores respaldados por hipotecas de GSE en los próximos trimestres. En particular, las tasas hipotecarias cayeron significativamente tras el anuncio de este programa, y continuaron cayendo el nivel de tasas tras la implementación de este programa. Con las tasas más bajas y una mayor disponibilidad de crédito para consumidores y pequeñas empresas, se aumentó la liquidez del mercado y se estimuló la actividad económica, pero sobre todo la del mercado de capitales, estos servicios de apoyo a la banca también deberían ayudar a reactivar el crédito privado. Sin embargo, como opinión, todo el

³ El término GSE se refiere a las siglas en inglés de "Government-Sponsored Enterprise" (Empresa patrocinada por el gobierno). En el contexto de la crisis financiera de 2008, las GSE se refieren a dos empresas hipotecarias patrocinadas por el gobierno de los Estados Unidos: Fannie Mae y Freddie Mac. Estas empresas fueron creadas por el gobierno para proporcionar liquidez al mercado hipotecario y para hacer que los préstamos hipotecarios sean más accesibles para los estadounidenses. En el rescate de 2008, la Fed compró grandes cantidades de hipotecas y deudas empresariales para ayudar a estabilizar el mercado financiero y evitar una recesión más profunda

efectivo que se soltó en estos programas de apoyo, difícilmente la mayor parte de ese capital llegaría a formar parte de la base monetaria que entraría al sistema económico como préstamos de apoyo al consumo y a la producción, debido al fenómeno del llamado “efecto Cantillon”⁴.

Estos tres conjuntos de herramientas de política (préstamos a instituciones financieras, suministro de liquidez directamente a mercados crediticios clave y compra de valores a más largo plazo) tienen la característica común de que cada uno representa el uso del lado de activos del balance de la Reserva Federal, es decir, todos ellos implican préstamos o la compra de valores. La virtud de estas políticas en el contexto de ese momento es que permitieron a la Reserva Federal seguir bajando las tasas de interés y flexibilizando las condiciones crediticias en una variedad de mercados, a pesar de que la tasa de los fondos federales está cerca de su límite inferior cero. Sin embargo, esa compensación fue incompleta, ya que la ampliación de los diferenciales crediticios, las normas crediticias más restrictivas y la disfunción del mercado crediticio fue en contra de la flexibilización monetaria y llevó a condiciones financieras más estrictas en general, las preocupaciones sobre el capital, la calidad de los activos y el riesgo crediticio limitan la disposición de muchos intermediarios a otorgar crédito, incluso cuando la liquidez es abundante. (Bernanke 2009).

De acuerdo al discurso de Bernanke y analizándolo, con todas estas políticas, se intuye el miedo de la Reserva Federal a la deflación. La deflación se produce cuando la oferta de bienes y servicios de una economía es superior a la demanda, por lo que las empresas se ven obligadas a reducir sus precios para poder vender sus productos y servicios. Este desajuste

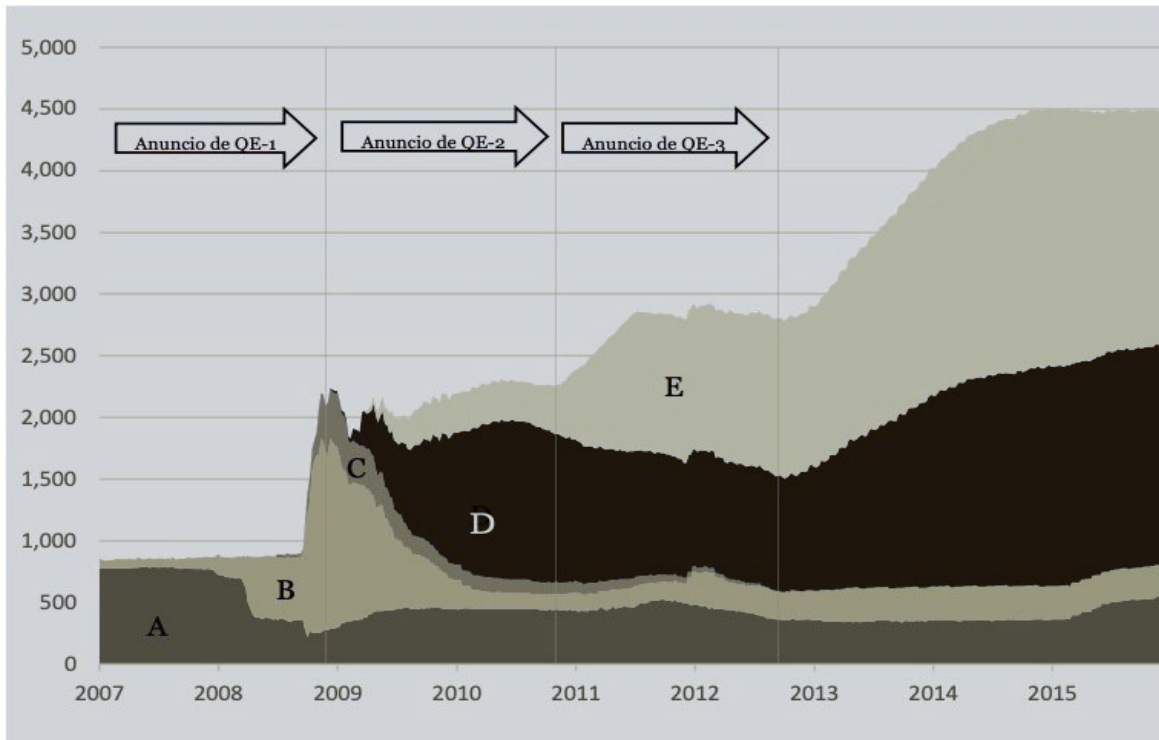
⁴ La expresión “efecto Cantillon” fue creada por Mark Blaug en 1962, y habla de la teoría del economista Richard Cantillon del efecto desigual de las políticas monetarias. La expresión se refiere a la idea de que personas y empresas que están más cerca de la emisión inicial de dinero se benefician más que aquellos que están más alejados, por ejemplo, a través de políticas de expansión monetaria o rescates financieros. En el contexto de los rescates bancarios durante la crisis de 2008, ciertos actores se beneficiaron más que otros de estas medidas de emergencia. Cuando se llevaron a cabo los rescates, los bancos y las instituciones financieras fueron los receptores directos de fondos y los más beneficiados. Estos recursos adicionales podrían haber tenido un impacto desigual en diferentes partes de la economía.

entre la oferta y la demanda tiene lugar por dos causas: Una demanda insuficiente asociada a una caída de la economía o un exceso de la oferta: cuando se produce un incremento excesivo de la producción, que no es capaz de absorber el mercado, o simplemente la producción sigue igual, pero cambian las condiciones y el mercado ya no es capaz de absorber esa producción que antes si podía, en este caso las empresas se ven obligadas a reducir precios. Muchas de las políticas descritas intuimos fueron para evitar la deflación, en un sentido estricto, la deflación se da por una disminución natural de la oferta monetaria por la falta de demanda. Ahora bien, estas políticas que mencionamos y que aplico la Fed también se conocen como políticas monetarias no convencionales. En resumen, podríamos citarlas en este orden.

- Reducciones drásticas de las tasas de interés: la Reserva Federal redujo las tasas de interés a niveles cercanos a cero, para estimular el crédito y la inversión.
- Compras masivas de activos: la Reserva Federal compró bonos del gobierno y otros activos financieros, para inyectar liquidez en la economía.
- Programas de apoyo a los bancos: la Reserva Federal proporcionó apoyo financiero a los bancos, para evitar su quiebra.

Por lo tanto, el crecimiento del balance de la Reserva Federal es un indicador de la magnitud de las políticas monetarias no convencionales implementadas por el banco central. El balance de la Reserva Federal pasó de 900 mil millones de dólares en 2007 a 4,5 billones de dólares en 2014. Este crecimiento se debió a las compras masivas de activos de la Reserva Federal.

Gráfico 1. EE. UU. Composición de activos de la hoja de balance de la Fed, 2007–2015
(Miles de millones de dólares)



- A – tenencia neta de valores tradicionales.
- B – préstamos a instituciones financieras.
- C – liquidez a mercados crediticios clave.
- D – compra de títulos hipotecarios respaldados por agencias federales.
- E – compras de bonos del Tesoro de largo plazo.

Fuente: tomado de Contreras y Maruri (2023).

La burbuja inmobiliaria, causas internas y externas

Pasamos ahora al artículo de 2010. Ben Bernanke da un discurso en la reunión anual de la American Economic Association en 2010, del cual se desprende el artículo "Monetary Policy and the Housing Bubble", artículo donde vuelve a dar sus argumentos de las causas de la crisis financiera de 2008 (todavía se desempañaba como presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos, la crisis financiera aún no se superaba) Bernanke ahora ya defendiendo su posición ante las críticas, explica que la política monetaria no fue la principal causa del surgimiento de la burbuja inmobiliaria vivida en esos años, en lugar de eso, Bernanke señala

y refuta con nuevos datos y hechos no contemplados en la exposición anterior. Afirma que la burbuja inmobiliaria se debió a una combinación de esos diversos factores, entre ellos: Un aumento en la demanda de viviendas debido al crecimiento económico y a la demografía (como el aumento de la población y la disminución del tamaño de los hogares). Vuelve a hablar de la relajación en los estándares de préstamos hipotecarios, que permitieron a los prestatarios obtener préstamos más grandes de lo que podrían pagar y que llevaron a la creación de productos hipotecarios riesgosos, tal relajación es lo que da origen a los préstamos subprime y aquí incluye por primera vez a los préstamos hipotecarios de interés variable.

También vuelve a mencionar que hubo una falta de regulación y supervisión adecuadas de los mercados financieros, estas faltas son el origen de la burbuja inmobiliaria, Bernanke reconoce que debido a eso, aumentó significativamente el riesgo de contraparte en el sistema financiero. (El riesgo de contraparte se refiere al riesgo de que una de las partes en un contrato de derivados llegue a posiciones donde no pueda cumplir con la obligación adquirida y en este punto se llega a la insolvencia, debido a los movimientos del activo subyacente) Esto creó una situación explosiva, pues el incumplimiento del pago de hipotecas de los prestatarios hipotecarios clasificados como subprime, trajo como consecuencia la caída del precio de los contratos de derivados de todas las hipotecas en general y no solo de las hipotecas subprime, posteriormente esto trajo grandes pérdidas para los inversores que habían comprado en paquete esos instrumentos financieros. Además, el incumplimiento de pago de parte de estos préstamos hipotecarios subprime y otros préstamos de alto riesgo también afectó a las instituciones financieras que mantenían estos productos financieros como activos en sus balances.

En otro punto importante del artículo, Bernanke defiende que la política monetaria fue en realidad bastante adecuada durante el período de principios de la década de 2000 (sus críticos argumentan que esto no fue así). La Reserva Federal aumentó gradualmente las tasas de interés a medida que la economía se recuperaba de la recesión del 2001, y mantuvo las tasas relativamente bajas para apoyar la recuperación económica después de los ataques terroristas

del 11 de septiembre de 2001. Según Bernanke, la Reserva Federal no pudo prevenir la burbuja inmobiliaria mediante el uso de la política monetaria porque los efectos de la política monetaria sobre la economía y los mercados financieros son inciertos y se producen con un desfase. Además, el control de la Reserva Federal sobre los préstamos hipotecarios y los mercados financieros era limitado para ese momento. Las propias palabras de Ben Bernanke son muy claras respecto a la posición de otros investigadores acerca del origen de la crisis de 2008, aquí presentamos el siguiente extracto. “Se afirma que la política monetaria excesivamente laxa de Estados Unidos ayudo a fomentar una burbuja de los precios de la vivienda en Estados Unidos en la 1ª década del siglo XXI” Bernanke afirma que el origen de la crisis no fue por esto, y en clara alusión a Taylor y Hetzel, Bernanke vuelve a comentar:

“Algunos observadores han asignado a la política monetaria un papel central en la crisis. Específicamente, afirman que la política monetaria excesivamente laxa de la Reserva Federal en la primera mitad de la década ayudó a provocar una burbuja en los precios de la vivienda en los Estados Unidos, una burbuja cuyo inevitable colapso resultó ser una fuente importante de las tensiones financieras y económicas del pasado. Los defensores de este punto de vista generalmente abogan por un papel sustancialmente mayor de la política monetaria en la prevención y el control de las burbujas en los precios de la vivienda y otros activos. En cambio, otros han asumido la posición de que la política era apropiada para las condiciones macroeconómicas que prevalecían y que no fue la causa principal de la burbuja inmobiliaria ni la herramienta adecuada para controlar el aumento de los precios de la vivienda. Obviamente, a la luz del daño económico infligido por el colapso de dos burbujas de precios de activos durante la última década, mucho más que la precisión histórica depende de la resolución de este debate” (Bernanke 2010).

Las cuestiones financieras y geopolíticas también forman parte de la explicación del origen de la crisis. La economía de los EE. UU. sufrió una recesión moderada entre marzo y noviembre de 2001, podemos pensar que es atribuible al final del auge de las puntocom y la posterior fuerte caída en los precios de las acciones. También hubo importantes incertidumbres geopolíticas asociadas con los ataques terroristas del 11 de septiembre de 2001 y la invasión de Irak en marzo de 2003, así como los escándalos corporativos en 2002,

todo eso no podemos negar que empañaron aún más la situación económica a principios de la década. La agresiva respuesta de política monetaria en 2002 y 2003 estuvo motivada por dos factores principales. En primer lugar, la recuperación se mantuvo bastante débil y sin empleo en la última parte de 2003. El producto interno bruto (PIB) real, aumentó a un ritmo promedio justo por encima del 2 por ciento en 2002 y la primera mitad de 2003, una tasa insuficiente para detener los continuos aumentos en la tasa de desempleo, que alcanzó su punto máximo por encima del 6 por ciento en la primera mitad de 2003 (Bernanke 2010).

