

# *La presidencia de la Reserva Federal ante la Gran Recesión. Aspectos conceptuales, operativos y empíricos*

## *The Federal Reserve Chairmanship in the face of the Great Recession. Conceptual, operational, and empirical aspects*

Journal of Economic Literature (JEL):  
E42, E52, E58

Palabras clave:  
Sistemas, patrones y regímenes monetarios, el sistema de pagos  
Política monetaria  
Los bancos centrales y sus políticas

Keywords:  
Monetary systems, standards, regimes, payment system  
Monetary policy  
Central banks and their policies

Fecha de recepción:

30 de marzo de 2023

Fecha de aceptación:

29 de agosto de 2023

*Si actuáramos, nadie nos daría las gracias. Pero si no lo hacíamos nosotros ¿quién lo haría? Adoptar decisiones políticamente impopulares por el beneficio a largo plazo del país es la razón de que la Fed sea un banco central independiente. Fue creado precisamente con ese objetivo: hacer lo que hay que hacer, lo que otros no pueden o no quieren hacer*

Bernanke, 2016, pp. 15-16.

**Hugo Contreras S.**

Profesor de la División de Posgrado,  
Facultad de Economía, UNAM  
<seccionpesquisas@gmail.com>

**Emmanuel Maruri S.**

Seminario de Credibilidad Macroeconómica  
(SCM), Facultad de Economía, UNAM  
<<maruri1011@comunidad.unam.mx>>

### Resumen

El presente documento aborda la política monetaria de la Reserva Federal durante el período 2003-2016, con especial énfasis en la Gran Recesión. La primera sección muestra el esquema de referencia para conducir la política monetaria presentado por sus autoridades, la segunda racionaliza las acciones realizadas dentro del régimen convencional (2003-2008) y la tercera hace lo propio para la política no convencional (2008-2016), mientras algunas reflexiones finales cierran el documento. Se muestra que el accionar de la Fed durante este período se desplegó en ámbitos no estrictamente monetarios a fin de alcanzar sus objetivos, sin embargo, la aplicación de estas políticas está sujeta a muchas críticas que deberían ser consideradas antes de replicarlas de cara a nuevas crisis económicas.

### Abstract

This document addresses the monetary policy of the Federal Reserve during the period 2003-2016, with particular emphasis on the Great Recession. The first section displays the framework to conduct monetary policy presented by its authorities, the second rationalize the actions carried out within the conventional regime (2003-2008), and the third does the same for non-conventional policy (2008-2016), while some final reflections close the document. It shows that the Fed's actions during this period were deployed in areas that were not strictly monetary in order to achieve its objectives, however, the application of these policies is subject to many criticisms that should be considered before replicating them to face new economic crises.

### Introducción

Estados Unidos fue el epicentro de la crisis económica y financiera de 2008-2009, con alcance global, en la que se perdieron millones de empleos y quebraron por doquier gran cantidad de empresas. En la misión de contrarrestar sus causas y consecuencias la Reserva Federal estadounidense (la Fed), el banco central más poderoso del mundo, asumió un rol de liderazgo. En palabras de una de sus figuras representativas (Mishkin, 2014): la Fed es la institución con la mayor cantidad de

# 108

economistas contratados en todo el orbe, por lo que podría pensarse que no existía una institución más preparada para asumir esa tarea.

Además, los presidentes de este organismo se han caracterizado por una gran proyección en el ámbito monetario. Alan Greenspan, uno de los banqueros centrales más reconocidos del mundo, estuvo al mando de la Fed durante varios declives de la producción agregada, y dejó el cargo apenas un año antes de que comenzaran las primeras turbulencias financieras apuntando hacia la Gran Recesión, y Ben Bernanke, su sucesor, había dedicado buena parte de su trabajo académico al estudio de crisis económicas, sobre todo la Gran Depresión. Pero debido a diversos aspectos hondamente controversiales, en este caso se trata, sin duda, de una cuestión que sigue viva, y con gran fuerza, en el debate contemporáneo.

Un ejemplo reciente del carácter vivo de la crisis 2008-2009 puede verse en la manera como se ha llegado a caracterizar la amplia intervención de la Fed en los mercados crediticios durante la pandemia en 2020, al afirmarse que Jerome Powell, actual presidente de la Fed, evaluó tal intervención como una herramienta estabilizadora de igual importancia que la política monetaria, debido a opiniones que no eran propias sino originadas, de manera directa, en la respuesta de Ben Bernanke a la Gran Recesión (Hetzl, 2020).

Esta gran actualidad de dicha crisis da mucho sentido al objetivo de organizar en un marco único las numerosas argumentaciones de la presidencia de la Fed, abordando con cierto detalle las posturas y las medidas adoptadas por la institución, y usar como fuente principal para tal fin los planteamientos de Bernanke durante su estancia en la Junta de Gobernadores, primero, y como presidente de ésta, después, es decir, clarificar, en sus propios términos, la coherencia interna de un conjunto de políticas más bien variopinto.<sup>1</sup>

La primera sección, por ello, muestra el esquema de referencia para conducir la política monetaria, delimitando el accionar convencional y el no convencional. La segunda sección presenta los motivos expresados por la autoridad para sustentar las acciones realizadas durante el período de estudio, desde 2003 hasta 2008, cuando el blanco de la Fed para la tasa de fondos federales llegó a un valor de casi cero. La tercera sección hace lo propio para la política monetaria no convencional, iniciando en marzo de 2008, cuando la Fed lanzó nuevos programas de liquidez y gestionó rescates a instituciones financieras específicas, además se explican los hechos relevantes con relación a los programas de compras de activos a gran escala, conocidos popular y erróneamente como de “relajamiento cuantitativo” (o QE, por las siglas en inglés de “*Quantitative Easing*”). El documento se cierra con unas breves conclusiones.

<sup>1</sup> Dicho filosóficamente, se trata de una aplicación, en materia monetaria, del llamado “principio de caridad”.

## 1. Esquema de referencia para conducir la política monetaria

Ben Shalom Bernanke empezó sus labores como miembro de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal el 5 de agosto de 2002 (cargo que ocupó hasta el 21 de junio de 2005), desde entonces participó activamente en la comunicación de las acciones de la Fed, así como del marco de referencia que las sustenta, al menos desde su propia visión. El enfoque que guía las decisiones de la autoridad monetaria, expresado por Bernanke (2003a), es un lugar intermedio entre reglas estrictas, como la de “*k*” por ciento de Milton Friedman, y la discrecionalidad simple y pura: la “discrecionalidad restringida”, esto es, un marco que permite a los formuladores de políticas cierto margen de maniobra para reaccionar a choques imprevistos, limitado por el compromiso de mantener la inflación baja y estable.

### A. Enfoque básico

El enfoque básico de la presidencia de la Fed contiene diversos principios, procedimientos, anuncios, líneas de tensión anti-deflacionarias, etc. Concretamente, y de partida, este enfoque básico puede definirse por dos principios fundamentales:

- i. a través de sus palabras, pero sobre todo de sus acciones, el banco central debe establecer un fuerte compromiso por mantener la inflación baja y estable;
- ii. sujeto a *i*, y dado el desconocimiento sobre la estructura de la economía y de los efectos de las políticas, la monetaria debe esforzarse por limitar los cambios cíclicos en la utilización de recursos.

Además de esos dos principios, este enfoque también implica proceder con miras a futuro mediante acciones preventivas, consecuencia del rezago con que actúa la política monetaria; y el anclaje de expectativas a la política, pues en la medida en que el público confíe en el banco central, éste tendrá mayor margen para reaccionar frente a perturbaciones imprevistas.

Es importante apuntar que el enfoque de discrecionalidad restringida (CD, por las siglas en inglés de “Constrained Discretion”), de acuerdo con Bernanke (2003a), es consistente con las metas establecidas por el Congreso para la Fed, ya que: *a*) procura la estabilidad de precios; *b*) dada la estabilidad, promueve, a la larga, un alto nivel de empleo y tasas de interés nominales bajas, así como la productividad y el crecimiento económico, y *c*) en el corto plazo la inflación consistentemente baja aumenta la credibilidad del banco central y estabiliza las expectativas de inflación, lo que aumenta la flexibilidad de la

Fed.<sup>2</sup> Caracterizada por el enfoque de discrecionalidad restringida (o CD), la política de la Fed podría moverse en la dirección del enfoque de blancos de inflación (o IT) fijando un blanco numérico de lo que entiende por “estabilidad de precios”, y publicando más proyecciones de las perspectivas económicas para que el público pueda formar mejor sus expectativas, lo cual podría tener beneficios significativos bajo ciertas circunstancias (Bernanke, 2003b).<sup>3</sup>

En particular, cuando la economía está cerca del nivel de estabilidad de precios, las expectativas y creencias del público acerca de los planes y objetivos del banco central se vuelven aún más importantes (Bernanke, 2003f). Primeramente, debido a que el público ya no puede asumir con seguridad que el banco central prefiere una inflación más baja a una más alta, las expectativas sobre las futuras acciones de políticas y la inflación futura pueden volverse muy sensibles a lo que el público percibe como el nivel de inflación “adecuado” de la Fed. La incertidumbre sobre este nivel de inflación “adecuado” puede traducirse, a su vez, en incertidumbre económica y financiera. En segundo lugar, a tasas de inflación muy bajas, es más probable que el límite inferior cero de la tasa de interés de política se vuelva relevante, lo que aumenta la importancia de la gestión eficaz de las expectativas por parte de los responsables de la política monetaria, como se mencionará más adelante.