En segundo lugar, la respuesta política del FOMC también reflejó preocupaciones sobre una posible caída no deseada de la inflación. Tomando nota de la dolorosa experiencia de Japón, a los formuladores de políticas les preocupaba que Estados Unidos pudiera hundirse en la deflación y que, como consecuencia, la tasa de interés del FOMC pudiera llegar a su límite inferior cero, limitando así el alcance de una mayor acomodación monetaria. Ahora bien, continuando con el discurso de 2010, Ben Bernanke también menciona la mala confianza empresarial del público debido a los fraudes corporativos y la situación geopolítica de principios de la década de 2000, estos factores pegaron en el crecimiento económico de Estados Unidos. Todas estas situaciones extras no son mencionadas por otros académicos como Hetzel y Taylor en sus respectivas explicaciones del origen de la crisis de 2008. Bernanke usa el argumento de los escándalos corporativos, explica que los fraudes de Enron y WorldCom, erosionaron la confianza de los inversores en los mercados de capitales en general, por la desconfianza en los reportes y en los balances financieros, esto presiono para que hubiera un aumento de la regulación gubernamental en el sector financiero.

Eso trajo, como consecuencia, una regulación más entramada, compleja y burocrática del sistema financiero, lo que a su vez dificultó la identificación y gestión de los riesgos (algo contrario a lo que buscaba). Sin embargo, aquí hay que aclarar dos puntos: primero, por un lado, la regulación corporativa de empresas y su gestión se endurecía; segundo, y de modo contrario, la regulación financiera bancaria se relajaba, esto provocaba, —en la búsqueda de más ganancias— refinanciar las deudas hipotecarias y hacerlas más grandes, ya que las casas tenían más valor de mercado; pero al mismo tiempo los riesgos de esos préstamos eran

transferidos a otros inversionistas. Además, un punto más en todo este entramado es cuando Bernanke menciona, a la situación geopolítica en la década de 2000, en particular los eventos del 11 de septiembre de 2001 y la posterior guerra en Irak, estos eventos generaron una gran incertidumbre global, entonces surgió la demanda mundial de activos financieros que fueran seguros, como los bonos del Tesoro de Estados Unidos. La creciente demanda de los bonos de Estados Unidos trajo una gran cantidad de capital hacia los diferentes tipos de bonos de la Fed, Estados Unidos que tradicionalmente era un exportador de capital, se volvió un importador de capital y a gran escala, que provocó que se redujeran aún más las tasas de interés, primero en los bonos y después en el mercado inmobiliario, lo que también contribuyó al crecimiento de la burbuja inmobiliaria y financiera que generó la crisis de 2008, es posible que otros académicos no mencionen estas situaciones o no le den peso suficiente en sus explicaciones del origen de la crisis.

Bernanke también aborda otros diferentes lados del problema financiero, como el papel de las agencias calificadoras de crédito en la calificación de los títulos subprime, la falta de regulación adecuada en el sector financiero en esas calificaciones. Con todos estos puntos, la incorporación de Bernanke de estas variables en la explicación de la crisis de 2008 ofrece una perspectiva que se sale de la academia tradicional del estudio de la política monetaria, como keynesiano para él es importante considerar múltiples factores y perspectivas globales que están fuera de Estados Unidos. Bernanke dice: “En la última década una combinación de diversas fuerzas ha creado un aumento significativo en la oferta global de ahorro – lo que llamo un exceso de ahorro global – este exceso de ahorro que se dirige a Estados Unidos ayuda a explicar tanto el aumento en el déficit de cuenta corriente de Estados Unidos como el nivel relativamente bajo de las tasas de interés reales a largo plazo en el mundo de hoy” Bernanke (2005). En la perspectiva de Bernanke el conocimiento y análisis de todas estas situaciones son básicas y no solo complementarias para comprender de forma integral las causas de la crisis financiera global de 2008.

Bernanke y la regla de Taylor

Bernanke al último de este artículo aborda lo que se conoce como la regla de Taylor y le da una amplia explicación, ya que con esta regla, Jonh Taylor critica la ejecución de la política monetaria, Bernanke afirma que es una regla “simple” y con esto quiere decir que es una regla que deja de lado muchos factores que son relevantes para la elaboración de una política efectiva para un determinado tiempo, por lo tanto, es una regla limitada; aunque también piensa que la regla es eficaz para evaluar la política monetaria de la Reserva Federal en la estabilización de la economía. En general, Bernanke sugiere que la política monetaria de la Fed fue la adecuada a principios de los años 2000 y, por lo tanto, no es la culpable del surgimiento de una burbuja inmobiliaria, aunque no necesariamente se siguió la regla de Taylor en todos los aspectos. En la opinión de Bernanke la regla de Taylor tiene limitaciones y que es necesario considerar otros factores en la toma de decisiones de política monetaria, por ejemplo, Bernanke argumenta que la regla no tiene en cuenta factores como los shocks externos o las fluctuaciones en los mercados financieros, que pueden afectar significativamente a la economía. Explicaremos dicha regla, ya que Bernanke la menciona y le da mucha importancia en su artículo, la fórmula original como la desarrollo Taylor la volveremos a presentar en el capítulo 3.

Bernanke explica la regla no exactamente como la explica Taylor, sino con los factores a y b , estos factores definen el nivel de la fijación de la tasa de fondos federales i_t . La parte a es la desviación en puntos porcentuales de la tasa de inflación actual con el objetivo de inflación a largo plazo de las autoridades; la segunda parte b se define en la llamada brecha de producción, que es la diferencia entre la producción actual (definida como el PIB real) y el nivel de producción “potencial”, Bernanke presenta la regla de Taylor dada por la siguiente ecuación

$$i_t = 2 + \pi_t + a(\pi_t - \pi^*) + b(y_t - y^*) \quad (1)$$

La regla explica: la fijación de la tasa de interés de política i para un período dado t ; en el parámetro a , donde $(\pi_t - \pi^*)$ es la desviación de la tasa de inflación con el blanco de inflación, [también se podría poner $p_t - p_t^*$ que es la desviación de los precios de su blanco π^*] en la otra parte está el parámetro b y tenemos $(y_t - y_t^*)$, es la llamada “brecha del producto”, es la desviación del producto real y_t del producto potencial y^* . Los dos parámetros a y b son números positivos que describen, por un lado, a que dice con qué fuerza debe responder la tasa de política a las desviaciones de la inflación π_t de su blanco, y por la otra parte b , que enseña la diferencia del producto y de su potencial, la fuerza (magnitud del multiplicador) de esos parámetros depende ya del mandato o prioridades del banco central y la suma de estos parámetros debería ser igual a 1.

Entendemos entonces, que la regla de Taylor les dice a los políticos que las tasas de interés deberían ser más altas cuando la inflación está por encima del blanco u objetivo, $(\pi_t - \pi^*) > 0$, o cuando la producción está por encima de su potencial, $(y_t - y_t^*) > 0$. Bernanke menciona que Taylor estimó un número, este número es el valor real a largo plazo de la tasa de fondos federales, este es de alrededor del 2 por ciento. En consecuencia, la ecuación de la regla de Taylor muestra que cuando la inflación y el producto son iguales a sus objetivos, esto quiere decir que no hay brecha, y por lo tanto, la desviación sería cero, la tasa de los fondos federales, expresada aquí en términos nominales, debe ser igual a 2. Sí no hay un crecimiento de los precios y la producción iguala a su objetivo, significa que no hay inflación, y que la producción es igual a su potencial, entonces el valor real de la tasa de fondos federales debería ser igual al 2 por ciento.

Bernanke afirma que la validez de esa conclusión depende de que las suposiciones y las medidas específicas utilizadas para construir la prescripción de la regla de Taylor sean las apropiadas. Algunas pruebas empíricas y de simulación sugieren que la capacidad de respuesta de la política a la brecha del producto, $(y_t - y_t^*)$, dada por el parámetro b en la ecuación de la regla de Taylor, debería ser mayor que el valor asignado de 0,5 (este valor es el que asigna Taylor a cada parámetro) para recomendar tasas de política más bajas durante las recesiones y sus secuelas. En su discurso que dio en 2005, Bernanke afirmó que la regla

de Taylor "es una herramienta importante para evaluar la política monetaria y para comunicar los objetivos de la política a los participantes del mercado y al público en general". Sin embargo, también señaló que la regla debe ser aplicada con flexibilidad, teniendo en cuenta factores como la tasa de inflación, el crecimiento económico y la situación financiera. Bernanke comenta que la regla de Taylor "es una buena guía para la política monetaria en condiciones normales"; sin embargo, Bernanke también critica ¿Cómo es que se calcula el producto potencial? Ya que de eso depende el resultado del parámetro de la brecha del producto.

Ahora bien, debe de haber una distinción entre los que son valores actuales y cuáles son los valores previstos, pero según Bernanke estos "no siempre importan mucho", por ejemplo: los altos niveles de inflación o producción de hoy pueden indicar que haya niveles similares de esas variables en el futuro o por lo menos eso esperaría el público siendo agentes con expectativas adaptables, mientras no se avizoren cambios en la política monetaria. Sin embargo, durante la última parte de la década en que Bernanke dio su discurso, la diferencia entre inflación actual y pronosticada fue importante. Otro argumento de Bernanke es que la regla estándar de Taylor no hace distinción entre los aumentos de la inflación que se espera que sean temporales y los que se espera sean más duraderos, esto en clara alusión a la escuela keynesiana que Bernanke defiende. En la práctica, sin embargo, en defensa de la regla de Taylor original, hemos visto que las autoridades encargadas de la política monetaria casi siempre han respondido con menos fuerza a los aumentos de la inflación cuando esperan que sean temporales, o simplemente las autoridades no responden, esto es una estrategia razonable, dado que la política monetaria afecta la inflación significativamente, pero solo en un retraso, ya que con el tiempo la influencia va decreciendo.

John Taylor: su crítica a las políticas de la Fed

John Brian Taylor es un reconocido economista y académico estadounidense. Nació el 8 de diciembre de 1946 en Yonkers, Nueva York. Es conocido por sus contribuciones en el campo

de la macroeconomía y la política monetaria, y por el desarrollo de la regla de Taylor, un marco conceptual para establecer tasas de interés basadas en las condiciones económicas. Taylor obtuvo su licenciatura en economía en la Universidad de Princeton en 1968. Posteriormente, completó su maestría en economía en la Universidad de Stanford en 1970 y obtuvo su doctorado en economía también en Stanford en 1973. En su carrera Taylor ha tenido varios roles en el sector académico y en el servicio público. Comenzó como profesor asistente en la Universidad de Princeton y en la Universidad de Columbia antes de regresar a la facultad de la Universidad de Stanford en 1984, donde actualmente es profesor de Economía.

Taylor ha tenido una destacada participación en el servicio público. Fue subsecretario del Tesoro de Estados Unidos bajo la administración del presidente George W. Bush, donde desempeñó un papel activo en la formulación de políticas económicas y financieras del país. Taylor ha recibido numerosos premios y reconocimientos a lo largo de su carrera, sus investigaciones y escritos han influido en la teoría económica y han contribuido al debate sobre la política monetaria y la estabilidad económica. Su trabajo se centra en comprender cómo la política monetaria afecta a la economía en general y cómo los bancos centrales pueden tomar decisiones más efectivas para mantener la estabilidad. John B. Taylor es miembro senior de economía George P. Shultz en la Institución Hoover y profesor de economía Mary y Robert Raymond en la Universidad de Stanford. Preside el Grupo de Trabajo Hoover sobre Política Económica, copreside el Grupo de Trabajo Hoover sobre Tecnología, Economía y Gobernanza y es director del Centro de Introducción a la Economía de Stanford.⁵

Primero explicaremos la regla de Taylor tal como él la propuso. Taylor recomienda una fórmula para establecer las tasas de interés de política monetaria basadas en la inflación y en el producto interno bruto real. La regla es conocida y ha sido ampliamente estudiada y utilizada por los bancos centrales de todo el mundo para guiar sus decisiones de política

⁵ Fuente Hoover Institution www.hoover.org/profiles/john-b-taylor

monetaria, a continuación, pasaremos a explicar en qué consiste dicha regla, es muy importante considerarla y entenderla, ya que Taylor mucho de la explicación de la crisis de 2008 la hace sobre la base de esta regla. Según Taylor, la Fed mantuvo las tasas de interés muy bajas durante un tiempo excesivo, desviándose de las políticas que hubiesen resultado si la Fed se hubiese mantenido dentro de las recomendaciones que indicaba la regla de Taylor, observaremos que mientras Bernanke usa los parámetros a y b donde la suma de estos parámetros debe de dar 1, en la fórmula original de Taylor se usa .5 sumados los dos de la fórmula da también 1.

La regla de política propuesta es la siguiente:

$$r = p + 0.5y + 0.5(p - 2) + 2 \quad (2)$$

donde:

r es la tasa de fondos federales.

p es la tasa de inflación durante un año.

y es la desviación porcentual del PIB real respecto a un objetivo. Es decir, $y = 100(Y - Y^*)/Y^*$

donde:

Y es el PIB real.

Y^* es el PIB real tendencial (para cuando Taylor publicó su artículo este fue igual al 2.2 por ciento al año desde 1984.1 hasta 1992.3).

Esta regla de política establece que la tasa de fondos federales se determina en función de la tasa de inflación y la desviación del PIB real respecto a su blanco. La inclusión de estos términos en la regla de política refleja el doble mandato de la Fed de mantener la estabilidad de precios y el crecimiento económico en la toma de decisiones de política monetaria. Usando la ecuación 2, Taylor usa dos posibilidades. “Una es intentar utilizar la forma específica de la regla de política como uno de los insumos para la toma de decisiones del banco central. La segunda es enumerar los principios generales que subyacen a la regla de política y dejar que los responsables de la política decidan la configuración de la política sin la guía de la fórmula

algebraica. También se podría intentar alguna combinación de estas dos opciones. Después de describir estos dos enfoques alternativos, considero varios estudios de caso para ilustrar cómo podrían usarse en la práctica” Taylor (1993).

Como vemos entonces John B. Taylor no se considera un economista keynesiano a favor de la discrecionalidad del banco central, podría entrar más bien como un economista neokeyniano a favor de las reglas, Taylor ha realizado críticas a la política monetaria de la Fed y ha abogado por un enfoque más reglamentado en la política monetaria. Como un defensor de la regla de Taylor que el mismo propuso, Taylor dice que la regla es eso, una norma a cumplir, podemos entonces deducir que la regla de Taylor es un enfoque de política monetaria basado en reglas, lo que significa que se basa en un conjunto de criterios predeterminados, en lugar de la discreción del banco central que abogan los keynesianos. Taylor comenta que “la crítica de Lucas” muestra que una evaluación tradicional de las políticas económicas es defectuosa porque lo que importa es la “credibilidad”; el reconocimiento de las expectativas racionales no implica la ineficacia de la política monetaria, la credibilidad tiene beneficios significativos y la demostración de una inconsistencia temporal en las reglas de política no muestra que la discreción en la política monetaria sea mejor ⁶.

Sin embargo, Taylor también justifica el hecho de que su regla no sea usada de una manera fija como regla de política “Operar la política monetaria siguiendo mecánicamente una regla de política específica como la ecuación 2 no es práctico. Pero ¿cómo se pueden llevar a cabo los resultados constructivos de la investigación, como se resume en una regla de política como la ecuación 2? Usando la ecuación 2 como ejemplo, Taylor considera dos posibilidades. Una es intentar utilizar la forma específica de la regla de política como uno de los insumos para la toma de decisiones del banco central. La segunda es enumerar los principios generales

⁶ La crítica de Lucas es una teoría económica que sostiene que, bajo la hipótesis de expectativas racionales, los parámetros estimados a partir de un modelo econométrico no se mantendrían. La ocurrencia de cambios de política llevaría a los agentes a modificar sus comportamientos, a fin de adecuarse a la nueva realidad. En otras palabras, la crítica de Lucas argumenta que es ingenuo intentar predecir los efectos de un cambio en política económica a partir de las relaciones observadas en los datos históricos, especialmente cuando se trata de los datos agregados.

que subyacen a la regla de política y dejar que los responsables de la política decidan la configuración de la política sin la guía de la fórmula algebraica. También se podría intentar alguna combinación de estas dos opciones” Taylor (1993).

Entonces los coeficientes (como 0.5 en la inflación) son ajustables y pueden reflejar la importancia relativa que el banco central asigna a cada componente en su toma de decisiones, en este enfoque el banco central busca mantener la inflación cerca de un objetivo del 2%. Al restar 2 en la fórmula ($p - 2$), se “centra” la inflación en el objetivo de la Fed del 2%. Si la inflación real es del 2%, entonces esta parte de la fórmula no tendría ningún efecto, ya que $2 - 2$ es igual a cero. Sin embargo, si la inflación es superior al 2%, esto contribuirá a aumentar la tasa de interés objetivo, lo que podría ayudar a enfriar la economía y controlar la inflación. El factor de 0.5 es una forma de dar menos peso a la inflación en la determinación de la tasa de interés objetivo en comparación con la brecha del PIB real. Taylor afirma que la política monetaria no debe reaccionar de manera excesiva a las fluctuaciones de precios a corto plazo, sino que debe ser más equilibrada en su enfoque, entonces al multiplicar la inflación por 0.5, el multiplicador reduce el impacto en la tasa de interés objetivo, tomemos en cuenta que el mismo multiplicador se usa con la brecha del PIB real.

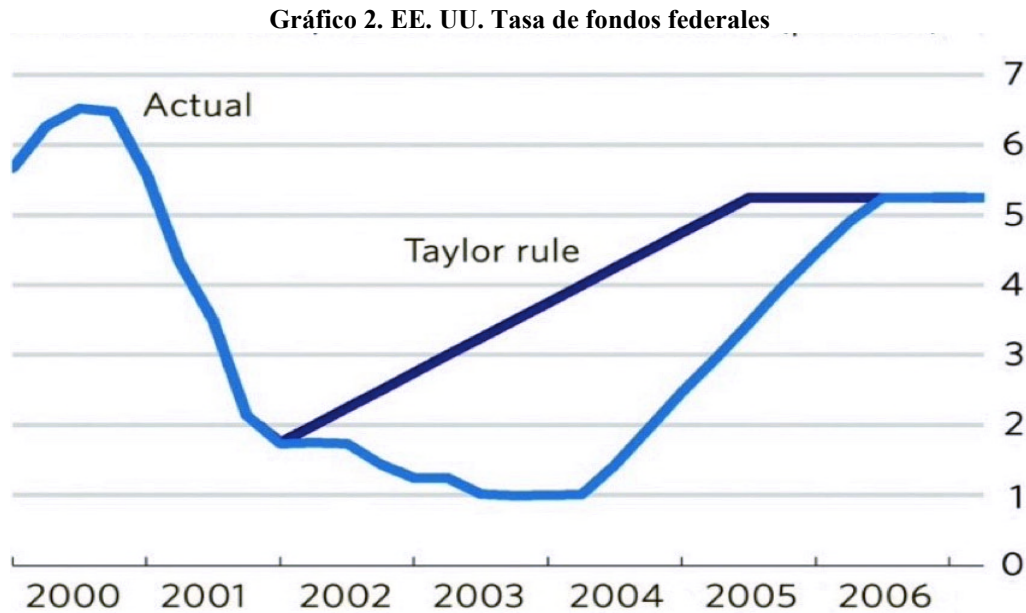
Habiendo explicado la regla de Taylor procederemos ya a la explicación de la crisis de 2008. Taylor en su artículo "The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong". Habla de que la Fed tuvo una política monetaria expansiva a principios de la década de los 2000, comenta que las crisis son causadas por excesos, que conducen a un auge y una caída inevitables, los excesos monetarios son la principal causa de ese auge y esa caída, La Fed promovió tasas de interés demasiado bajas durante demasiado tiempo, este fue uno de los factores que contribuyó a la burbuja inmobiliaria y, posteriormente, a la crisis financiera de 2008. La Reserva Federal mantuvo las tasas de interés muy bajas, incluso cuando la inflación aumentó y la economía creció rápidamente. Esta política expansiva contrastaba con la regla de Taylor, que habría requerido tasas de interés más altas durante este período. La decisión de la Reserva Federal de mantener bajas las tasas de interés durante demasiado tiempo facilitó que las personas pidieran dinero prestado para

comprar diferentes bienes, entre ellos casas, lo que condujo a un aumento de demanda y a un continuo aumento en los precios de la vivienda que luego se volvió insostenible.

Ahora bien, ¿Por qué Taylor afirma que la política monetaria de la Fed fue demasiado expansiva? Primero, argumentó que la Fed estaba demasiado concentrada en prevenir la deflación, porque puede conducir a una disminución de la actividad económica, ya que deprime los precios, deprime las utilidades de las empresas y puede postergar las decisiones de compra de las personas esperando que en un futuro vuelvan a bajar los precios, este temor a la deflación en los Estados Unidos era fundado, pues algo similar había ocurrido en Japón. Sin embargo, Taylor argumentó que el riesgo de deflación no era tan alto como creía la Fed, y que el enfoque de la Fed en prevenir la deflación la llevó a mantener las tasas de interés demasiado bajas durante demasiado tiempo. En segundo lugar, se argumenta que la Fed no respondió lo suficientemente rápido al aumento de la inflación, la regla de Taylor habría pedido que aumentara las tasas de interés a medida que aumentaba la inflación, pero la Fed no lo hizo hasta que la inflación ya era alta. Esto permitió que la inflación se saliera de control, lo que contribuyó a la burbuja inmobiliaria.

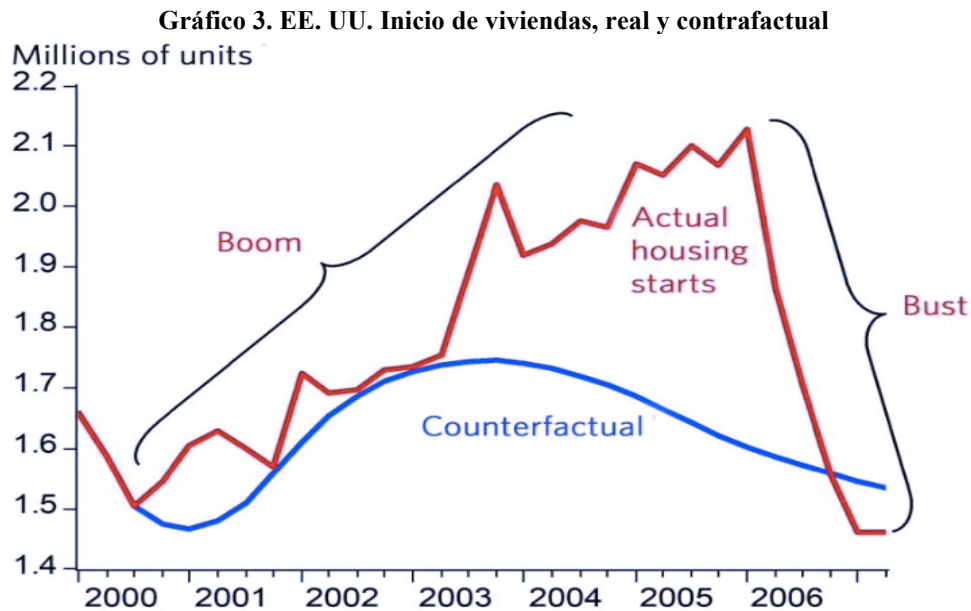
También Taylor argumenta que la política monetaria de la Fed estaba demasiado desconectada de la economía real. Como ya se comentó, la regla de Taylor se basa en una fórmula lineal simple que tiene en cuenta dos factores, la inflación y el crecimiento económico. Sin embargo, la política monetaria de la Fed también estuvo influenciada por una variedad de factores independientes de la inflación y la brecha de producto, uno fundamental es la presión política para evitar la recesión, este tipo de presión estaban sobre los formuladores de políticas de la Fed. Todo esto dificultó que la Fed siguiera una política monetaria coherente y contribuyó a la expansión monetaria. Taylor también argumenta que el uso de políticas fiscales y regulatorias de emergencia no debería ser una excusa para una expansión permanente del papel del gobierno en la economía, la promoción de la estabilidad monetaria y fiscal son cruciales para garantizar un crecimiento económico sostenible y una recuperación sólida y bien fundamentada a largo plazo de la crisis financiera. Con la regla de Taylor, la tasa de interés de política monetaria debe ajustarse en función de las condiciones

económicas actuales para lograr una estabilidad de precios y una producción equilibrada en la economía. La Fed no siguió la regla durante los años previos a la crisis, lo que contribuyó a la burbuja inmobiliaria y financiera que generó la crisis. Para afirmar las ideas anteriores, Taylor presenta varios gráficos.



Fuente: gráfico tomado de Taylor (2008).

El gráfico 2 muestra que las decisiones sobre los tipos de interés en el periodo de 2002-2005 cayeron muy por debajo de lo que se sugeriría que debería ser la política por la regla de Taylor. El gráfico 2 proporciona una medida empírica de que la política monetaria fue demasiado “laxa” en ese periodo, lo cual se ve en la línea azul llamada “Actual”, se observa una gran caída de la tasa de política que va del 6% al 1% en 3 años, por otro lado, en el gráfico tenemos al contrafactual que es la línea negra, que marca “lo que hubiera sido” al aplicar la regla de Taylor, la diferencia entre las dos líneas infiere el tamaño de la intervención discrecional de la Fed en el establecimiento de la tasa de interés.



Fuente: gráfico tomado de Taylor (2008).

El gráfico 3 infiere los resultados con el mismo enfoque empírico, la línea roja irregular muestra los inicios (año 2000) de viviendas reales en millones de unidades. Se muestra tanto el auge de la vivienda como la caída posterior de la vivienda, la línea azul está etiquetada como contrafactual y lo que sugiere es el inicio de viviendas con base en un modelo estimado estadísticamente, esto solo si las tasas de interés hubieran seguido la regla del Gráfico 1. El Gráfico 2 proporciona cierta evidencia empírica de que la política de tasas de interés inusualmente bajas fue un factor en el auge de la vivienda, aun en la caída se ve que la línea roja de “inicio de viviendas” se va más abajo del contrafactual en el año 2006, el movimiento de la línea roja es bastante irregular, pero es el real; sin embargo, se puede desafiar la conclusión del gráfico 2 o como está construido para llegar a estas conclusiones, si se toma una línea “contrafactual” con conclusiones empíricas del gráfico 1 entonces el modelo es débil; sin embargo, Taylor menciona que una ventaja de usar este modelo con su contrafactual empírico es que se tiene un marco formal para debatir el tema.