El valor numérico para la tasa de inflación óptima de largo plazo (OLIR por las siglas en inglés de “optimal long-run inflation rate”), entendida como aquella que alcanza el mejor desempeño económico promedio a través del tiempo tanto del producto como de la inflación con respecto a sus niveles blanco, sugerido por Bernanke (2003f) es de 2% anual, y comprende sólo a la tasa de inflación subyacente. Entre otros beneficios, el anuncio de la OLIR ayudaría a los participantes en los mercados financieros a fijar precios más altos en bonos a largo plazo y otros activos financieros; a reducir el riesgo de inflación en los mercados financieros y en otros contratos; y tendería a estabilizar las expectativas de inflación a largo plazo de manera más amplia, lo que a su vez haría más eficaz la política de estabilización a corto plazo.

Así, un anuncio de inflación debe comprender dos partes: i) comunicando que dicha tasa de inflación declarada es la que mejor promueve a largo plazo sus metas de producción, empleo y estabilidad de precios, por lo tanto en el largo plazo el Comité Federal de Mercado Abierto, instancia ejecutiva

2 Si bien este enfoque tiene muchas similitudes con el enfoque de blancos de inflación o *inflation targeting* (IT), principalmente en los aspectos operacionales, difiere un tanto en los aspectos de transparencia y rendición de cuentas, pues a diferencia del IT, la CD por sí sola no tiene una meta oficial de inflación ni un amplio conjunto de instrumentos para rendir cuentas a través de la activa comunicación con el público (Bernanke, 2003a; Bernanke, 2003b). No era ésta exactamente su aspiración en 1997, cuando definía como una característica del enfoque de blancos de inflación la “discrecionalidad restringida” (Bernanke y Mishkin, 1997). Dadas las limitantes institucionales de la Fed en ese momento, Bernanke, al promover un régimen de CD, estaría haciendo de la necesidad virtud.

3 La Fed, de hecho, asumiría un blanco inflacionario numérico de 2% en 2012.

de la Fed conocida en el argot como “el FOMC” (por las siglas de Federal Open Market Committe), tratará de guiar la tasa de inflación hacia el valor declarado y mantenerla cerca de ese valor en promedio durante el ciclo económico, y ii) resaltando que el FOMC considera esta tasa de inflación solamente como un blanco de largo plazo, sin fecha exacta de consecución. Al decidir la rapidez con la cual avanzar hacia el blanco de inflación a largo plazo, el FOMC deberá tener en cuenta las implicaciones para la estabilidad económica y financiera a corto plazo.

Un tópico de particular importancia para la conducción de la política monetaria es la lucha contra la deflación. Bernanke (2002b) menciona que una deflación, casi siempre, es un efecto colateral de una brusca caída en la demanda agregada, y sus efectos son similares a cualquier caída del gasto agregado: recesión, mayor desempleo y estrés financiero. A diferencia de recesiones que llama “normales”, que pueden tener inflación al menos modestamente positiva, una deflación de suficiente magnitud puede resultar en tasas de interés nominales en cero o muy cercanas a cero, lo que se conoce como “límite inferior cero”. Bajo esta situación la tasa de interés real se vuelve igual a la tasa de deflación esperada, pues los prestatarios tendrán que pagar, en el futuro, con dinero que tiene mayor poder de compra, por tanto, en períodos de deflación severa puede ser extremadamente costoso pedir prestado, por lo que disminuye el gasto en nuevas inversiones, empeorando aún más la situación económica.

La mayor dificultad se presenta para aquellos hogares y empresas que tenían mucha deuda acumulada antes de la deflación, porque a pesar de que puedan refinanciarla a tasas muy bajas, tendrán que ir pagando el principal con dinero que, en términos reales, vale más, lo que los pone en graves problemas, y con ellos posiblemente a todo el sistema financiero y la economía en general. Sin embargo, la salida de la deflación es, en principio, sencilla (Bernanke, 2002b): simplemente hay que utilizar todas las herramientas de política, tanto monetaria como fiscal, que sean necesarias para impulsar el gasto agregado y provocar la inflación necesaria. Y dado que es preferible prevenir la deflación que tratar de curarla, propone tres medidas preventivas:

- i. mantener una “zona de amortiguamiento” para la tasa de inflación, esto significa que, durante épocas normales, la autoridad no debe tratar de alcanzar una meta de inflación cero, ya que esto previene que ante choques negativos de demanda agregada la deflación sea un peligro al acecho;
- ii. tomar seriamente la responsabilidad de asegurar la estabilidad financiera, a través de una sólida regulación, procurando un sistema financiero sano y bien capitalizado, con el fin de que sea más resistente, y de ser necesario, salvaguardar su seguridad a través de la ventanilla de descuento y otras herramientas, y

- iii. cuando la inflación sea baja y las variables fundamentales de la economía se deterioren súbitamente, el banco central debe actuar de manera más agresiva en el recorte de tasas de interés.

En suma, del análisis de las presentaciones de Bernanke como miembro de la Junta de Gobernadores de la Fed, se infiere que el marco general para conducir la política monetaria, desde su punto de vista, debe englobar dos componentes principales: el enfoque de políticas caracterizado por la CD, y la estrategia de comunicación, no sólo del blanco de inflación, sino de todo un conjunto de instrumentos para guiar al público en la comprensión de sus acciones; usados ambos con el fin de procurar la máxima utilización sostenible de los recursos económicos y una inflación baja y estable, evitando en la medida de lo posible la deflación. A continuación, se presenta la forma en que se gestionan estas dos herramientas, tanto en el régimen de política monetaria convencional como en el no convencional.

#### B. Política monetaria convencional

La conducción de la política monetaria en Estados Unidos se realiza a través de tres entidades clave: la Junta de Gobernadores (en adelante “la Junta”), los doce bancos de la Reserva Federal, y el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés, como arriba se dijo). La Junta se compone de siete personas, elegidas por el presidente de la nación y ratificadas por el Senado para un período no repetible de 14 años, una de las cuales es designada como presidente de dicha Junta para períodos de cuatro años, con posibilidad de reelección. Cada uno de los doce bancos de la Reserva tiene un presidente, nominado por los directores del propio banco y aprobado por la Junta de Gobernadores para cumplir períodos de cinco años.

De las tres entidades colectivas, la más importante es el FOMC, porque es la que se encarga de dirigir y comunicar la política monetaria. Se compone de los siete miembros de la Junta, el presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, y cuatro de los presidentes de los demás bancos de la Fed, que van rotando cada año. También los demás presidentes de los bancos forman parte de las reuniones del FOMC, pero sin voto en las deliberaciones que esta entidad realice. El FOMC determina el grado de ajuste necesario para conducir la economía en el camino deseado, y establece un blanco (*target*) para la tasa de fondos federales (TFF) en concordancia con ese camino deseado (Bernanke, 2005b). Empero, la Fed no tiene control directo sobre la TFF, sino indirecto. La TFF es la tasa de interés a la que se prestan reservas entre sí los bancos comerciales (y otras instituciones de depósito), los cuales mantienen también reservas en su cuenta dentro de la Fed. Este mercado se conoce

como el mercado de fondos federales, y dicha tasa se determina por la oferta y la demanda de reservas, en el nivel en que se equilibra el mercado.

Hay dos razones principales por las que los bancos comerciales demandan reservas. La primera es que la Fed exige requerimientos legales de reservas (establecidos por la Junta) que deben cumplir los bancos, y la segunda: que tener reservas en exceso facilita en gran medida las transacciones financieras con otros bancos, aunque esto es costoso, en términos de costo de oportunidad, pues las reservas en exceso pagaban nulo interés (o a partir de 2008, un pequeño interés, como se verá más adelante).<sup>4</sup> Debido a los grandes e impredecibles flujos de pagos en el sistema financiero, cada banco debe administrar sus reservas para cumplir con los requisitos legales y tener la menor cantidad de reservas excesivas. Cuando un banco comercial se queda corto de reservas puede pedir las prestadas a otro banco que las tenga disponibles, pagando la TFF, y estos préstamos son generalmente de muy corto plazo (*overnight*).

Del otro lado, la oferta de reservas es controlada por la Fed a través de operaciones de mercado abierto (OMA), y ejecutada por el Desk de Mercado Abierto de la Fed de Nueva York. Por ejemplo, si la Fed desea estimular la economía, efectúa un incremento en la oferta de reservas, comprando valores (del gobierno, generalmente, y con vencimiento a corto plazo) en el mercado abierto, incrementando las reservas del banco que realizó la venta, lo cual presionaría a la baja la TFF. Es a través de este mecanismo que influye el nivel de la TFF, su principal herramienta de política monetaria. Comúnmente realiza dos tipos de OMA según el fin que necesite: una de carácter “definitivo”, donde adquiere o vende valores que no planea regresar a su hoja de balance, con el fin de compensar factores duraderos que afectan al mercado de reservas; la otra, conocida como “Repos”, es decir, se compone de acuerdos de recompra de valores, utilizada con mayor frecuencia, ya que compensa los factores temporales que usualmente interactúan en este mercado.

Otra herramienta a su disposición para controlar la TFF es la ventanilla de descuento, en la que realiza préstamos a instituciones financieras de depósito, cobrando la tasa de descuento (que *de jure* establece cada banco regional de la Fed), generalmente de 100 puntos base mayor a la TFF para préstamos primarios (aquellos realizados a instituciones financieras sin problemas financieros). Este utensilio es particularmente importante cuando la TFF se eleva muy por encima del blanco establecido como consecuencia de una menor liquidez en el mercado (pues la tasa de descuento es un “techo” para la TFF), situación común durante épocas extraordinarias, pues permite hacer

<sup>4</sup> Mishkin (2014) señala otro motivo por el que los bancos demandan reservas en exceso: esto los protege ante una posible caída imprevista en el valor de sus activos, evitando así la pérdida de patrimonio neto y, posiblemente, hasta la insolvencia.

llegar la liquidez a las instituciones que la necesitan de forma directa (es con esta herramienta que ejecuta su función de prestamista de última instancia). La influencia de la TFF sobre otras tasas de corto plazo es mayúscula, pues los demás mercados de liquidez como el de dinero o el del eurodólar están estrechamente ligados al de reservas, dado que ciertos participantes de estos mercados también comercian en otros, por lo que funcionan como arbitrajistas.