Podemos concluir entonces que el exceso monetario fue el responsable del boom de “inicios de vivienda”, respecto de la inflación del IPC esta promedió 3.2 por ciento a una tasa anual

durante los últimos cinco años, muy por encima del objetivo del 2 por ciento sugerido por muchos formuladores de políticas e implícito en la regla de política del Gráfico 2, esto también fue efecto del exceso monetario. Taylor también menciona el asunto de “exceso de ahorro global” metido al tema por Bernanke, pero menciona que parece que no hay evidencia de un exceso de ahorro global. Y, sin embargo, por el contrario, como muestra el Gráfico 4 viéndolo de una manera simple por la tendencia hacia abajo del ahorro y la inversión mundial ¿podría indicar haber una escasez de ahorro entre 2002 y 2004? Este gráfico, elaborado por el personal del Fondo Monetario Internacional (FMI) en 2005, muestra que la tasa de ahorro mundial (ahorro mundial como fracción del PIB mundial) fue muy baja en el período 2002–04, comparada con años anteriores.



Fuente: IMF/World Economic Outlook (2005)/ septiembre, capítulo 2, tomado de Taylor (2008).

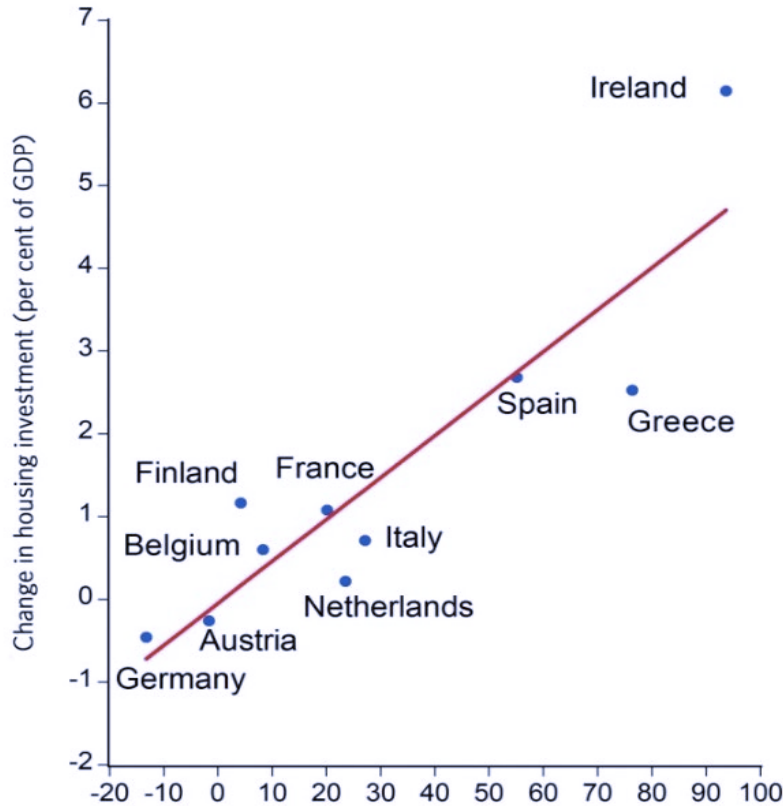
Sin embargo, para ser sinceros el gráfico 4 muestra el ahorro y la inversión global pero como porcentaje del producto, y si efectivamente este bajo en esos años, pero a mi parecer, eso no refuta de manera contundente el argumento expresado por Bernanke en el capítulo 2 acerca del exceso de ahorro global, lo que Bernanke afirma es que este ahorro se canalizó principalmente a Estados Unidos, lo que Bernanke argumenta es que el problema del exceso de ahorro global no es en sí mismo si hay exceso mundial, si no que gran parte del ahorro

mundial es canalizado a los bonos del tesoro de Estados Unidos debido a la búsqueda de refugio para ahorro seguro, y eso trae como consecuencia el empuje hacia abajo de la tasa de interés, la gráfica solo muestra la inversión en porcentaje del PIB no en que se canalizó, la entrada de capital a los bonos si influye en el nivel de la tasa de fondos federales, y es una variable no considerada por Taylor.

Taylor comenta que la burbuja inmobiliaria antes de la crisis financiera de 2008 afectó también a varios países europeos, otros bancos centrales mantuvieron tasas de interés bajas antes de la crisis por una política monetaria expansiva para estimular el crecimiento económico después del estallido de la burbuja de las puntocom a principios de los años 2000. Taylor ha argumentado que la Reserva Federal influyo talvez sin proponérselo para que otros bancos centrales mantuvieron las tasas de interés demasiado bajas durante un tiempo, lo que generó un exceso de liquidez en los mercados financieros mundiales. Esta abundancia de capital barato tuvo en Europa el mismo efecto que en Estados Unidos, incentivó mayor toma de riesgos y condujo a un aumento en la demanda de activos, especialmente en el sector inmobiliario, aunque la magnitud y las consecuencias no fueron parejas y variaron de una nación a otra. Algunos países europeos afectados por la burbuja inmobiliaria y la posterior crisis incluyeron:

España: España experimentó una de las burbujas inmobiliarias más pronunciadas. Durante la década y anterior a la crisis, hubo un auge en la construcción de viviendas y un aumento significativo en los precios de la propiedad. La sobre construcción y la especulación inmobiliaria llevaron a un exceso de oferta y, finalmente, a un colapso del mercado inmobiliario. La crisis financiera tuvo un impacto profundo en el país, con una caída masiva en los precios de la vivienda, altas tasas de desempleo y problemas en el sector bancario.

Gráfico 5. Europa. Inversión en vivienda como porcentaje del PIB y sus desviaciones de la regla de Taylor



Fuente: R. Ahrend, B. Cournède, and R. Price (2008)/ “Monetary Policy, Market Excesses and Financial Turmoil,” OECD Economics Department, working paper No. 597, marzo. Tomado de Taylor (2008).

Irlanda: Irlanda también experimentó una burbuja inmobiliaria considerable antes de la crisis. Durante el auge económico de Irlanda, conocido como el “Tigre Celta”, hubo una expansión masiva en la construcción de viviendas y un rápido aumento de los precios. Sin embargo, cuando la crisis financiera golpeó, el mercado inmobiliario colapsó y los precios de la propiedad se desplomaron drásticamente. El país sufrió una grave recesión económica y problemas en el sistema bancario.

Los países con más estabilidad fueron indudablemente: Alemania, Austria y Países Bajos, casi no tuvieron desviaciones de la regla de Taylor y por lo tanto fueron los mejor librados de la crisis de 2008. Otros países europeos, como Portugal y Grecia, experimentaron

problemas en sus mercados inmobiliarios y sufrieron las consecuencias de la crisis financiera de 2008. En general, la burbuja inmobiliaria y la posterior crisis tuvieron un impacto significativo en varios países europeos, exacerbando los problemas económicos y financieros que ya existían. Se observa la misma desviación de la regla de Taylor con el auge de la vivienda, los países con la mayor desviación de la regla de Taylor son los que observan en su mercado inmobiliario un auge más fuerte, pero también son los que sufrieron la crisis más fuerte con la caída de la burbuja inmobiliaria. Se da el fenómeno de las “hipotecas hundidas” que es cuando el valor de la propiedad es menor que la deuda hipotecaria de esa propiedad.

Taylor comenta: “Durante los años de rápido aumento de los precios de la vivienda, las tasas de morosidad y ejecución hipotecaria se redujeron rápidamente. Los beneficios de mantener una casa, tal vez trabajar más horas para hacer los pagos, son mayores cuando el precio de la casa aumenta rápidamente. Cuando los precios están cayendo, los incentivos para hacerlo son mucho menores y se vuelven negativos si el precio de la casa cae por debajo del valor de la hipoteca. De ahí que aumenten la morosidad y las ejecuciones hipotecarias” Taylor (2008). Las razones de que exista una conexión entre las diferentes tasas de los fondos federales de cada país no quedan claras; pero, no se puede negar que haya una relación entre las tasas de la Fed y el banco central europeo BCE, una relación que, de hecho, es difícil distinguir estadísticamente, pero lo más probable es que el BCE siga a la Fed; diferentes opiniones y estudios muestran que hay una conexión en cualquiera de los dos sentidos. Las preocupaciones sobre la competitividad del tipo de cambio, o la influencia del tipo de cambio sobre la inflación, podrían generar tal relación; pero también habría que considerar un factor adicional, como cambios en lo que podría ser una tasa de interés real global, pero esta tasa es mucho más complicada de calcular y no es un objetivo del ensayo.

Robert Hetzel: ¿una política monetaria expansiva o contractiva?

Robert L. Hetzel es un economista y autor estadounidense reconocido por su trabajo en macroeconomía y política monetaria. Nació el 3 de julio de 1944, profesionalmente se ha

destacado por su contribución en el campo de la economía monetaria y su análisis de las políticas de la Reserva Federal de Estados Unidos. De su formación académica mencionaremos que recibió su licenciatura en la Universidad de Chicago en 1967 para años después terminar su doctorado en la misma institución. En Chicago, participo en el Money and Banking Workshop e hizo su trabajo de tesis con Milton Friedman. Se incorporó al Departamento de Investigación del Banco de la Reserva Federal de Richmond en 1975, ahí permaneció hasta su jubilación en 2018, donde, como economista senior y asesor de investigación, asesoró al presidente del banco en asuntos relacionados con su participación en las reuniones del Comité Federal de Mercado Abierto. Hetzel es académico visitante en el Banco de la Reserva Federal de Chicago, académico afiliado senior del Mercatus Center de la Universidad George Mason y miembro del Instituto de Economía Aplicada, Salud Global y Estudio de Empresas Comerciales de la Universidad Johns Hopkins. Su agenda de investigación es la evolución de la banca central en el régimen moderno del dinero fiduciario, en los que continúa la tradición monetarista de Friedman.⁷

Hetzel ha argumentado en favor de una política monetaria más regida por reglas, que establezca pautas claras y predecibles para la toma de decisiones en lugar de depender de la discrecionalidad de los responsables de la política. Hetzel también es autor de varios libros y publicaciones académicas sobre temas monetarios y de política económica. Sus libros son: *The Monetary Policy of the Federal Reserve: A History* (2008) publicado por Cambridge University Press, examina la evolución de la política monetaria en Estados Unidos desde la fundación de la Reserva Federal en 1913. *The Great Recession: Market Failure or Policy Failure?* (2012) también publicado por Cambridge University Press, aquí Hetzel habla de cómo el consenso que existía sobre los mercados eficientes, las expectativas racionales y la eficacia del sistema de precios para asegurar la estabilidad macroeconómica, fue destruido por la recesión de 2008-2009, los tipos de modelos económicos fueron insuficientes para comprender las fluctuaciones cíclicas. Habla de cómo la crisis revivió las explicaciones de la recesión basadas en el ciclo crediticio o la burbuja de activos que dominaron el pensamiento

⁷ Fuente: Banco de la R.F. de Richmond, www.richmondfed.org/research/people/hetzel
Mercatus Center G. M. University <https://www.mercatus.org/scholars/robert-l-hetzel>

en el siglo XIX y la primera mitad del siglo XX; pero sobre todo defiende la visión alternativa de las recesiones como un “desorden monetario”.

En su más reciente libro *The Federal Reserve: A New History* (2022) publicado por University of Chicago Press, Hetzel cuenta la historia de la búsqueda de las reglas monetarias que hayan sido capaces de garantizar la estabilidad económica, esto incluye los relatos críticos de la Gran Depresión, la Gran Inflación y la Gran Recesión, Hetzel habla de cómo estos desastrosos eventos podrían haber sido evitados. Habiendo dado una pequeña presentación de la obra y pensamiento de Robert L. Hetzel vamos a su interpretación a la crisis de 2008 con el análisis del artículo “Monetary Policy in the 2008-2009 Recession”. Robert L. Hetzel primero comenta la explicación keynesiana que afirma, que la crisis financiera de 2008 fue causada principalmente por una disfunción de los canales del crédito, llevando a una burbuja inmobiliaria, Hetzel antes de iniciar lo él que llama su explicación alternativa, examina el argumento keynesiano de que la Reserva Federal mantuvo las tasas de interés demasiado bajas durante demasiado tiempo en la década de 2000, lo cual condujo a una expansión excesiva del crédito y a la creación de una burbuja inmobiliaria. Cuando la burbuja estalló en 2007-2008, muchas instituciones financieras y bancos enfrentaron grandes pérdidas y se declararon en bancarrota. Partiendo con la explicación de la perspectiva del ciclo crediticio, que afirma que las variaciones de la producción son consecuencia de auges especulativos, que llevan a precios insostenibles de los activos y con niveles altamente apalancados, en estas circunstancias, los colapsos crediticios son inevitables, deprimen la actividad económica por insolvencias del deudor y el desapalancamiento.

Hetzel en contrapunto, defiende a la teoría de la cantidad como explicación a la crisis de 2008, respecto de los movimientos cíclicos significativos en la producción, defiende que estos son consecuencia de un desorden monetario derivado de la introducción de una nueva tasa de interés por parte de los bancos centrales para enfrentar los shocks. En su artículo, Hetzel argumenta que la tasa natural, (es decir, la tasa de interés que equilibra el ahorro y la inversión en una economía en pleno empleo) estaba más baja que la tasa de referencia de la Reserva Federal (la tasa de fondos federales) en la década de 2000. La tasa natural se vio

influenciada por varios factores, estos incluyen un aumento en el ahorro global, por la tecnología y la globalización, que aumentaron la oferta de ahorro y redujeron la tasa de interés natural a nivel mundial. Además, la desregulación financiera y la competencia en el mercado de préstamos aumentaron la oferta de crédito y redujeron las tasas de interés aún más. En el mismo artículo, Hetzel también señala que la caída de la actividad económica en 2008 llevó la tasa natural aún más abajo. Según él, la crisis financiera hizo que las empresas y los hogares redujeran su gasto y aumentaran su ahorro, lo que redujo aún más la tasa natural. La incertidumbre y el temor generalizados en los mercados financieros y en la economía en general llevaron a un aumento de la demanda de activos seguros, como los bonos del Tesoro de los Estados Unidos.

La combinación de la caída en la riqueza por la baja de los precios de la vivienda y una disminución en el ingreso real por el aumento de los precios de la energía y los alimentos empeoró la situación de las personas, provocando la ralentización de la actividad económica, que al no ser atacada oportunamente provocó una recesión. La explicación ofrecida para la intensificación de la recesión en 2008 enfatiza que se dio una propagación de los shocks reales originales porque se presentó una política monetaria contractiva. ¿Contractiva? Así lo afirma Hetzel. La intensificación de la recesión siguió el patrón de las recesiones en los períodos de finales de los años sesenta y setenta, en el que la Fed introdujo una inercia cíclica en los fondos en relación con los cambios en la actividad económica. El argumento presentado es que en el verano de 2008 el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) se salió de sus procedimientos estándar que exigían reducciones en la tasa de fondos en respuesta al deterioro de la actividad económica, la explicación para la intensificación de la recesión cae dentro de un patrón de recesiones a más largo plazo. El espíritu del artículo de Hetzel es utilizar generalizaciones empíricas deducidas por la experiencia histórica y a la vez son limitadas por la teoría, de este modo da solides a su explicación.

El artículo de Hetzel primeramente resume estos dos marcos alternativos para comprender las fluctuaciones cíclicas, él se pregunta, ¿Cuál es el marco adecuado para definir la política monetaria? Para el primer marco (modelo keynesiano) aborda las explicaciones en las que

las fuerzas reales abruman el funcionamiento del sistema de precios, en el ciclo crediticio, los “factores psicológicos” son fundamentales en la explicación del ciclo económico, porque surgen olas de optimismo que luego inevitablemente dan paso a olas de pesimismo. Estos cambios en la psicología de los inversores abruman el comportamiento estabilizador natural del sistema de precios. Las nuevas tasas de interés “altas” no logran contener el exceso especulativo, mientras que las tasas de interés “bajas” no logran compensar un efecto pesimista por la liquidación de deudas incobrables. La especulación es la base del auge que impulsa tanto los precios de los activos como el apalancamiento por deuda con niveles insostenibles. La corrección económica es inevitable y a la vez requiere de un período de deflación y recesión para eliminar los excesos especulativos anteriores.

La producción real se ajustaría a las variaciones en la inversión impulsadas, por lo que se nombra “espíritus animales”. Siguiendo con la explicación del modelo keynesiano, afirma que, en recesión, un gasto público deficitario (amplificado por el multiplicador) debería compensar la diferencia entre el pleno empleo y el gasto real del público. Hetzel dice que, para 2008, la política monetaria de la Fed se volvió “impotente”, porque los bancos y el público simplemente se aferrarían a los saldos de dinero creados a partir de las compras en el mercado abierto del banco central (lo que podría ser una trampa de liquidez). La recesión dura hasta que se ha producido la corrección de los desequilibrios anteriores al colapso. La política monetaria posee solo una capacidad limitada para compensar las fluctuaciones resultantes en la producción. Cuando el FOMC redujo la tasa de fondos a casi cero en diciembre de 2008, muchas autoridades y sobre todo los financieros, comenzaron a pensar la política monetaria en términos solo de intermediación financiera. Explicando la trampa de liquidez keynesiana, con una tasa de fondos cercana a cero y los programas de la Fed sobre su balance en su hoja de activos, el comportamiento de la base monetaria (moneda en poder del público y depósitos de bancos comerciales en la Fed) no tiene mayor influencia en la demanda agregada, porque la base monetaria y la deuda adquirida a través de operaciones de mercado abierto se convierten en sustitutos perfectos.

Para el segundo marco, ya en la tradición de la teoría de la cantidad, Hetzel habla de un desorden monetario, que impide que el sistema de precios compense las fluctuaciones cíclicas. Hetzel en su artículo inserta un párrafo de Milton Friedman que dice lo siguiente:

La Gran Depresión contribuyó en gran medida a inculcar y reforzar la opinión ahora ampliamente difundida de que la inestabilidad inherente de una economía de mercado privada ha sido la responsable de los principales períodos de dificultades económicas experimentados por los Estados Unidos... Mientras leo el registro histórico, deduzco casi la conclusión opuesta. En casi todos los casos, se ha producido una gran inestabilidad en los Estados Unidos o, al menos, se ha intensificado en gran medida por la inestabilidad monetaria.

Lo que afirma la teoría de la cantidad es que el sistema de precios funciona de manera eficiente para asignar los recursos, aquí los inversores entienden y trabajan en función de las diferencias de rendimiento que a la vez son ajustadas al riesgo entre los diferentes mercados financieros. Ahora bien, las fricciones sí afectan la operación en los mercados financieros y pueden convertirse en un impedimento mayor para la intermediación cuando existe una recesión, pero estas fricciones no tienen otro origen en el entorno general económico que la incertidumbre económica. En finales de 2008, con las políticas no convencionales de la Fed, hubo nuevas reservas, resultado de la compra agresiva de activos no líquidos, la Fed empujó a los bancos y al público fuera del espacio tendencial natural de sus calendarios de demanda de dinero, para estimular la adquisición de activos y promover el gasto mediante el reequilibrio de carteras por parte del público. Hetzel se pregunta en su artículo: “¿Debe uno entenderlo desde la perspectiva de la capacidad del banco central para influir en las condiciones de los mercados crediticios o desde la perspectiva del control del banco central sobre la creación de dinero?” Hetzel refiere a Keynes diciendo:

Un banquero... actúa como proveedor de dinero para sus depositantes y también como proveedor de recursos para sus clientes prestatarios. Así, el banquero moderno realiza dos conjuntos distintos de servicios. Proporciona un sustituto del dinero estatal actuando como cámara de compensación y transfiriendo pagos corrientes... Pero también actúa como intermediario con respecto a un tipo particular de préstamo, recibiendo depósitos del público

que emplea en la compra de valores...o al hacer préstamos... Esta dualidad de funciones es la clave de muchas dificultades en la teoría moderna del dinero y el crédito y la fuente de algunas confusiones de pensamiento serias

En la sección 2, Hetzel proporciona una descripción general intuitiva del marco de la teoría de la cantidad. Explica que el banco central controla el comportamiento de los precios a través de procedimientos que prevén un control monetario. Para un banco central que utiliza la tasa de interés de corto plazo como su variable de política, el control monetario impone una disciplina que se deriva del papel que juega la tasa de interés real en el sistema de precios. Esta disciplina toma la forma de procedimientos que deben respetar la hipótesis de la tasa natural, Friedman argumentaba que la política monetaria es efectiva a corto plazo para influir en la demanda agregada, pero a largo plazo, la economía tiende a volver a su tasa de interés natural y los cambios en la cantidad de dinero solo afectan a la inflación. Esto se conoce como la “neutralidad monetaria a largo plazo” porque existe el supuesto de que el banco central no puede controlar sistemáticamente las variables reales, como lo es la tasa de interés real, entonces se define que la variable que guía todo es la tasa de interés real.

Definiendo entonces la importancia que tiene la tasa de interés real, Hetzel dice que es: “el precio de los recursos hoy medido en términos de los recursos prometidos o sacrificados mañana... este precio es un precio intertemporal cuya determinación requiere análisis en un modelo multiperíodo. Además, el banco central no crea riqueza, sino que crea la base monetaria, que obtiene valor de su papel como morada temporal del poder adquisitivo” Hetzel 2008. Por lo tanto, Hetzel concluye que el enfoque debe estar en sí el banco central posee procedimientos consistentes (lo que es una regla de política monetaria) que hagan que la tasa real de fondos siga a la tasa natural, la política monetaria debe ajustarse para que la tasa de interés real se mantenga cerca de la tasa de interés natural y orbite alrededor de ella, para lograr el pleno empleo de recursos y la estabilidad de precios; sin embargo se puede dar el caso de que, teniendo una tasa de interés nominal muy baja, esta puede ser todavía más alta que la tasa natural, si el público es lo suficientemente pesimista en lo que prevé sobre el futuro.

En otra sección, Hetzel habla de la credibilidad, el control monetario y los disturbios monetarios, y como estos proporcionan una caracterización de la evolución de la política monetaria, que relaciona esa evolución con el grado de inestabilidad cíclica de la economía. Sin embargo, Hetzel afirma que existe un procedimiento de política monetaria que, cuando se cumple, produce estabilidad macroeconómica y de precios, pero que si no se cumple crea inestabilidad. Esta política se le nombra como “LAW with credibility” y se refiere a una estrategia de política monetaria que busca mantener la estabilidad económica y controlar la inflación a través de un enfoque consistente y creíble. Se basa en la idea de que existe un procedimiento que, cuando se sigue de una manera coherente, se puede lograr la estabilidad de precios. Este procedimiento permite que el FOMC mueva la tasa de fondos de forma que la tasa real siga la tasa de interés natural y proporcione un ancla nominal. La Reserva Federal reduce la tasa de fondos de manera mesurada y persistente en respuesta a disminuciones sostenidas en las tasas de utilización de recursos (aumentos en el desempleo) y, a la inversa, en respuesta a aumentos en las tasas de utilización de recursos (disminuciones en el desempleo). La disciplina en los cambios de tasas de fondos debe ser consistente con el mantenimiento de la expectativa de estabilidad de precios que es leída del comportamiento de las tasas de bonos (LAW with credibility).

La política LAW “leaning against the wind” (apoyarse contra el viento) se atribuye al presidente de la Reserva Federal, William McChesney Martin, quien la implementó desde la década de 1950 hasta principios de la década de 1970. Cuando Paul Volcker asumió el cargo en 1979, la economía estadounidense estaba experimentando una alta inflación. Su principal objetivo era controlar la inflación, que había alcanzado tasas muy elevadas durante la década de 1970. Las desviaciones en la credibilidad entonces se correlacionan con períodos de inestabilidad económica. El presidente del FOMC, Alan Greenspan (agosto de 1987 a enero de 2006) continuó la versión de Volcker de LAW con credibilidad (LAW with credibility). Tanto Volcker como Greenspan aceptaron la responsabilidad del comportamiento de las expectativas inflacionarias como requisito previo para controlar la inflación. LAW con credibilidad trata la tasa de interés como parte del sistema de precios y crea un ancla nominal al estabilizar las expectativas de inflación del público. Para lograr este objetivo, Volcker

adoptó una política monetaria muy restrictiva que implicaba un aumento significativo en las tasas de interés de referencia. La Reserva Federal elevó las tasas de interés a niveles sin precedentes para desincentivar el gasto y la toma de préstamos, lo que contribuyó a enfriar la economía y reducir la demanda agregada.

Volviendo a Hetzel, menciona que Friedman propuso una regla para el crecimiento constante del dinero debido al supuesto de que responder directamente a la inflación crea shocks monetarios en la economía real. La regla de LAW con credibilidad tiene el sentido de que mantiene constante la tendencia inflacionaria esperada mientras permite que el nivel de precios varíe debido a choques inflacionarios y reales transitorios. La estrategia de Volcker se basó en establecer la credibilidad de la Reserva Federal y mantener la consistencia en su enfoque antiinflacionario, muy a pesar de críticas y de las presiones políticas, Volcker se mantuvo firme en su compromiso de reducir la inflación, lo que ayudó a que los agentes económicos confiaran en las políticas del banco central. Hetzel menciona que esto se logra a través de una regla que hace que la tasa de fondos reales siga la tasa natural como consecuencia de su objetivo de tasa de interés, la Fed acomoda la demanda de dinero asociada con el crecimiento tendencial en la economía real y el crecimiento del dinero, este debe ser por: (1) una cantidad consistente con el crecimiento real tendencial; (2) inflación tendencial esperada, que es el objetivo de inflación implícito del FOMC; (3) cambios en la demanda de dinero debido a cambios en las tasas de interés del mercado en relación con la propia tasa del dinero; (4) cambios aleatorios en la demanda de dinero; y (5) desviaciones transitorias de la inflación general de la inflación tendencial debido a choques inflacionarios (Hetzel 2008).