Sin embargo, la influencia sobre las tasas de largo plazo es menos directa, y su nivel es acaso más relevante que las de corto plazo para la economía agregada, pues las grandes inversiones son de largo plazo (como los préstamos hipotecarios o la creación de capital). Según la teoría financiera básica los precios de los valores de renta fija a largo plazo se determinan por el promedio ponderado del interés de corto plazo actual y esperado a futuro, más una prima (de plazo). Bernanke (2005b) no descarta que las acciones de la Fed influyeran en la prima de plazo y ello afecte el precio actual de esos valores, pero sugiere que el mecanismo más importante de influencia es a través de la trayectoria futura esperada de las tasas de interés de corto plazo. He ahí una de las razones por la que es importante la comunicación con el público: transmitir de manera precisa cómo la política se comportará a futuro, e influir con ello las tasas de largo plazo, guiando así a la economía en la trayectoria esperada.

Adicionalmente, Bernanke (2004c) señala que las modificaciones en la tasa blanco de fondos federales deben llevarse a cabo mediante un enfoque gradualista, esto es, a través de ajustes relativamente lentos. Expone tres razones para esto: la primera, incertidumbre acerca de la economía –dado que no es posible saber con certeza en qué medida reaccionará la economía al ajuste de política monetaria, es conveniente dar pasos pequeños, tratando así de prevenir la inestabilidad macroeconómica. Además, actuar menos agresivamente da tiempo para ir recabando nueva información, pues la que se tiene en tiempo real no siempre es precisa. El segundo argumento a favor del gradualismo es que provoca una mayor influencia sobre las tasas de interés de largo plazo, pues si los ajustes se realizan de forma gradual, un cambio en la tasa blanco de política en determinada dirección indicará a los participantes en el mercado que muy probablemente esta tasa seguirá moviéndose en esa dirección por algún tiempo, por lo que las tasas de largo plazo se vuelven más sensibles a la política monetaria, con relativamente poca volatilidad en las tasas de corto plazo. La tercera razón es que reduce el riesgo de inestabilidad financiera, puesto que da tiempo a los bancos comerciales a ajustarse a cambios en el fondeo de corto plazo y a estabilizar los rendimientos esperados, además de que minimiza el riesgo de sacudir duramente el mercado de bonos, así como algunos otros mercados.

Respecto al papel de la política monetaria para controlar posibles burbujas en el precio de las acciones, Bernanke (2002a) es lacónico: “usar la

herramienta adecuada para el trabajo". El marco de referencia simbolizado por ese adagio establece un enlace entre las responsabilidades de la Fed y las herramientas que tiene a su disposición para alcanzarlas. Si para procurar sus objetivos de estabilidad tanto macroeconómica como del sistema financiero, sus principales herramientas son la tasa de interés y la función de prestamista de última instancia, respectivamente, para afectar a los mercados de valores necesita otra herramienta: la regulación de las instituciones financieras. Desde su perspectiva, a pesar de que el control de las tasas de interés debe tomar en cuenta en alguna medida los mercados de activos, no debe enfocarse exclusivamente en éstos. Las ventajas que dicho marco de referencia tiene son que mantiene la política monetaria centrada en la inflación y el producto, hace más sencilla y transparente la comunicación con el público, y no sustituye los juicios del mercado (respecto a los precios accionarios) por los de la autoridad, por lo que considera que esta es una estrategia sólida que protege a la economía de desastres.

Tres factores clave afectan el precio de las acciones. En primer lugar, noticias acerca de los dividendos actuales o futuros de dichas acciones; si se esperan mayores dividendos, entonces aumenta su precio; en segundo lugar, noticias acerca de las tasas de interés reales a corto plazo, tanto actuales como futuras, en relación inversa: si se espera que suban las tasas de interés reales, disminuye el precio de las acciones; y, en tercer lugar, noticias que llevan a los inversores a exigir un cambio en la prima de riesgo –una prima de riesgo más alta disminuye los precios de las acciones (Bernanke, 2003e).

De los tres, refiere que el canal principal por el cual los cambios inesperados en la política monetaria afectan los precios de las acciones es el tercer elemento, es decir, vía la influencia sobre la prima de riesgo; concretamente, un incremento sorpresivo en la TFF eleva la prima de riesgo, y por tanto disminuye el precio de las acciones.<sup>5</sup> Además, las investigaciones presentadas por Bernanke (2003e) establecen que el multiplicador de precios de las acciones ante cambios inesperados en la TFF oscila entre 3 y 6, es decir, un cambio inesperado en la TFF de 25 puntos base conduce, en promedio, a un movimiento de precios de las acciones en la dirección opuesta de entre 75 y 150 puntos base. De ello se deduce que cambios relativamente pequeños en la política monetaria podrían tener poco efecto para frenar una gran sobrevaluación en el mercado de valores, y el resultado sería bastante inseguro. Por tanto, concluye que la política monetaria es un instrumento demasiado tosco para atacar las burbujas de precios en el mercado de valores, y que no debería ser usada para atenuarlas. En cambio, una mejor opción es usar políticas a nivel micro para reducir la incidencia de estas burbujas, por ejemplo, su-

<sup>5</sup> Sólo considera que los cambios inesperados en la TFF afectan los precios de las acciones, pues considera la hipótesis de los mercados eficientes.

pervisión del sistema bancario, pruebas de estrés a los portafolios, etc., y así proteger al sistema financiero de potenciales eventos negativos (Bernanke, 2002a; Bernanke, 2003e).

### C. Política monetaria no convencional

Hay ocasiones en que la política monetaria tiene que actuar en gran medida para estimular la economía, tal como el mencionado peligro de deflación; al hacerlo, puede agotar su herramienta de política tradicional, pues la tasa de interés nominal no puede ser menor a su límite aritmético de cero, pero no por ello queda imposibilitada para seguir influyendo en el gasto agregado de la economía como a veces se piensa. Bernanke (2002b) explica que, tanto a nivel conceptual como práctico, bajo un sistema monetario *fiat* el gobierno (banco central en conjunto con otras instituciones), siempre será capaz de generar un incremento en el gasto nominal y la inflación, incluso cuando la tasa de interés nominal de corto plazo es cero, debido a que tiene la capacidad de imprimir tanto dinero como sea necesario y hacerlo circular en la economía a través de diversos medios.

Las medidas específicas que puede utilizar la autoridad monetaria para conducir su política cuando la tasa de interés de muy corto plazo está en cero o muy cerca de cero, siguiendo el planteamiento de Bernanke y Reinhart (2004), son tres: la primera, formar las expectativas sobre las tasas de interés futuras, pues dado que los precios de los bonos de largo plazo y de las acciones dependen de las expectativas de las tasas de interés de corto plazo, actuales y esperadas, se puede tratar de estimular la actividad económica ofreciendo alguna clase de compromiso con el público de que las tasas de corto plazo se mantendrán bajas por un período mayor al previamente esperado; si el anuncio es creíble, debería disminuir el rendimiento a través de la estructura de plazos y apoyar el precio de otros activos.

Asimismo Bernanke y Reinhart (2004) señalan dos clases de compromisos, uno no condicional, *i.e.*, que durará por un período específico, el cual consideran poco efectivo debido a que no contempla posibles choques ante los cuales debería de responder la autoridad, y otro condicional, es decir, que está en función del desempeño de la economía, acaso más creíble que el primero porque se vincula directamente a sus objetivos legales. Además, señalan algunos dispositivos para incrementar la credibilidad del compromiso establecido, tales como comprar valores o emitir opciones financieras que eleven el costo de renegar al compromiso, o más sencillamente, haciendo que las acciones concuerden con las palabras.

La segunda medida no convencional es alterar la composición de la hoja de balance del banco central. La Fed comúnmente posee una variedad de activos en su hoja de balance para realizar la política monetaria, la mayoría de corto plazo, así que, como gran participante en el mercado de valores del Tesoro, puede influir en las primas de plazo, los precios y rendimientos de estos valores, simplemente cambiando sus tenencias de bonos de corto plazo por otros de largo plazo. La tercera medida es expandir el tamaño de la hoja de balance del banco central, esto se realiza a través de la compra de valores que resulten en una mayor oferta total de reservas y del acervo de dinero. A diferencia de la política convencional a través de las OMA, esta no se centra en el precio de las reservas (la TFF), sino en el tamaño total de reservas, por lo que, aunque la TFF esté en cero, siempre podrá seguir expandiendo las reservas por esta vía.

De acuerdo con Bernanke y Reinhart (2004), no existe una secuencia única para llevar a cabo estas medidas, pues la secuencia apropiada depende de la percepción de los costos asociados a la tasa en cero, así como de cuestiones operacionales y estimaciones de las posibles alteraciones sobre la economía. Por tanto, pueden usarse una vez que la tasa de política está en cero, o como una forma de conducir la tasa a cero, así como también es posible usar estas políticas mientras la tasa de interés aún está por encima de cero (la única que no es compatible con la tasa de política positiva es el QE). A pesar de estas municiones, adicionales a las tradicionales, Bernanke (2002b) señalaba que lo más adecuado sería tratar de evitar tener que llegar a ellas, pues dado que no son usuales, es incierto cómo reaccionaría la economía ante éstas en la práctica, por lo que es mejor procurar un sano funcionamiento de la economía.