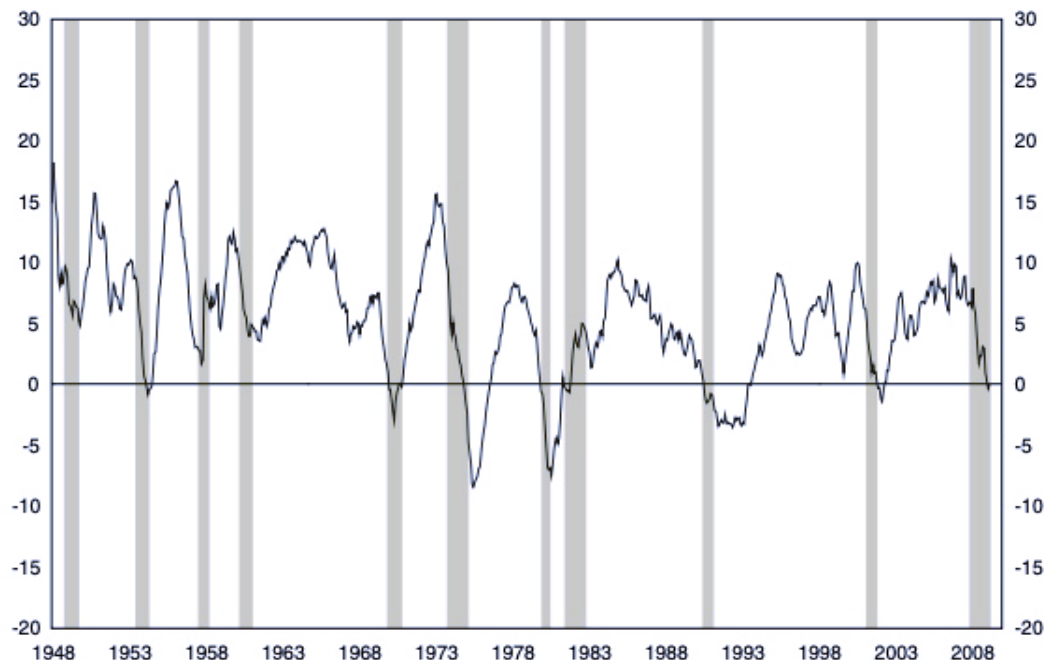
Si el FOMC se aparta de esa regla, de modo que la tasa de fondos real hace un mal trabajo al seguir a la tasa natural, como explica Wicksell ([1898] 1962), la creación de dinero resultante o la destrucción de dinero generará inestabilidad en el nivel de precios. En economía, la tasa natural de interés se refiere a la tasa de interés que equilibra la demanda y la oferta de crédito en una economía sin inflación. En otras palabras, “es la tasa de interés de equilibrio a la que la economía se ajusta naturalmente, sin necesidad de intervención de la política monetaria” Hetzel 2008. Hetzel argumenta que en el periodo 2003–4, el público se tornó pesimista sobre

el futuro por la caída accionaria después de 2000, por el ataque terrorista del 11 de septiembre y por los escándalos de gobierno corporativo como Enron y WorldCom. Al mismo tiempo, el crecimiento de la productividad se disparaba, Hetzel comenta que esto fue, quizás debido a la inversión anterior en tecnología de la información. La economía necesitaba una tasa de interés real baja (un bajo costo de consumir hoy en términos de consumo perdido mañana) para proporcionar el consumo contemporáneo y la demanda de inversión necesaria para absorber la oferta de bienes que llegaban al mercado.

Destaca que cuando la crisis financiera comenzó a desencadenarse en 2008, la Fed tomó medidas para estabilizar la economía. La Fed redujo las tasas de interés a casi cero y comenzó a implementar medidas de estímulo no convencionales, como la compra de bonos del Tesoro y de otros activos financieros. Hetzel argumenta que si bien la política monetaria de la Fed fue efectiva para estabilizar la economía, como ya vimos más atrás, no fue suficiente para generar una recuperación económica rápida y completa. Por los choques inflacionarios, el crecimiento del dinero no nos dice mucho sobre si la política monetaria es expansiva o contractiva, ahora bien, si tomamos de referencia el criterio de Wicksel de que el banco central debe trabajar en la observación y seguimiento de la tasa de interés real hacia la natural, entonces los procedimientos LAW con credibilidad son una mejor alternativa. Incluso si hay estabilidad de la demanda de dinero, por lo tanto, el FOMC debe tener procedimientos donde la tasa real de fondos siga la tasa natural.

En otra sección, Hetzel argumenta que la política monetaria se volvió contractiva en el verano de 2008, se aborda el problema del límite inferior cero en 2008. Hetzel afirma que existió un shock de política monetaria en la forma de una falla por parte de la Reserva Federal para seguir una disminución en la tasa de interés natural, en las reducciones en la tasa de fondos. La hipótesis que Hetzel es que la pérdida acelerada de riqueza en el otoño de 2008 provocó que la tasa de interés natural estuviera aún más por debajo de la tasa de interés real. La Fed comenzó nuevamente a reducir la tasa de fondos el 10 de octubre de 2008 (del 2 por ciento al 1,5 por ciento), el 29 de octubre al 1 por ciento y el 16 de diciembre de 2008 a un rango del 0 por ciento al 0,25 por ciento.

Gráfico 6. Bancos comerciales: préstamos reales y arrendamientos, 1948-2008 (variación)



Nota: A partir de octubre de 2008, la serie se ha ajustado por la adquisición de una gran institución no bancaria por parte de un banco comercial. Los datos se deflactan utilizando el IPC general. Las áreas sombreadas indican las recesiones.

Fuente: gráfico y nota tomados de Hetzel (2008).

El gráfico 6 muestra el comportamiento de los préstamos bancarios reales (ajustados por la inflación) en las recesiones, el gráfico revela que los préstamos bancarios se comportaron en la recesión de 2008 de manera similar a otras recesiones de posguerra; pero el hecho de que los préstamos bancarios aumentaran durante la grave recesión de 1981-1982 y a menudo se recuperaron solamente después de depresiones cíclicas, esto sugiere que los préstamos bancarios no son una herramienta confiable para la gestión de la demanda agregada. Entonces Hetzel comenta que cuando hay un pesimismo excesivo en la economía, los inversores y los consumidores pueden ser más propensos a ahorrar y a posponer el consumo y la inversión. Este pesimismo puede estar impulsado por factores como esperar una recesión económica, una crisis financiera o la incertidumbre política. Hetzel afirma que la fuerte caída en la tasa de crecimiento de los gastos reales de consumo personal de 1.2 por ciento en 2008:T2 a -3.8 por ciento y -4.3 por ciento en 2008:T3 y 2008:T4 mostró la existencia de un pesimismo profundo. Con la caída en el consumo entenderíamos que el público esperaba que la caída de

la riqueza no fuera temporal sino permanente, también el aumento de la tasa de desempleo del 5,0 por ciento en abril de 2008 al 8,1 por ciento en febrero de 2009 aumentó el pesimismo individual y la incertidumbre sobre el futuro, todos estos factores debieron producir una disminución más profunda de la tasa natural.

Si la demanda de crédito es baja debido al pesimismo excesivo, la tasa natural de interés puede estar disminuyendo. Esto se debe a que los prestamistas, como los bancos, “tienen menos oportunidades para prestar dinero a los prestatarios, lo que disminuye la demanda de crédito y reduce la tasa de interés” Hetzel 2008. El pesimismo excesivo puede producir una tasa natural de interés negativa al disminuir la demanda de crédito y reducir la oferta de crédito. Aunque se argumenta que se estaba llegando a una tasa natural más baja por el pesimismo en la economía, la Fed teme bajar más la tasa nominal a corto plazo, debido a la trampa de tasa cero. Además, cuando la tasa natural de interés es negativa, es posible que la política monetaria convencional no sea efectiva para estimular la economía. En este caso, los bancos centrales pueden considerar políticas no convencionales, como la compra de activos financieros, para estimular la economía y aumentar la inflación. La tasa natural de interés negativa puede reflejarse en una tasa nominal de interés negativa solo en ciertas situaciones especiales. Cuando la tasa natural de interés es negativa, significa que la tasa de interés de equilibrio en la economía es menor que cero, si la tasa nominal de interés es mayor que cero, significa que la tasa de interés real, ajustada por la inflación, también es positiva.

Por ejemplo, si la tasa nominal de interés en un préstamo es del 1% y la tasa de inflación es del 2%, la tasa de interés real sería del -1%, para este caso, la tasa de interés real es negativa, significa que el prestatario está pagando menos en términos reales de lo que está tomando prestado. Las tasas de interés nominales negativas son relativamente raras y suelen ser una medida de política monetaria extrema, utilizada por los bancos centrales en situaciones de recesión económica o de crisis financiera para estimular el consumo y la inversión. Las tasas de interés nominales negativas pueden tener implicaciones importantes para los ahorristas y los inversores, y pueden afectar la asignación de recursos y el comportamiento económico, parece que estos argumentos estaban presentes en la Fed al fijar su tasa de interés de política

a corto plazo. En la explicación de la tasa natural de interés —la tasa de interés que iguala la oferta y la demanda de ahorro e inversión en una economía sin inflación—, quizás, durante la crisis de 2008, la tasa natural de interés se redujo por varios factores, como la incertidumbre económica y la aversión al riesgo de los inversionistas.

Según explica Hetzel, para 2008 con una caída de la tasa natural, la tasa de interés real se mantuvo relativamente alta debido a que las políticas monetarias de la Fed se volvieron “restrictivas” por la caída de la tasa natural. Como resultado, la tasa de interés real fue más alta que la tasa de interés natural, lo que dificultó la recuperación económica. Entonces si el problema no ha sido la disfunción del mercado financiero, sino el desajuste entre la tasa real de fondos y la tasa natural, entonces la intervención en los mercados de crédito (compra de activos por parte de la Fed) solo aumentará la intermediación de mercados porque los está subsidiando. Sin embargo, los subsidios aplicados no reducirán el riesgo agregado como para estimular la inversión de empresas y consumidores, se concluye que la intervención del gobierno en los mercados de crédito no es una herramienta confiable para el buen manejo de la demanda agregada, porque tales intervenciones hacen poco para reducir la incertidumbre y el pesimismo del público sobre el futuro, por eso esta deprimida la tasa natural. Un aumento discreto en la inestabilidad monetaria puede deprimir la tasa natural de interés de una economía, aunque de una forma que no permita su manipulación sistemática.

Cuando hay una mayor inestabilidad monetaria, los inversionistas y los consumidores pueden volverse más inciertos y reacios a invertir o gastar su dinero, (véase gráfico 6). Esto puede llevar a una menor demanda de inversión y ahorro, que deprime la tasa natural de interés. Hetzel argumenta que este efecto no puede ser manipulado sistemáticamente por las autoridades monetarias. Esto quiere decir, que un aumento en la inestabilidad monetaria puede afectar la tasa natural de interés, pero las autoridades monetarias no pueden controlar directamente la inestabilidad monetaria para manipular la tasa natural de interés a su favor. Hetzel sostiene que las autoridades monetarias deberían centrarse en mantener la estabilidad monetaria y reducir la incertidumbre en los mercados por medio de una regla de política monetaria, en lugar de tratar de manipular la tasa natural de interés directamente. Si se tiene

una regla de política clara definida y que se tiene la certeza de que se va a cumplir, el impacto de la tasa natural menor que cero no será tan fuerte, porque el público sabría que existe una política que se cumple, de esta manera, se puede evitar una mayor depresión de la tasa natural de interés y crear un entorno económico más favorable para la inversión y el crecimiento.

En la última parte Hetzel dice que la Fed exacerbó las fluctuaciones cíclicas al reafirmar la inercia que ya se presentaba por no reconocer la tasa de interés natural, había destrucción de dinero al principio de la desaceleración —lo cual se presentó con la caída del valor de las hipotecas y del mercado de valores—. Hetzel también aboga por el reconocimiento explícito de Ley con credibilidad como regla. En esta encrucijada, los responsables de la política monetaria deben distinguir cuidadosamente entre estas dos tasas de interés reales y actuar en consecuencia. La pregunta que enfrenta la política monetaria es si, en ese momento, la tasa de interés real efectiva fue inferior a la tasa de interés natural. Sin embargo, si la tasa de interés real efectiva es igual o menor que la tasa de interés natural, entonces la política monetaria es expansiva. Por otro lado, si la tasa de interés real efectiva es mayor que la tasa de interés natural, entonces la política monetaria es restrictiva y puede explicar cualquier desviación negativa de la producción de la tendencia. En ese caso, el único curso sensato de acción para la política monetaria es detener cualquier caída adicional en la producción a través de una política monetaria menos restrictiva.

En la era de Volcker-Greenspan, estos procedimientos permitieron que las fuerzas del mercado determinaran la tasa de interés real mientras proporcionaban un ancla nominal en forma de una inflación esperada baja y estable. Por el contrario, con las garantías de deuda, y con otros instrumentos de rescate bancario, se forma una red de seguridad financiera que hace que el sistema político asigne crédito a los electorados influyentes que demandan estas prebendas. También, con la creación de una base monetaria extra-expansiva, se proporcionan ingresos fiscales en forma de señoreaje que no requieren una legislación explícita. La independencia del banco central por medio de reglas en la ley, es una salvaguardia contra el abuso del señoreaje y es necesario tener un verdadero control para el logro de los objetivos del banco central, este control no puede ser de otro modo que con el establecimiento de reglas

de política que el banco central tiene que cumplir por ley, el hecho de tener reglas claras y precisas es una salvaguarda para la independencia efectiva del banco central, ya que de este modo las presiones políticas sobre los creadores de la política monetaria se eliminan.

Algunos apuntes de Wicksell

Terminaría el capítulo de Hetzel con unos pequeños apuntes acerca de otro economista clásico, Gustaf Knut Wicksell, (20 de diciembre de 1851 – 3 de mayo de 1926). Ya que el mismo Hetzel menciona a su monetarismo como monetarismo wickselliano, el cual desarrolla ampliamente en el artículo que analizamos. Wicksell tuvo la capacidad de desarrollar muchos aspectos que formaron el pensamiento económico moderno y ha sido influencia fuerte en economistas de renombre, su nombre y su obra es reconocida en el estudio de la teoría monetaria, hay que mencionar que la mayoría de su obra se escribió en sueco, presentaremos algunos extractos del libro *Interest and Price* Wicksell (1962[1898]) que es traducción al inglés del libro original en sueco *Geldzins und Guterpreise* a continuación pondremos la cita y luego pondremos el número de página del libro, la traducción es libre, ya que no hay traducción al español de la obra original en sueco, solo traducción al inglés. Para entender correctamente el contexto de los párrafos comentamos que Wicksell maneja varios marcos donde explica su teoría, pondremos al principio en que marco está desarrollando su idea para evitar conclusiones no muy apegadas al pensamiento de Wicksell.