## 2. Aplicación de la política monetaria convencional

Es difícil pensar que una crisis económica de gran tamaño se forme de la noche a la mañana, es más bien un proceso gradual. La sucesión de eventos que aquí se consideran relevantes para comprender la crisis de 2008-2009 datan de comienzos del siglo XXI, cuando Alan Greenspan era presidente de la Junta de Gobernadores de la Fed, cargo que ostentó desde el 11 de agosto de 1987 hasta el 31 de enero de 2006, y continúan durante el mandato de Ben Bernanke, quien fue presidente del 1° de febrero de 2006 al 31 de enero de 2014. Por tanto, de los dos, el que más tiempo estuvo al frente del banco central estadounidense durante el período de estudio del presente trabajo fue Bernanke, y ahí radica la razón de centrarse en las posturas de este último.<sup>6</sup> Además, Bernanke

<sup>6</sup> Cabe señalar que Janet Yellen fue presidenta durante casi dos años del período en cuestión, pues ocupó tal cargo del 1° de febrero de 2014 al 3 de febrero de 2018: entonces su participación sólo se considera marginalmente en el presente trabajo, al igual que la de Greenspan.

formó parte de la Junta desde 2002, por lo que la revisión de sus planteamientos da una buena aproximación a las deliberaciones que llevaba a cabo este organismo durante el período previo a su mandato.<sup>7</sup>

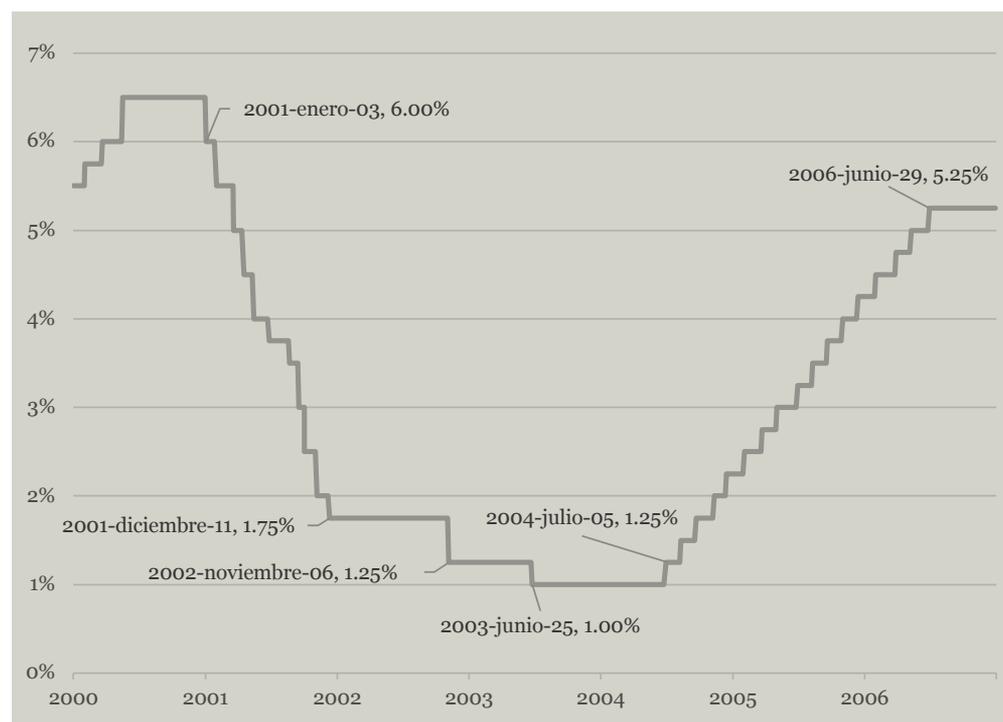
Greenspan (2002b) lista de manera sintética los diversos choques económicos adversos que golpearon sucesivamente a Estados Unidos a inicios del nuevo milenio: la reducción a la mitad de los precios de las acciones (ruptura de la burbuja “punto.com”), la dramática disminución de los gastos de capital, los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001, la inquietante evidencia de malversación corporativa (cuyo caso emblemático es Enron), y el aumento de riesgos geopolíticos. A grandes rasgos, establece que el conjunto de estos eventos provocó la recesión de 2001 y prolongó sus efectos debido al entorno de incertidumbre que trajo consigo. Irónicamente, señala Greenspan (2004), la inflación baja y estable conseguida durante los 15 años previos pudo conducir a la burbuja del precio de los activos, dado que, por un lado, los incrementos observados en productividad durante ese período generaron cada vez mayores expectativas de grandes ingresos futuros, y, por otro lado, la estabilidad macroeconómica redujo las primas de riesgo de los valores, disminuyendo sus tipos de interés y, por ende, aumentando su precio.

Sin embargo, el enfoque de Greenspan (2004; 2002b) se caracteriza por centrarse en políticas para mitigar las consecuencias de una burbuja en el precio de las acciones cuando ésta ocurre, procurando facilitar la transición hacia la próxima expansión, en vez de atacarlas directamente con la política monetaria; visión parecida pero con algunos matices a la de Bernanke. Por ello, si bien el FOMC comenzó a aflojar la política monetaria antes de la explosión de la burbuja debido al desenvolvimiento económico, fue posterior a ésta que intensificó el ritmo de relajamiento. En concreto, el FOMC comenzó a disminuir su blanco para la TFF en enero de 2001, llevándola desde 6.5% hasta 1.75% en diciembre del mismo año (véase Figura 1).

El resultado de dichas medidas fue una recesión breve y suave –de sólo 8 meses–. Aunque Greenspan (2002b; 2002a; 2004) no atribuye todo el crédito de este logro a la política monetaria. Para él también la gran flexibilidad de la economía tuvo un rol central, gracias a la liberalización del comercio internacional y de algunos sectores estratégicos como los de energía, transporte, comunicación y servicios financieros, pero, sobre todo, al desarrollo de las tecnologías de la información, ya que éstas permitieron mejorar la respuesta de las empresas ante los choques económicos.

<sup>7</sup> Así, éstos representan la fuente de información principal de esta sección y la siguiente, quizá muy a su pesar, pues en cada intervención expresó que eran comentarios a título personal, y no necesariamente de la Junta o del FOMC.

Figura 1. EE.UU.: blanco diario para la tasa de fondos federales, 2000-2006



Fuente: elaboración propia con datos del sistema FRED.

Posterior a la breve recesión, la economía estadounidense mostró cierto crecimiento, apoyado al inicio por un consumo estable, por la política monetaria acomodaticia y por la política fiscal de mayor gasto acompañada de recortes impositivos, pero al mismo tiempo la inversión privada no terminaba de despuntar, por lo que había dudas de que este crecimiento era autosustentable, tal como Bernanke destacó en varias ocasiones. Sin embargo, es posible establecer que los eventos de mayor peso en la conducción de la política monetaria en los años posteriores a esa recesión fueron la nula recuperación del mercado laboral –a pesar del crecimiento del producto– así como las tasas de inflación observadas y esperadas muy bajas, sucesos estrechamente relacionados entre sí.

El crecimiento económico durante este período, siempre en esta perspectiva, fue posible gracias al destacado aumento de la productividad del trabajo, lo que tuvo como consecuencia una lenta mejora del mercado laboral, ya que en esta situación, para una demanda determinada, se necesitan menos trabajadores, ocasionando que mientras en el mercado laboral la holgura parecía agotarse lentamente (aunado a la caída en la tasa de participación laboral que parecía estar subestimando el verdadero nivel de desempleo), en el agregado económico el producto estaba por encima de su potencial (Bernanke, 2004a).

El notable aumento de la productividad laboral influía en las expectativas de inflación, debido a que cerca de dos tercios de los costos totales son costos

laborales, los que a su vez dependen tanto del costo monetario por hora de trabajo como del producto por hora; en condiciones normales el incremento en el costo por hora es mayor que el incremento en el producto por hora, lo que naturalmente genera presión al alza sobre los costos unitarios de producción y, por ende, sobre el nivel de precios. Pero, en la coyuntura analizada, el incremento en la productividad era mayor al incremento en el costo por hora de trabajo, lo que ejercía presión a la baja sobre los costos unitarios y, a su vez, sobre el nivel de precios, aumentando el margen de ganancia de las empresas. En consecuencia, a mediados de 2003 la tasa de inflación anual –entonces cercana a 2%– comenzaba a mostrar una trayectoria descendente.

A pesar de que la recesión sólo duró de marzo a noviembre de 2001, la tasa de política monetaria continuó disminuyendo hasta 1% en junio de 2003 –nivel en el que se mantuvo prácticamente un año–. En línea con las recomendaciones presentadas en la sección anterior para evitar la deflación, Bernanke (2003c) explica que esa política monetaria –aún más acomodaticia por parte de la Fed– atendía a una posible caída sustancial en la inflación, no en el sentido de que ésta pudiera llegar a ser negativa, pero sí que se ubicara en menos de 1% anual, cifra por debajo de lo considerado como adecuado por los miembros del FOMC, ya que a ese nivel la zona de amortiguamiento se vuelve muy pequeña.

Dicha previsión se sustentaba en el cálculo de la inflación realizado con una curva de Phillips aumentada, la cual establece que la inflación en un determinado período depende del grado de holgura en la economía (medido como la diferencia entre el producto observado y el producto potencial, o bien mediante la diferencia entre el desempleo y el desempleo de equilibrio), de las expectativas sobre la inflación futura, de choques de oferta y de la persistencia inflacionaria, además de un término de error. De todos esos factores, el que consideraba más relevante para la coyuntura en aquel momento es el primero, pues concluía, en referencia al mercado laboral, que “incluso si la economía se recupera por el resto de este año [2003] y el siguiente [2004] la actual holgura en la economía puede seguir conduciendo a una continua desinflación (Bernanke, 2003c)”.

Según sus cálculos la tasa de inflación anual podría haber caído hasta 0.7% hacia fines de 2004, aunando al riesgo de que la economía pudiera haber crecido menos que lo esperado, al grado de incertidumbre respecto a la capacidad de la economía, y a posibles errores de medición. Por ello, Bernanke (2003c) apuntaba que “el aflojamiento monetario parece estar indicado por un período considerable. Por supuesto, un largo período de facilidades se ajusta bien con el objetivo del FOMC de procurar una fuerte y autosostenible recuperación en el producto y el empleo”. Además, establecía que la tasa de política vigente entonces de 1% era suficiente, pero que en caso de ser necesario la Fed estaba dispuesta a llevar la tasa hasta cero con tal de evitar mayor desinflación y, sobre todo, la deflación.

En diversas presentaciones sostenidas entre mediados de 2003 y 2004, Bernanke destacaba que el anuncio de política acomodaticia por “un período considerable” era condicional, es decir que dependía de la evolución de la economía en general, no sólo de las perspectivas de inflación, pero mientras éstas continuaran mostrando riesgos a la baja no había razones suficientes para emprender el endurecimiento de la política. Por ello Bernanke (2004b) recalca que, dada la debilidad en el mercado laboral y la inflación baja y posiblemente a la baja, habría que ser precavidos al normalizar demasiado pronto la política monetaria, advirtiendo que “la incertidumbre acerca de los caminos futuros, tanto del desempleo como de la inflación, implican que el *timing* de los cambios en la política también permanezca incierto”. Esto es, el anuncio condicional.

Hacia mediados de 2004, a medida que se vislumbraba una trayectoria a la baja del desempleo, el crecimiento del producto se estabilizaba en torno a su potencial, y la inflación comenzaba a subir tímidamente, el FOMC comenzó a elevar su blanco para la tasa de fondos federales a pasos graduales. El 30 de junio de 2004 inició el ciclo de endurecimiento de la política monetaria, caracterizado por 17 aumentos consecutivos de 25 puntos base en cada reunión del FOMC, hasta el 29 de junio de 2006 en que la tasa alcanzó 5.25%, su nivel máximo desde entonces (Figura 1). Este ciclo fue posible gracias a que por primera vez desde la recesión de 2001 la expansión económica parecía tener características autosustentables, tales como aumentos en las ganancias, en la inversión, en el número de nuevas contrataciones, en el ingreso salarial y en el aumento de la riqueza de los hogares, es decir, sobre factores del gasto, tal como lo indicó en su momento Bernanke (2005a). Por lo que, a pesar de la reducción de los estímulos fiscales y monetarios, había confianza en un sano crecimiento económico (de entre 3.75 y 4%).

Ya como presidente de la Fed, Bernanke señaló que este ciclo de endurecimiento estuvo caracterizado por cuatro elementos: primero, su inicio fue retrasado por más tiempo del que muchos observadores esperaban; segundo, las acciones de política fueron señaladas por anticipado, pues los comunicados del FOMC proveyeron una guía cualitativa sobre el probable curso de la política, así como su dependencia de los eventos económicos (Bernanke, 2006), lo que favoreció que los precios en los mercados financieros se ajustaran en la dirección y magnitud planteada; tercero, la política se movió gradualmente, con pequeños pasos en la misma dirección lo que, aunado al segundo elemento, mejoró la efectividad de la política monetaria y disminuyó la posible volatilidad en el sistema financiero, lo que se aceptó con expectativas de inflación bien ancladas; y cuarto, un comportamiento anormal del rendimiento de los bonos del Tesoro de largo plazo, pues a pesar del incremento en la tasa blanco éstos apenas variaron.

Durante este período (según Bernanke, 2005c) tuvo lugar otro evento relevante que favoreció las bajas tasas de interés: una burbuja global de aho-

rro, formada durante la década previa a 2005 como consecuencia de varios acontecimientos. El primer suceso es un mayor “deseo de ahorrar” por parte de países con población envejecida donde hay pocas oportunidades de inversión, por lo que son más propensos a ahorrar y, por ende, a tener una cuenta corriente superavitaria; y el segundo, el más relevante de los dos, es el cambio en los patrones de flujos de capital de los países en vías de desarrollo. Debido a las crisis financieras que sufrieron gran cantidad de países en desarrollo durante finales del siglo xx e inicios del XXI, éstos modificaron su estrategia de importadores de capital financiero a exportadores del mismo, acumularon gran cantidad de reservas internacionales como un amortiguador contra las salidas de capital, reorganizaron su economía de modo tal que el crecimiento es guiado por las exportaciones, aunado a incrementos en los precios del petróleo –lo que favoreció a muchas de estas naciones.

A su vez, gran parte de ese ahorro de los países en desarrollo se dirigió hacia Estados Unidos por el atractivo que representa para los inversores, lo que ocasionó un incremento en el precio de los papeles bursátiles y, consecuentemente, en la riqueza de los estadounidenses, resultando en un incremento en la propensión a consumir (disminuyendo el ahorro), que combinado con la apreciación monetaria, consecuencia de la gran entrada de capitales, aumentó las importaciones y disminuyó la exportaciones; mientras que, por otro lado, el incremento en la riqueza propició mayor inversión en capital (mermando también el ahorro). Ambos componentes contribuyeron al gran deterioro de la cuenta corriente estadounidense.

Bernanke (2005c) establece que, a pesar de la caída del mercado de valores en Estados Unidos en marzo del 2000, el deseo por ahorrar era superior al de invertir alrededor del mundo, por lo que, ante el mayor ahorro, las tasas de interés reales disminuyeron para equilibrar el mercado global de fondos, explicando así las bajas tasas de interés. Es decir, en primera instancia los altos precios de valores, derivados del mayor flujo de capitales hacia Estados Unidos, fueron la causa primordial del bajo ahorro estadounidense, pero ante la caída del mercado de valores y la consecuente debilidad de la inversión de capital, las bajas tasas de interés se convirtieron en el principal mecanismo de transmisión que menguó el ahorro, ocasionando que el efecto neto de la burbuja de ahorro global sobre el déficit de cuenta corriente no cambiara mucho.<sup>8</sup>

La hipótesis de la burbuja de ahorro global es importante porque no sólo explica las bajas tasas de interés en Estados Unidos a inicios del siglo xx, sino también el auge del sector inmobiliario de ese país (aunque sólo parcialmente), pues gran cantidad de los fondos de los países en vías de desarrollo se usó para adquirir activos seguros en dólares, aumentando la demanda de valores,

<sup>8</sup> El papel del dólar como moneda internacional de reserva explica, según esta visión, que este efecto haya sido más acentuado en Estados Unidos, pues implica que los flujos de capital busquen más activos denominados en dólares, como los bonos del Tesoro, ejerciendo presión a la baja sobre las tasas de interés.

incluidos los relacionados con el sector hipotecario. Esto es consistente con aquella otra explicación (sustentada principalmente por Robert Shiller) que establece que la burbuja inmobiliaria comenzó en 1998, al mismo tiempo que el *boom* tecnológico estaba en pleno apogeo, pues el mismo optimismo psicológico que alimentaba el precio de las acciones pudo haber alimentado también el precio de las viviendas (Bernanke, 2014).

La otra parte de la explicación del auge y de la caída de este sector, y del sistema financiero en su conjunto, tiene que ver con el desenvolvimiento del mismo en décadas recientes. Anteriormente los bancos eran los principales emisores hipotecarios, por lo que tenían un amplio juicio a la hora de emitir préstamos hipotecarios, los cuales estaban financiados por recursos procedentes de depósitos, principalmente, pues esos préstamos eran anotados en sus propios libros, lo que los incentivaba a ser cuidadosos.

El desarrollo de las nuevas tecnologías de la información trajo consigo, en beneficio del sector bancario, historiales y puntuaciones crediticias estandarizados, que dotaron de mayor eficiencia y competitividad a los préstamos hipotecarios, al reducir los costes y ampliar la gama de préstamos que se podían atender. Además, los avances en ingeniería financiera permitieron a las instituciones emisoras de préstamos –de diversos tipos– agruparlos en títulos individuales, principalmente, los conocidos como valores respaldados por hipotecas (o MBS, por las siglas en inglés de *mortgage-backed securities*), los cuales se podían estructurar de varias maneras para incrementar la diversificación y segmentarse en tramos para adaptarse a distintos niveles de riesgo, para después ser vendidos a inversores. Este proceso, conocido como “titularización”, permitió a los prestamistas hipotecarios acceder a una gran cantidad de fondos provenientes de todo el mundo.

A pesar de que este nuevo modelo, “originar para distribuir”, permitió un rápido crecimiento del sector inmobiliario estadounidense, también incentivó conductas arriesgadas e irresponsables. Debido a que los emisores de hipotecas ya no esperaban conservar en sus libros esos préstamos, se preocupaban cada vez menos por su calidad. Proliferaron los préstamos hipotecarios con pocos o nulos requisitos de contratación, sobre todo entre 2003 y 2007, donde se incluyen las llamadas hipotecas *subprime* –de baja calidad– a todo tipo de prestatarios y con todo tipo de arreglos, como ínfimos porcentajes de enganche y tasas de interés variables, que llegaron a significar casi un tercio de las nuevas hipotecas emitidas en dicho período (Bernanke, 2014).

En este nuevo modelo el emisor del préstamo era, por lo general, una entidad no bancaria financiada por Wall Street, pues durante las últimas décadas, junto al sistema bancario formal se ha creado una red de diversas entidades y mercados financieros no bancarios, conocido como “sistema bancario paralelo” (*shadow banking*). En dicho sistema se incluyen prestamistas no bancarios, como empresas hipotecarias y empresas de financiación al consumo, además de compañías que operan en mercados de valores como los

bancos de inversión. Esas sociedades no dependían de depósitos asegurados por el Estado, sino de financiamiento a corto plazo. Asimismo, los bancos comerciales complementaron cada vez en mayor medida sus depósitos asegurados con financiación no asegurada, incluidos préstamos a corto plazo entre los bancos, obtenidos en el mercado interbancario.