En el capítulo V habla acerca de la teoría de la cantidad frente oponentes como Tooke.

“En cualquier caso, relativamente, la teoría de la cantidad es la más competente de todos los métodos de interpretación de las oscilaciones del nivel general de precios que se han propuesto hasta ahora; de hecho, es la única que intenta en algún grado proporcionar una explicación racional. Hay que tolerarlo, con la esperanza de que un análisis más íntimo de los hechos subyacentes pueda eliminar las imperfecciones que sin duda adolece... Sobre

todo, es importante tener una idea clara del fenómeno de la velocidad de circulación del dinero y de las causas que son responsables de las variaciones de este factor”. Pág. 50 traducción libre.

El capítulo VI parte B Wicksell maneja un marco hipotético de una economía de crédito simple.

“Hasta ahora hemos imaginado una economía puramente monetaria sin crédito ni préstamo de dinero. Este es un caso puramente hipotético, ya que en ninguna etapa del progreso económico el fenómeno del crédito puede haber estado completamente ausente. Si procedemos ahora a tomarlo en cuenta, toda la situación parecería alterada; De inmediato parecería que se ha cortado el terreno bajo la teoría de la cantidad”. Pág. 59 traducción libre. En el capítulo VI parte C Wicksell teoriza sobre un estado de cosas en el que el dinero no circula en absoluto, ni en forma de moneda (excepto quizás pequeñas monedas) ni en forma de billetes, aquí los pagos internos se realizan mediante el sistema Giro y transferencias contables.

“Cabe señalar de paso que todavía no hemos encontrado nada que corresponda al método habitual para explicar cómo el tipo de interés está determinado por la oferta y la demanda de “capital”. Más bien parecería que la tasa de interés (la tasa de corto plazo en primer lugar, y, por lo tanto, indirectamente la tasa de largo plazo) está completamente sujeta a la discreción del banco. Los derechos de este asunto se examinarán más adelante”. Pág. 75 traducción libre.

En el capítulo VII Wicksell hace interesantes comentarios acerca de la tasa de interés y los precios, aclarando que las condiciones son diferentes para “bancos provinciales” y el banco central de Inglaterra y en dado caso la diferencia en si actúan juntos o cada uno por su parte, también comenta que sí las empresas en su mayoría trabajan con capital prestado, las variaciones de la tasa de interés afectarían la formación de precios, comentado por supuesto, si todo lo demás permanece “ceteris paribus” y tomando en cuenta que no hay una práctica especulativa.

“Pero bien podría preguntarse: ¿el poder de las instituciones monetarias sobre los precios opera sólo en esta dirección? ¿No es lógicamente necesario suponer que, en condiciones adecuadas, pueden ejercer una influencia en la dirección opuesta, es decir, que pueden aumentar los precios? ¿Y es razonable sostener que esta influencia en cualquier dirección sólo puede aparecer en circunstancias excepcionales, como las condiciones extremas que presenta una crisis? ¿No debería más bien suponerse que la política de descuentos de los bancos, o más generalmente su política crediticia —cualquiera que sea su determinación— ejerce siempre una cierta influencia sobre el nivel de precios, ya sea manteniéndolo o perturbándolo?... ¿Se deduce de ello que el instrumento más poderoso para estabilizar los precios reside en una regulación adecuada de la política bancaria?” Pág. 80 traducción libre.

“En otras palabras, la verdadera causa del aumento de los precios debe buscarse no en la expansión de la emisión de billetes como tal, sino en la facilitación del crédito por parte del Banco, que es en sí misma la causa de la expansión”. Pág. 87 traducción libre.

“Ahora debería quedar claro que, en la medida en que nuestras conclusiones hipotéticas estén de acuerdo con la realidad, el movimiento y el equilibrio de los precios monetarios reales representan un fenómeno fundamentalmente diferente, sobre todo en un sistema crediticio completamente desarrollado, de los precios relativos. Este último tal vez podría compararse con un sistema mecánico que satisface las condiciones de equilibrio estable, por ejemplo, un péndulo”. Pág. 100 traducción libre.

En capítulo VIII Wicksell llega al fundamento principal de su teoría, “la tasa natural de interés” y la “tasa de interés monetaria” aclarando que la tasa natural en ningún modo es inalterable, sino que por naturaleza está en continuo movimiento, la diferencia entre estas tasas es lo que determina si el interés está alto o bajo.

“Hay un cierto tipo de interés sobre los préstamos que es neutral con respecto a los precios de las mercancías y no tiende a subirlos ni a bajarlos. Esto es necesariamente el mismo que el tipo de interés que estaría determinado por la oferta y la demanda si no se hiciera uso del

dinero y todos los préstamos se efectuarán en forma de bienes de capital reales.”. Pág. 102 traducción libre.

“... En general, podemos decir, (el tipo de interés natural) depende de la eficiencia de la producción, de la cantidad disponible de capital fijo y líquido, de la oferta de mano de obra y de tierra, en resumen, de todas las mil y una cosas que determinan la situación económica actual de un país... Y con ellos fluctúa constantemente”. Pág. 106 traducción libre.

“... El tipo de interés monetario depende en primera instancia del exceso o escasez de dinero. ¿Cómo es posible entonces que finalmente esté determinado por el exceso o la escasez de capital real?” Pág. 108 traducción libre.

“Por lo tanto, se puede esperar con confianza que el tipo de interés bancario, o más generalmente el tipo de interés monetario, siempre coincida eventualmente con el tipo de capital natural, o más bien que siempre tienda a coincidir con un tipo natural en constante cambio...” Pág. 117 traducción libre.

“... Pero es prácticamente seguro que el tipo de interés de los préstamos nunca sigue directamente los movimientos del tipo natural y, por lo general, los sigue muy lentamente y con considerables vacilaciones”. Pág. 117 traducción libre.

En el capítulo IX Wicksell desarrolla el marco de cómo se forma la tasa natural, la diferencia entre ambas tasas, la natural y la monetaria, teóricamente simplifica el beneficio de los empresarios, que tiende constantemente a cero bajo la influencia de la competencia libre; o al menos tiende hacia una cierta cantidad pequeña y no muy lejos de cero. Aclara que el dinero, que es lo único que realmente existe con fines de préstamo, es elástico en cantidad en un sistema crediticio completamente desarrollado; pero la adaptación podrá ser total de acuerdo con la demanda.

“Esta es la razón, a menos que me equivoque mucho, por la que los movimientos de precios se producen mucho más rápidamente de lo que hemos supuesto. Porque una vez que se ha establecido un nivel más alto de precios, puede convertirse, al cabo de solamente unos meses,

semanas o incluso días, en la base de nuevos contratos, acuerdos salariales y acuerdos de alquiler. Al mismo tiempo, entra en funcionamiento ese aumento inmediato, al que nos referimos anteriormente, en la demanda y los precios de las materias primas y servicios empleados en empresas de largo plazo, en la medida en que estos se mueven en sintonía con la flexibilización (absoluta o relativa) en las condiciones de crédito”. Pág. 146 traducción libre.

Conclusiones

En las conclusiones abordaremos primero las hipótesis planteadas acerca del origen de la crisis al inicio de este trabajo, analizaremos las hipótesis a la luz del marco teórico proporcionado por los tres académicos analizados. Comencemos primero con la hipótesis 1. “Las innovaciones financieras y los derivados complejos fueron la causa de la crisis”. Si bien es cierto que los productos financieros complejos, como las titulizaciones de hipotecas, desempeñaron un papel significativo en la crisis, no pueden considerarse como principales causantes de la crisis. Si solo tomamos en cuenta ese argumento como causa principal, le daríamos un segundo plano a las bajas tasas de interés y a la expansión crediticia excesiva que formó la burbuja inmobiliaria. A la luz de las explicaciones de los tres autores esto no fue así. Según Taylor y Hetzel, la formación de la burbuja es consecuencia de una política monetaria expansiva que dio lugar a la disponibilidad de crédito fácil y barato, esto causó la alta demanda y la especulación en el mercado inmobiliario. Bernanke, por su parte, tampoco acusa como causa de la crisis a las innovaciones financieras, pero sí destaca la relajación de los estándares crediticios durante este periodo, lo que permitió que prestatarios con una capacidad financiera cuestionable accedieran a créditos hipotecarios a largo plazo.

¿Cómo afecta a la salud financiera de un país el acceso de personas con baja calidad crediticia a préstamos que exceden su capacidad de pago? Antes de la explosión de la crisis de 2008, durante un periodo en el que los precios de las propiedades estaban en alza, los bancos extendían créditos adicionales a los prestatarios. Muchos de estos créditos adicionales eran dirigidos a clientes con un alto riesgo de incumplimiento en sus pagos, debido a su falta de

ingresos, empleo o activos. Si bien existían distinciones entre hipotecas prime, de bajo riesgo de incumplimiento, e hipotecas subprime, de alto riesgo de incumplimiento, cuando se crearon los CDO (Obligaciones Colateralizadas por Deuda) para ser comercializadas en los mercados financieros, los bancos, ansiosos por obtener liquidez, agruparon tanto hipotecas de calificación AAA, de bajo riesgo de incumplimiento, como hipotecas de calificación C, de alto riesgo de incumplimiento, en una mezcla arriesgada. Esta práctica contribuyó a la crisis financiera y fomentó malas prácticas en la industria financiera debido a su gran complejidad, lo que generó falta de transparencia y dificultó la comprensión de los riesgos asociados tanto para los inversores como para los reguladores. Como resultado, la valoración de estos productos fue incorrecta.

Cuando estos valores respaldados por hipotecas comenzaron a deteriorarse, afectaron a numerosas instituciones financieras y mercados a nivel global, porque fueron adquiridas con una mala valoración. Las innovaciones en productos financieros no son causantes de crisis, ya que se producen constantemente en diferentes regiones para mitigar riesgos y hacer más accesible el financiamiento, y no por eso se presentan crisis. Los mercados buscan ser eficientes, pero muchas veces no lo logran, la rápida transferencia de información y ejecución de transacciones puede conducir a una asignación aún menos eficiente de los recursos financieros. Los nuevos productos financieros están diseñados para adaptarse a los cambios en el entorno económico. Bernanke habla de una mala gestión del riesgo financiero, por lo tanto, el problema no radica en la innovación del producto, sino en la valoración o precio del producto financiero en el mercado. En este sentido, descartaríamos la hipótesis 1, ya que el problema no reside en la innovación del producto financiero, sino en su valoración.

Examinemos ahora la hipótesis 3: “La ciclicidad inherente de crisis en economías capitalistas fue el causante de la crisis de 2008”. Con la visión keynesiana respaldada por Ben Bernanke, la crisis de 2008 puede entenderse como el resultado de que las burbujas financieras son ineludibles, la inestabilidad financiera surge de la naturaleza del sistema, porque hay factores como la especulación desenfrenada, la exuberancia irracional de los participantes del mercado, que junto con la falta de una regulación efectiva contribuyen a la formación y posterior explosión de burbujas financieras. Bernanke argumenta, con bastante claridad, que

las políticas de la Fed en 2008 fueron una respuesta necesaria y casi obligatoria para contener el daño y estabilizar la economía. Si la crisis de 2008 sugiere que la inestabilidad es intrínseca al sistema financiero, entonces las políticas de la Fed bajo Ben Bernanke fueron las respuestas necesarias para enfrentar esta naturaleza de ciclos recurrentes de altas y bajas, bajo esta visión entonces habría que preguntarse ¿las economías basadas en el crédito siempre son propensas a crisis? Un sistema económico muy interconectado se vuelve más vulnerable a los shocks externos, si un banco grande quiebra, afecta la confianza del sistema de pagos.

¿Las burbujas son la muestra de la necesidad de aplicar la regla de Taylor? Con la perspectiva de John Taylor, la crisis de 2008 podría haberse evitado o bien mitigado significativamente con solo haber aplicado la regla. Taylor sostiene que la desviación de la regla contribuyó a un entorno propicio para la formación de burbujas y desequilibrios en el mercado financiero. La regla de Taylor sugiere un enfoque disciplinado y predecible en la política monetaria. ¿Fue la no aplicación de la regla de Taylor la causa de la crisis? La regla si es efectiva para mantener la estabilidad económica; pero Taylor y Bernanke mencionan que su aplicación plantea grandes desafíos políticos, más especialmente en situaciones de bonanza económica, como sucede en las burbujas económicas. Si se aplica de manera inflexible, la regla genera problemas de liquidez al limitar la flexibilidad de la política monetaria para responder a situaciones excepcionales. En tiempos de crisis, la necesidad de aplicar medidas no convencionales, como bajas tasas de interés o políticas de flexibilización, entran en conflicto con los principios de la regla, dificultando la capacidad de los responsables de la política monetaria para gestionar la liquidez, con un entorno deflacionario aplicar la regla resulta contraproducente.