Los prestamistas de ese financiamiento de corto plazo y no asegurado eran habitualmente inversores institucionales, como fondos del mercado monetario o fondos de pensiones. No obstante, este tipo de financiamiento está potencialmente sujeto a retiradas masivas, al igual que el tradicional previo al seguro de depósitos. Muchos de los títulos que se mostraron problemáticos durante la crisis dependían, directa o indirectamente, de esta financiación, casi siempre en forma de papel comercial o de acuerdos de recompra. Anteriormente el papel comercial –deuda a corto plazo con un vencimiento habitual a treinta días o menos– no estaba asegurado, la palabra del prestatario bastaba como garantía por lo que únicamente las empresas solventes y de renombre podían emitir papel comercial. Sin embargo, en los años previos a la crisis se produjo una rápida expansión de un nuevo tipo de papel comercial: el papel comercial respaldado por activos (ABCP, por las siglas en inglés de *asset-backed commercial paper*).

El ABCP era emitido por un tipo de banco paralelo llamado *conduit* o vehículos especiales, que son entidades creadas por bancos u otras instituciones financieras para emitir préstamos hipotecarios, deuda de tarjetas de crédito, préstamos para la compra de vehículos, etc., además de títulos más complejos que combinan diferentes tipos de préstamos (los llamados “productos de crédito estructurados”). El hecho de que este instrumento estuviera respaldado por activos significaba que, en caso de necesidad, un *conduit* podía vender sus préstamos y valores para reintegrar el ABCP que había emitido.

Un acuerdo de recompra o Repo –que generalmente tienen un plazo de vencimiento breve, a menudo un día– funciona como un préstamo garantizado, ya que, si una empresa quiere tomar un préstamo en efectivo en el mercado de repos, ofrece valores del Tesoro, MBS, bonos corporativos u otros activos financieros como garantía. Cuando un repo vence, el prestatario (un banco de inversión de Wall Street, o un fondo de cobertura, por ejemplo) puede renovar el préstamo con el mismo prestamista (un fondo del mercado monetario, por ejemplo) o con otro. Si por alguna razón el prestatario no puede reembolsar el préstamo a tiempo, el prestamista puede vender los títulos.

A medida que la cadena de suministro entre el prestatario, el emisor hipotecario, el bróker, el “titularizador” y el inversor se hacía más grande, la rendición de cuentas sobre la calidad de las hipotecas subyacentes se volvía más difusa. En última instancia, los títulos complejos, evaluados con buenas notas por las empresas de calificación, fueron adquiridos por inversores que abarcaban desde fondos de pensiones estadounidenses y bancos alemanes hasta fondos soberanos

propiedad de gobiernos de Asia o de Medio Oriente. La mayoría de los inversores no analizaban de forma independiente los títulos que compraban, y tenían conocimiento limitado de los riesgos que esas compras acarrearían.

En tanto los precios de la vivienda siguieran aumentando, la parte de los ingresos de los prestatarios destinada al pago mensual de sus hipotecas se incrementaba, pero si un propietario no podía pagar la hipoteca cuando la tasa de interés se incrementase, sí podría refinanciar una nueva hipoteca o, como último recurso, vender la casa y pagar el préstamo. Si un propietario dejaba de pagar, los inversores con valores respaldados por hipotecas estarían protegidos porque la casa valdría más que la hipoteca. La debacle del mercado de la vivienda comenzó a notarse en el verano de 2005, cuando los elevados pagos hipotecarios empezaron a desincentivar a nuevos compradores, por lo que la demanda por nuevas casas se fue reduciendo gradualmente y los precios cayeron cada vez más. A partir de entonces los miembros del FOMC comenzaron a destacar en mayor medida la evolución del sector inmobiliario en sus reuniones, pues lo que empezó como una desaceleración de los precios de la vivienda –situación que consideraban normal después del gran crecimiento en años previos– parecía que empezaba a convertirse en algo peor (Bernanke, 2007).

Como consecuencia de la caída de los precios en el mercado de la vivienda, personas que se consideraban más ricas porque el precio de sus casas había aumentado y tenían mucho patrimonio, de repente encontraron que éste se había devaluado, por lo que la cantidad de dinero que debían por sus hipotecas era mayor que el valor de sus hogares, es decir, sufrieron una pérdida patrimonial neta, lo que incrementó los índices de morosidad y de ejecuciones hipotecarias (Bernanke, 2014).

A pesar de esos eventos, en su reunión del 7 de agosto de 2007, ante un repunte en la inflación –a 5.2%– y el desempleo –a 4.4%– en julio, el FOMC decidió mantener la tasa de fondos federales en 5.25%, argumentando que la inflación era su principal preocupación. Sin embargo, el pánico comenzó dos días después cuando el BNP [Banque Nationale de Paris] Paribas anunció que había suspendido los reembolsos de sus fondos hipotecarios *subprime* (Bernanke, 2016). A pesar de que los repos se consideran especialmente seguros (*i.e.*: aunque la empresa prestataria quiebre, la garantía protegería al prestamista), cuando empeoró el problema de las hipotecas *subprime* los inversores de los mercados de financiamiento a corto plazo no asegurado se vieron obligados a revisar los elementos de riesgo de las empresas prestatarias, así como los complejos y opacos títulos estructurados que en algunos casos ofrecían en garantía.

Cuando empezaron a aflorar las pérdidas –incluso en títulos respaldados por hipotecas con altas calificaciones–, los prestamistas dejaron de confiar en las agencias calificadoras. Incapaces de evaluar por su cuenta los riesgos de los títulos complejos, dejaron de prestar contra cualquier título que incluyera una mínima parte de hipotecas *subprime*. Esa alarma llevó a los inversores de los mercados de financiamiento a corto plazo no asegurado a exigir una

mayor protección, o unos términos más favorables. Como resultado, muchos prestamistas de papel comercial acortaron el plazo de vencimiento del préstamo a un solo día, mientras que los prestamistas repo comenzaron a pedir más garantías por dólar prestado, o se negaron a prestar contra títulos más arriesgados o complejos. Esto provocó dificultades para financiarse a las entidades del sistema bancario paralelo y, como consecuencia, creció la presión para que redujeran su tamaño, a través de la venta de activos o de la disminución de los créditos concedidos.

A raíz del ajuste en este mercado, las condiciones de crédito en general se deterioraron considerablemente. Se incrementó la aversión al riesgo por parte de los inversores en torno a los títulos del mercado hipotecario, reflejado en el salto de los diferenciales de valores respaldados por hipotecas *subprime*, así como la cancelación de programas a tasa ajustable, lo que endureció las condiciones para otorgar préstamos (Bernanke, 2016). Esa turbulencia parecía empeorar rápidamente, por ello, en reunión extraordinaria del FOMC el 17 de agosto, se anunció una reducción del diferencial entre la tasa de descuento y la TFF de 1 a 0.5%, además de una ampliación del plazo de los préstamos realizados a través de la ventanilla de descuento a 90 días (anteriormente eran a un solo día).

Aunque la situación parecía estabilizarse (mas no normalizarse) durante septiembre, en la reunión del 18 de ese mes, el FOMC decidió reducir su blanco para la TFF en 50 puntos base, para llevarla a 4.75%, terminando así un período de poco más de un año en que la TFF se mantuvo en 5.25%, y comenzando un ciclo de aflojamiento presuroso, como se ve en la Figura 2, caracterizado por anuncios constantes de mayor deterioro del sector inmobiliario con severas repercusiones sobre el sistema financiero.

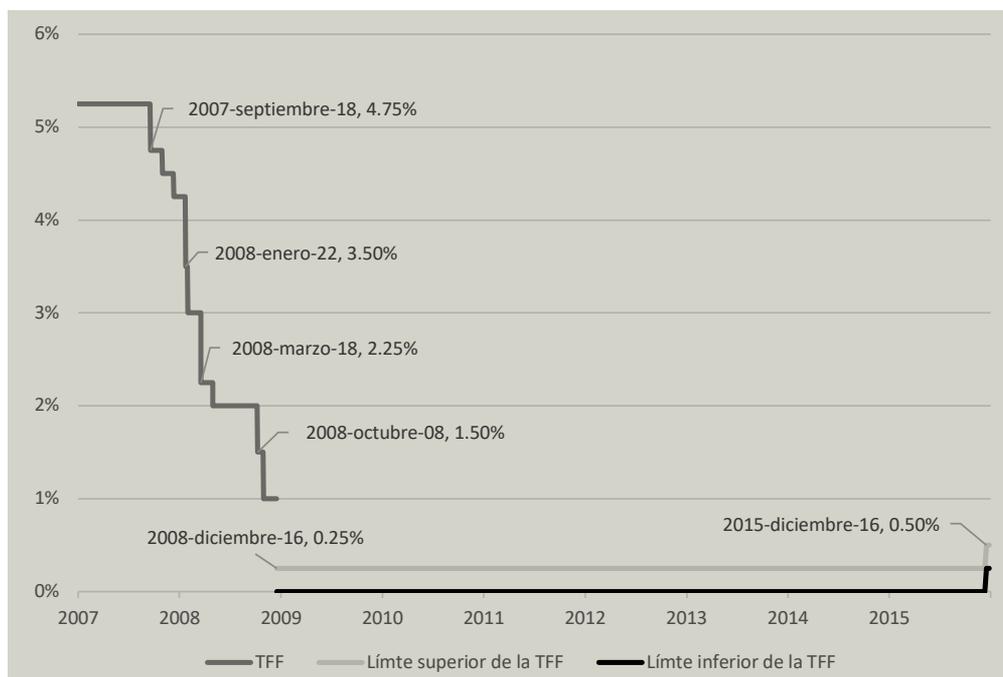
En la reunión del 11 de diciembre 2007, a pesar de que los datos que tenía en ese momento el FOMC apuntaban a una inflación y un desempleo “aceptables”, consideraban que los riesgos a la baja –consecuencia de la turbulencia en los sectores inmobiliario y financiero– eran predominantes. Por lo que, adicional a una rebaja en la TFF, emprendieron el programa Term Auction Facility (TAF), o “línea de subasta a plazo”, con el propósito de establecer una herramienta que pudiera abordar de manera más efectiva los problemas que afectaban el mercado de préstamos interbancarios sin complicar la administración de las reservas y la tasa de fondos federales (Bernanke, 2008a).<sup>9</sup>

<sup>9</sup> La ventanilla de descuento tiene dos inconvenientes. Primero, los bancos pueden ser reacios a utilizarla por temor a que los mercados saquen conclusiones adversas sobre su situación financiera y su acceso a fuentes privadas de financiamiento (el llamado “problema del estigma”). Segundo, para mantener la TFF cerca de su blanco, la Fed debe tomar en cuenta el hecho de que los préstamos a través de la ventanilla de descuento agregan reservas al sistema bancario y, por tanto, presionan la tasa por debajo del blanco establecido, lo cual se puede compensar drenando las reservas del sistema.

Pero los montos que los bancos eligen tomar prestados en la ventanilla de descuento pueden ser difíciles de predecir, lo que complica la administración de la TFF, especialmente cuando los préstamos son grandes. Mediante el TAF fue posible subastar cantidades preespecificadas de crédito de la ventanilla de descuento a los prestatarios elegibles, facilitando las operaciones de esterilización y, por tanto, el control de la TFF (Bernanke 2008a).

Desde inicios de 2008, las condiciones de la economía y del sistema financiero empeoraban con celeridad, por lo que la Fed actuó vigorosamente. Con el fin de amortiguar tanto los efectos directos de la turbulencia financiera sobre la economía como la virulencia del “ciclo de retroalimentación adversa” –donde la debilidad económica y el estrés financiero se refuerzan mutuamente–, se redujo con rapidez la TFF, su herramienta convencional. A pesar de ello, los problemas continuaron intensificándose a lo largo del año, ocasionando un mayor deterioro en las perspectivas económicas, por lo que redujeron la TFF al grado de establecerle, el 16 de diciembre de 2008, un intervalo entre 0 y 25 puntos base (véase Figura 2). Agotada la posibilidad de seguir estimulando a la economía a través de esa herramienta, la Fed se embarcó en la llamada “política no convencional”, la cual comenzó incluso antes de que la TFF llegase a prácticamente cero (como se verá en la siguiente sección).

Figura 2. EE. UU.: blanco diario para la tasa de fondos federales, 2007-2015



Fuente: elaboración propia con datos de FRED.

### 3. Aplicación de la política monetaria no convencional

Siguiendo la taxonomía ya descrita (en el apartado 1.C de este trabajo) para la conducción de la política monetaria no convencional, es posible establecer que ésta comenzó de manera diáfana en marzo de 2008, cuando la Fed gestionó el rescate a Bear Stearns y aplicó otras medidas para proveer liquidez, pues a partir de entonces los préstamos a instituciones financieras comenzaron a verse reflejados en la composición de la hoja de balance de la autoridad monetaria.

La presente sección expone las acciones de la Fed para conducir la política monetaria durante la parte más álgida de la crisis financiera y su período posterior, en que se suscitó una recuperación lenta a pesar de las medidas extraordinarias del banco central, ahondando en la lógica que el presidente de dicha institución esgrimió para sustentar cada programa.

El diagnóstico expresado por Bernanke en varias ocasiones ha sido que “[l]a crisis de 2008-2009 fue un pánico financiero clásico, pero en un escenario institucional distinto; no en un entorno bancario, sino en uno más amplio del mercado financiero” (Bernanke, 2014, p. 107). Dado que el sistema financiero se sustenta en la confianza, debido a que ninguna institución financiera posee tanto efectivo disponible como para hacer frente a la demanda súbita de todos sus acreedores al mismo tiempo, cuando ésta se pierde y todos corren por sus depósitos (o, dicho más generalmente, por sus activos) se crea un pánico que ocasiona liquidaciones y grandes pérdidas, generando restricciones al crédito en todo el mercado (Bernanke, 2008b).

Ante ello, Bernanke, en cuanto presidente de la Fed, ha pregonado que el curso de acción para mitigar los resultados negativos y reestablecer la confianza en las instituciones financieras y en el sistema financiero en su conjunto se halla en la regla de Bagehot, según la cual:

[d]urante un pánico bancario los bancos centrales deberían conceder créditos a cualquiera que acudiese a su puerta y, siempre y cuando presentara garantías, proporcionarle efectivo. [...] Además, tienen que aplicar una penalización en el tipo de interés para que la gente no se aproveche (Bernanke, 2014, p. 20).

A pesar de que en teoría es fácil proveer liquidez, en la práctica hubo varias dificultades para la Fed, destacando en mayor medida la estructura institucional, por lo que fue necesario “innovar” con diversas herramientas para cumplir su labor (Bernanke, 2008b). Acorde con dicho diagnóstico, Bernanke (2009a) explica el enfoque que guió las acciones de la Fed durante la crisis, dentro del campo de la política monetaria no convencional, engloba la política de comunicación adelantando posibles acciones futuras (*forward guidance*) y las medidas para proveer apoyo directo a los mercados financieros (mediante la manipulación tanto en tamaño como en composición de los activos de la hoja de balance de la Fed).

Las medidas para proveer apoyo directo a los mercados han sido clasificadas por Bernanke (2009a) en tres grupos: *i*) provisión de liquidez directa a corto plazo a instituciones financieras solventes; *ii*) provisión de liquidez directa a prestatarios e inversores en mercados de crédito claves, y *iii*) compras de valores de largo plazo para mantenerlos en el portafolios de la Fed. la Tabla 1 resume las medidas utilizadas en cada uno de los tres grupos.

Tabla 1. Programas de la Fed para tratar la crisis y la lenta recuperación posterior

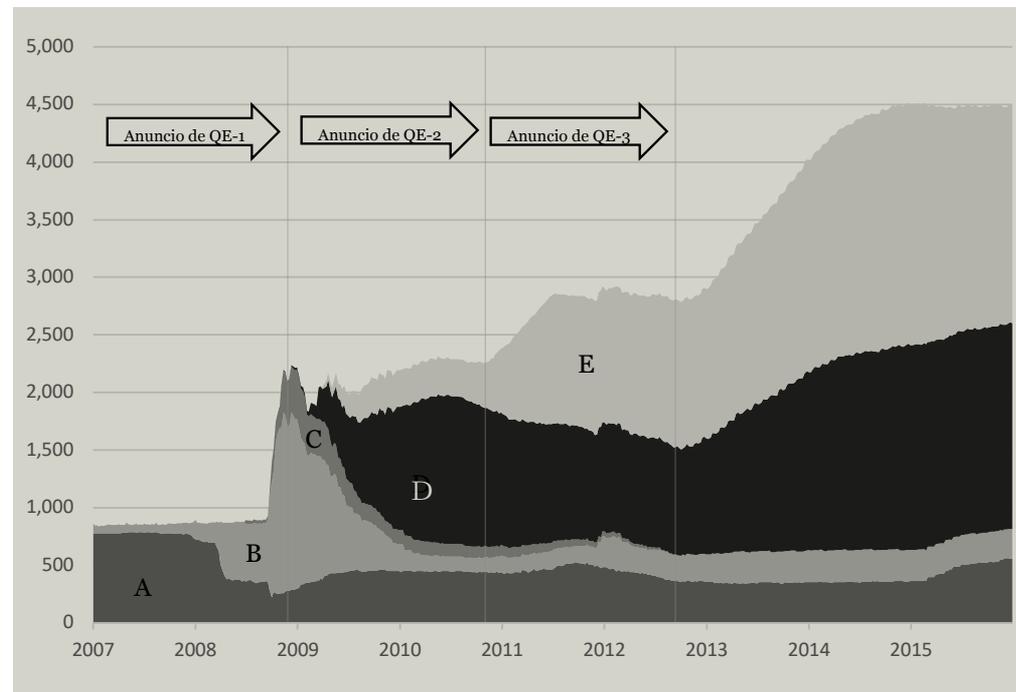
programa	fecha de inicio/ final	función
i. TAF-medio de subasta a plazos	12-dic-2007 (14-abr-2010)	hacer que las solicitudes de préstamo a la Fed se usen más ampliamente, extender los créditos de montos fijos a bancos a tasas de interés determinadas mediante subastas competitivas.
i. TSLF-medio de préstamo de valores a plazos	11-mar-2008 (01-feb-2010)	brindar suficientes valores del Tesoro para actuar como garantía en los mercados de crédito, prestar valores del Tesoro a operadores primarios para plazos mayores a un día, contra un amplio rango de colaterales.
i. Líneas swap	11-mar-2008 (01-feb-2010)	préstamos de dólares a bancos centrales extranjeros a cambio de divisas, de modo que dichos bancos centrales puedan a su vez otorgar créditos en dólares a sus bancos nacionales.
i. Préstamo a JPM para rescatar a BS	14-mar-2008 (14-jun-2012)	compra de \$30 mil millones de activos de Bear Stearns (BS) mediante préstamos sin posibilidad de recurso a J.P. Morgan para facilitar la compra de BS.
i. PDCF-medio de crédito a operador primario	16-mar-2008 (feb-2010)	préstamos a operadores primarios (incluidos bancos de inversión) de modo que puedan solicitar préstamos a plazos, usando el tradicional medio de ventanilla de descuento.
i. Préstamos a AIG	16-sep-2008 (14-jun-2012)	préstamos por hasta \$85 mil millones de dólares a AIG.
ii. AMLF-medio de liquidez para fondo de inversión de mercado monetario para papel comercial respaldado por activos	19-sep-2008 (feb-2010)	prestar a operadores primarios, de modo que puedan comprar papel comercial respaldado por activos, proveniente de fondos de inversión del mercado de dinero, para que dichos fondos puedan vender este papel para cumplir con las amortizaciones de sus inversionistas.
ii. CPFF-medio de financiamiento de papel comercial	07-oct-2008 (feb-2010)	financiar la compra de papel comercial de los emisores.
ii. MMIFF-medio de financiamiento a inversionistas del mercado de dinero	21-oct-2008 (30-oct-2009)	préstamos con propósito especial que pueden comprar una amplia gama de activos de fondos de inversión del mercado de dinero.
ii. TALF-medio de préstamos a plazos para valores respaldados por activos	25-nov-2008 (31-mar-2010)	prestar a emisores de valores respaldados por activos contra dichos valores como colateral, para mejorar el funcionamiento de este mercado.
iii. QE-1	25-nov-2008 (ago-2010)	comprar bonos del Tesoro de largo plazo, bonos de deuda de Fannie Mae y Freddie Mac y títulos hipotecarios respaldados por agencias federales, por hasta \$1.75 billones de dólares.
iii. QE-2	03-nov-2010 (jun-2011)	comprar bonos del Tesoro de largo plazo, por hasta \$600 mil millones de dólares.
iii. MEP-Programa de extensión de vencimientos	21-sep-2011 (dic-2012)	comprar bonos con un vencimiento de entre 6 a 30 años y vender bonos con vencimiento de 3 años o menos, por cantidades equivalentes.
iii. QE-3	13-sep-2012 (oct-2014)	comprar bonos del Tesoro y bonos respaldados por hipotecas por un monto de \$85 mil millones de dólares mensuales.