La crítica de Taylor a la política monetaria de la Fed sigue siendo objeto de debate. Es evidente que los enfoques dispares de Taylor y Bernanke han tenido un impacto significativo en la manera en que se interpretan las crisis y en cómo se debería enmarcar la comprensión de la economía estadounidense. Si consideramos la hipótesis 3 desde la perspectiva de la regla de Taylor, se vuelve inválida. La inestabilidad económica se puede corregir mediante la aplicación de esta regla, que busca ajustar la tasa de interés conforme a la inflación y al

producto interno. Por ende, bajo la regla de Taylor, la hipótesis 3 se invalidaría, eliminando así la intrínseca inestabilidad del sistema. No obstante, persistiría un vacío, que sería la incapacidad política para implementar dicha regla, tal como lo señala Taylor al advertir que su aplicación no debe ser ciega a otros factores.

El argumento de Taylor es polémico, ya que comprender la aplicación de una regla en el ámbito académico difiere considerablemente de aplicar políticas y normativas que afectarían el desarrollo laboral, el empleo y el bienestar de millones de personas prácticamente de manera inmediata. Este aspecto es crucial al momento de aplicar la regla, tal como lo expresan los keynesianos: “a largo plazo, todos estaremos muertos”. Por lo tanto, la hipótesis 3 quedaría sujeta a interpretaciones, dependiendo de la perspectiva keynesiana de Bernanke o la de Taylor. En el análisis de la hipótesis 2, exploraremos la interpretación de Hetzel.

Ahora exploremos la hipótesis 2: "La trampa de tasas de interés muy bajas". Se sostiene que las tasas de interés extremadamente bajas fueron las causantes de la crisis financiera. En este punto, observamos una convergencia en los argumentos de Taylor y Hetzel: la clave para comprender la crisis de 2008 radica en la tasa de interés. Bernanke introduce de manera innovadora un argumento para comprender la formación de las tasas de interés y explicar por qué estas se mantuvieron tan bajas en Estados Unidos. Este argumento se basa en el concepto de un exceso de ahorro global dirigido hacia Estados Unidos. Con la entrada de abundante capital extranjero en la economía estadounidense y la decisión de la Fed de mantener las tasas de interés en niveles bajos, se facilitó la probabilidad de una crisis financiera debido a la expansión excesiva del crédito. Hetzel sostiene que la crisis financiera fue desencadenada por un crecimiento descontrolado del crédito, concluyendo que una expansión excesiva del crédito se produce cuando las actividades de préstamo y endeudamiento superan un crecimiento económico natural y sostenible. En este contexto, el crecimiento se vuelve artificial, ya que las instituciones financieras otorgan créditos más allá de la capacidad de pago de los prestatarios, lo que resulta en una acumulación de deuda cada vez más insostenible. Desde la perspectiva de Hetzel, la principal causa de la crisis de 2008 reside en el uso indebido de la tasa de interés como herramienta de política monetaria.

En este contexto el papel de las políticas de la Fed podría haber sido crucial en la génesis de la crisis, al no alinearse con la tasa de interés natural. ¿Es plausible argumentar que una fuerte reducción en la tasa de interés más allá de la tasa natural fue la fuerza motriz detrás de la burbuja inmobiliaria? La teoría keynesiana sugiere una inestabilidad inherente al sistema económico, los monetaristas sostienen que esta inestabilidad deriva de una mala gestión de la tasa de interés, lo que conlleva a una expansión de la oferta monetaria. Sin embargo, en la crisis de 2008, Hetzel argumenta que el dinero proveniente de los programas de expansión monetaria de la Fed no impulsó significativamente la demanda agregada, ya que solo una fracción pequeña se incorporó a la base monetaria, mientras que la mayoría fue destinada a otros agregados monetarios. Desde la perspectiva de la teoría monetaria de Hetzel, una gestión adecuada de la tasa de interés por parte del banco central debería garantizar la estabilidad del sistema económico al alinearse con la tasa natural. ¿Sería así? A mi parecer, llegaría a la conclusión afirmativa, ya que la herramienta principal de política monetaria utilizada por los bancos centrales, como la Reserva Federal en Estados Unidos, es la tasa de fondos federales.

Aunque la oferta monetaria sigue siendo relevante, ha perdido importancia como herramienta directa de control. Por otro lado, Hetzel argumenta que el exceso de dinero generado por los programas no convencionales de la Fed en 2008 se neutralizó en gran medida, ya que la mayoría no se incorporó a la base monetaria. Si este fuera el caso, el exceso de dinero tendría un impacto directo en la inflación general, lo cual no ocurrió en los años previos a 2008. La disminución de la relevancia de la oferta monetaria como herramienta se debe a una serie de factores y cambios en la comprensión de la economía y en las prácticas de política monetaria.

Según la teoría monetaria de Robert Hetzel, una gestión adecuada y estable de la tasa de fondos federales puede mitigar gran parte de la inestabilidad inherente señalada por los keynesianos en el sistema económico. Milton Friedman argumentaba que las autoridades deberían seguir una regla específica y predecible para el crecimiento de la oferta monetaria, evitando variaciones bruscas que pudieran contribuir a ciclos económicos volátiles. En última instancia, la discrepancia clave entre las perspectivas keynesiana y monetarista radica en sus puntos de énfasis. Mientras que los keynesianos destacan la posibilidad de que la inversión

y el gasto agregado fluctúen significativamente, lo que puede generar ciclos económicos, los monetaristas señalan que la gestión cuidadosa de la tasa de política es crucial para mantener la estabilidad económica.

Robert Hetzel, introduce en el debate el concepto de la tasa de interés natural, este concepto ayuda a determinar el nivel apropiado de tasas de interés en una economía de mercado más allá de la regla de Taylor. Cuando la tasa de interés real se desvía de la tasa natural de manera artificial y sistemática, pueden ocurrir desequilibrios en la economía. Si la tasa de interés real está por debajo de la tasa natural, los préstamos se abaratan; por el contrario, si la tasa de interés real está por encima de la tasa natural, los préstamos se vuelven más caros, lo que frena la inversión y puede provocar una desaceleración económica o una recesión. Tal vez un debate interesante se centraría en cuanto se parece el concepto de la tasa de interés natural con la regla de Taylor. Hetzel argumenta que los bancos centrales tienen la responsabilidad de establecer sus tasas de política en línea con la tasa de interés natural. Si el banco central establece tasas de interés por debajo de la tasa natural, estimula el endeudamiento y la inversión, lo que podría generar presiones inflacionarias y el comienzo de burbujas de activos. Por otro lado, si el banco central establece tasas por encima de la tasa natural, restringe el endeudamiento y la inversión, lo que podría ralentizar la economía.

¿Si tenemos tasas de interés artificialmente bajas podrían convertirse en una trampa como lo afirma la hipótesis 2? Puede ser, porque una tasa de interés artificialmente baja se vuelve barata, lo barato todos lo quieren, aun los que no lo puedan pagar. Una tasa artificial baja te da proyecciones de negocios que, en otras circunstancias, con una tasa natural más alta y a la par de la tasa nominal, el negocio no sería viable, como adquirir una propiedad inmobiliaria calculando pagos de hipotecas artificialmente bajos, la viabilidad financiera seguirá mientras se mantengan tasas de interés bajas en el mismo tono, pero si hay aumento en la tasa de interés nominal (por una tasa natural más alta) la crisis será del volumen de créditos que ya no se paguen con las nueva tasa. En eso consiste la trampa, una vez que sube la tasa de interés, los pagos de hipotecas se vuelven “caros” e impagables, suben las ejecuciones hipotecarias, baja el valor de los bienes inmuebles, baja el precio de esos activos que están en “la panza”

del balance de los bancos comerciales, y si no son entidades con liquidez se pone en peligro su viabilidad financiera y el sistema económico se pone en riesgo.

Terminaríamos entonces aceptando la hipótesis 2. En la crisis financiera de 2008, el fácil acceso al crédito y las prácticas crediticias laxas impulsaron un rápido aumento en los préstamos hipotecarios, lo que permitió que muchas personas con solvencia crediticia débil obtuvieran préstamos más allá de su capacidad de pago. Con el auge crediticio los precios de la vivienda se dispararon, impulsados por la especulación y la facilidad de adquirir créditos baratos; pero al final siempre la burbuja finalmente estalla, en este caso dejando a los propietarios de viviendas con hipotecas sumergidas y a las instituciones financieras enfrentando pérdidas sustanciales. Con las hipotecas sumergidas la situación se revierte, el querer pagar se transforma en “me conviene ya no pagar, así pierdo menos”. El inmueble hipotecado tiene menos valor en el mercado que el valor nominal de la hipoteca, lo cual es muy grave para los tenedores de esa deuda, en esta situación se pierde el circuito de crédito sano. El financiamiento a los tenedores de la deuda se pierde, el activo de garantía se devaluó, ya no hay el mismo flujo de caja en los bancos, los activos son inestables en su valor, no hay liquidez, el camino entonces, o es la quiebra, o es el financiamiento no para invertir, sino para pagar deudas, (un financiamiento de esquema Ponzi) o la otra solución es el rescate bancario.

Para terminar, diríamos que la crisis financiera de 2008 es un claro recordatorio de los peligros asociados con la expansión excesiva del crédito más allá del crecimiento económico. No podemos ignorar el impacto del crédito en las economías modernas, las empresas requieren financiamiento para adquirir bienes inmuebles e insumos para su actividad; pero no solo las empresas requieren financiamiento, también los hogares lo necesitan en la adquisición del principal activo de las familias, sus casas. No solo usan el crédito para adquirir sus bienes inmuebles, los hogares también requieren financiamiento para la adquisición de otro tipo de bienes, como autos y hasta enseres para el hogar. No entraríamos para determinar, hasta qué punto y para que bienes los hogares necesitan financiamiento, porque todo depende del soporte de pago de deuda que pueden contratar los hogares. Las consecuencias de no tener presente este nivel de soporte de deuda fueron graves en 2008, con

una agitación económica generalizada y una recesión mundial prolongada. Comprender la dinámica de la expansión excesiva del crédito es fundamental para salvaguardar la estabilidad y la resiliencia del sistema financiero en el futuro.

Aun así, no podemos aventurarnos a cerrar el debate respecto de las 3 hipótesis iniciales presentadas al principio del ensayo, sería irresponsable y pretencioso, hoy el trabajo principal del banco central es el establecimiento de la tasa de fondos federales, si no es el correcto, el mal establecimiento será el origen de la inestabilidad monetaria. Las políticas monetarias implementadas por la Reserva Federal de Estados Unidos tienen un impacto significativo en toda la economía global y pueden influir en las decisiones de otros bancos centrales en todo el mundo. Podemos estudiar las crisis pasadas, como la de 2008, pero no podemos caer en la soberbia de creer que conocemos el remedio para evitar las crisis, debemos estudiar las crisis y sus posibles orígenes y estar abiertos a nuevas interpretaciones y tendencias. Antes de la crisis financiera de 2008, observadores, analistas y políticos, expresaron la idea de que las crisis financieras graves ahora eran menos probables, que los sistemas financieros habían mejorado mucho, lo suficiente como para evitar recesiones importantes, con un optimismo exagerado esta visión era errónea, y muchos economistas y expertos en finanzas continuaban reconociendo la posibilidad de crisis financieras.

Los años de la década de 1990 y los principios de la década de 2000 estuvieron marcados por ese optimismo, especialmente en los países desarrollados. Fue una época de baja volatilidad económica y financiera, pero aclarando que esto solo fue para los países desarrollados. Algunos críticos argumentaron que el optimismo podía basarse en una complacencia excesiva y que los riesgos subyacentes no se estaban tomando en cuenta, se pensaba que las crisis eran cosa del pasado, que solo eran para países con problemas de balanza de pagos o subdesarrollados. La crisis financiera de 2008, especialmente con su origen en Estados Unidos, sorprendió a todo el mundo y demostró que las crisis financieras no solo eran para países subdesarrollados, latinoamericanos o asiáticos, las crisis también eran posibles para países ricos y desarrollados y las repercusiones estarían a lo largo de muchos años. Después de 2008, la percepción cambió, la crisis llevó a una revisión más crítica de las prácticas

financieras y de regulación, así como a un renovado interés en comprender y mitigar los riesgos.

Bibliohemerografía básica

Bernanke, Ben (2009)/ “The crisis and the policy response”, Stamp Lecture London School of Economics, enero.

Bernanke, Ben (2010)/ “Monetary policy and the housing bubble”, American Economic Association, Atlanta, Georgia, enero 3.

Hetzel, Robert (2009)/ "Monetary Policy in the 2008-2009 Recession", *Economic Quarterly* volumen 95, núm. 2. Federal Reserve Bank of Richmond, primavera

Taylor, John (2008)/ “The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong”, Bank of Canadá, noviembre.

Bibliohemerografía complementaria

Bernanke, Ben (2010)/ “The global saving glut and the US current account deficit”, American Economic Association, Atlanta, Georgia, enero 3.

Bernanke, Ben (2015)/ "The Taylor Rule: A Benchmark for Monetary Policy?", <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2015/04/28/the-taylor-rule-a-benchmark-for-monetary-policy/>, abril 28.

Contreras, Hugo y Emmanuel Maruri (2023)/ “La presidencia de la Reserva Federal ante la Gran Recesión. Aspectos conceptuales, operativos y empíricos”, *Revista economía UNAM* vol. 20 núm. 60.

Hetzel, Robert (2009)/ “Should Increased Regulation of Bank Risk-Taking Come from Regulators or from the Market?”, *Economic Quarterly* vol. 95, núm. 2, Federal Reserve Bank of Richmond, primavera.

Taylor, John (1993)/ “Discretion versus policy rules in practice”, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* núm. 39, Stanford University.

Wicksell, Knut (1898 [1962])/ *Interest and price*, Sextry Press, Library of Congress, New York, N.Y. Traducido al inglés por R. F. Khan.