Nota: los números romanos en minúscula al inicio del nombre de cada programa indican que la medida pertenece a: i. la provisión de liquidez directa a corto plazo a instituciones financieras solventes; ii. la provisión de liquidez directa a prestatarios e inversores en mercados de crédito claves; iii. las compras de valores de largo plazo para mantenerlos en el portafolios de la Fed.

Fuente: elaboración propia con base en Mishkin, 2014 y Contreras Sosa, 2014.

Con relación al primer rubro, el uso a mayor escala de las líneas *swap*<sup>10</sup> y la creación de los programas TSLF, PDCF, en marzo de 2008, marcó el inicio del cambio en la composición de la hoja de balance de la Fed, como se muestra claramente en el Figura 3. Estos dos programas fueron posibles bajo la autoridad de préstamos de emergencia de la Ley de la Reserva Federal, sección 13(3), pues tradicionalmente la Fed no puede hacer préstamos directos a instituciones que no son de depósito y consideraban necesario apoyar a los operadores primarios. Los rescates a instituciones financieras específicas comenzaron ese mismo mes, siendo Bear Stearns (BS) la primera rescatada, sin embargo, el préstamo se le hizo a J.P. Morgan (JPM) para que pudiera adquirir a BS, es decir, fue un rescate indirecto en que tanto la Fed como JPM asumieron cierta parte del riesgo.

Figura 3. 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: elaboración propia con datos de la Fed de Cleveland.

Esa acción era consistente con la postura de la Fed, expresada por Bernanke (2008c), según la cual cuando las empresas privadas sufran graves problemas, éstos deben ser resueltos a través de “acuerdos del sector privado”, esto es,

<sup>10</sup> En realidad, las líneas *swap* se reactivaron a partir de diciembre de 2007 junto con la iniciativa TAF, pero fue hasta marzo de 2008 cuando se ampliaron en gran medida.

creando nuevo capital a partir de emisión de acciones, uniones o adquisiciones o, en su defecto, una liquidación ordenada. Por otra parte, el Gobierno sólo debería proveer asistencia bajo circunstancias excepcionales: un entorno donde hay gran cantidad de instituciones financieras frágiles y está en riesgo de quiebra una institución financiera demasiado grande como para dejarla caer (*too big to fail*), como lo era BS.

En el caso de Lehman Brothers (LB), una solución vía el sector público era inviable, pues, a pesar de que ser uno de los bancos de inversión más grandes del país, ni siquiera tenía colaterales suficientes para proveer un seguro razonable para un préstamo de la Fed, y el Tesoro no tenía autoridad para absorber miles de millones de dólares en pérdidas esperadas, para facilitar su adquisición por otra compañía. Lo único que se podía hacer, señala Bernanke (2009c), era tratar de mitigar el daño de su quiebra para todo el sistema financiero, acontecida el 15 de septiembre de 2008.

Debido a que AIG (American International Group) era contraparte de muchas de las firmas financieras globales, un importante prestatario en el mercado de papeles comerciales y otros mercados de deuda, y proveedor de productos de seguros para millones de clientes en todo el mundo, la Fed consideraba que su colapso habría intensificado sustancialmente la crisis, por lo que era necesario ayudarla. Su rescate fue concretado apenas un día después de la caída de LB, gracias a que las autoridades de la Fed consideraban que sí tenía activos suficientes para respaldar un préstamo directo del banco central.

Por tanto, sujeto al marco legal prevaleciente en aquel momento, el rescate a BS fue posible porque el préstamo a JPM fue respaldado por activos tanto de BS como de JPM; el rescate a AIG fue posible bajo la cláusula de emergencia porque los activos de la empresa respaldaron el préstamo. Pero el rescate de LB fue inasequible porque no hubo compañía que deseara adquirirlo, ni colateral que respaldara el préstamo de la cláusula de emergencia. En otras palabras, la Fed no rescató a LB porque no le era posible: de haber podido no hay duda de que lo habría hecho, debido a que su caída conllevaba un alto riesgo potencial sobre todo el sistema financiero (Bernanke, 2008d; Bernanke, 2016).

El segundo rubro de políticas, la provisión de liquidez directa a prestatarios (incluyendo no financieros) e inversores en mercados clave de crédito, comenzó en septiembre de 2008, con el objetivo de mitigar el pánico en mercados de crédito de suma importancia para la economía en su conjunto (Bernanke, 2009d). Por ejemplo, cuando los fondos mutuales del mercado monetario empezaron a ir mal, el mercado de papel comercial se vio severamente afectado (ya que esos fondos del mercado monetario eran grandes inversores en papel comercial); en consecuencia, la Fed diseñó el programa CPFF (Commercial Paper Funding Facility) para prestar directamente a los emisores de papel comercial de alta calidad. Según Bernanke (2009d), el programa fue exitoso porque rápidamente se redujeron los diferenciales de crédito en este mercado.

De igual forma, el sistema bancario paralelo se colapsó durante la crisis debido a la desconfianza sobre los títulos respaldados por activos –no sólo por hipotecas–, por lo que la Fed creó el programa TALF (Term Asset-Backed Securities Loan Facility) mediante el cual podían pedir prestado algunos inversores otorgando en garantía cierto tipo de valores respaldados por activos de muy alta calificación, entre los que se contaban los créditos a hogares, a pequeños negocios y a estudiantes, además de tarjetas de crédito y préstamos para compra de automóviles, entre otros. Como resultado, señala Bernanke (2009d), disminuyeron los diferenciales de valores respaldados por activos.

A pesar de considerar este tipo de programas como “bastante poco convencionales para un banco central”, Bernanke (2009d) señalaba que estaban totalmente justificados por las circunstancias extraordinarias de los mercados financieros durante 2008, debido a que las fuentes de crédito no bancarias, como el mercado de papel comercial y los mercados de titularización, son fundamentales para la economía de Estados Unidos, por lo que, al respaldar estos mercados, la Fed estaba ayudando a normalizar los flujos de crédito en la economía.

El tercer rubro de políticas, las compras de valores de largo plazo para mantenerlos en el portafolios de la Fed, también conocido como “compras de activos a gran escala” (LSAP, por las siglas en inglés de Large Scale Asset Purchases), comenzó a aplicarse hacia finales de 2008, enfocado en la compra de valores relacionados con las Empresas Patrocinadas por el Gobierno (GSE, por las siglas en inglés de Government Sponsored Enterprises) –con el fin de apoyar particularmente al sector de la vivienda– y de valores de largo plazo del Tesoro.

El principal mecanismo de transmisión del programa es el llamado “canal del balance de portafolios”, cuya premisa clave es que –por una variedad de razones– las diferentes clases de activos financieros no son sustitutos perfectos en los portafolios de los inversionistas. Esto implica que los cambios en la oferta de diversos activos disponibles para los inversores privados pueden afectar los precios y los rendimientos de esos activos (Bernanke, 2012). Las compras de MBS, por ejemplo, deberían elevar los precios y disminuir los rendimientos de esos valores; además, a medida que los inversionistas rebalanceen sus portafolios al reemplazar los MBS vendidos a la Fed por otros activos, los precios de los activos que compran deberían aumentar y sus rendimientos también disminuirían. Ello aliviaría las condiciones financieras generales y estimularía la actividad económica a través de canales similares a los de la política monetaria convencional.

El primer anuncio de este programa, que después sería llamado periódicamente como QE-1, se hizo en noviembre de ese año, cuando el FOMC anunció la compra de 600 mil millones de dólares (MMD) en títulos hipotecarios respaldados por las GSE, así como deuda emitida por esas mismas instituciones. En marzo de 2009 se amplió este programa para aumentar las cantidades compradas e incluir deuda del Tesoro a largo plazo entre los activos a adquirir; compras que fueron completadas a principios de 2010.

Una vez que las condiciones del sistema financiero fueron mejorando, a inicios de 2010 los programas extraordinarios para proporcionar liquidez (creados durante la parte más álgida de la crisis) llegaron a su fin, y poco a poco el énfasis de la política monetaria se fue dirigiendo hacia la recuperación económica. Durante 2009, ante la severa caída del crecimiento del PIB en Estados Unidos, la tasa de desempleo alcanzó 10%, y aunque el crecimiento parecía normalizarse hacia 2010, no sucedía lo mismo con el desempleo. Ante ello, Bernanke (2010b) señalaba que la perspectiva de que la tasa de desempleo se mantuviera elevada durante un largo período era la preocupación central de la política monetaria, aunado a la inflación en torno a 1%, una cifra tan baja que generaba preocupación en la Fed, por lo que en cumplimiento de sus objetivos el Comité se vio obligado a tomar medidas para salir cuanto antes de esa situación.

Como consecuencia, en noviembre de 2010 el FOMC anunció que ampliaría la compra de valores del Tesoro a largo plazo por 600 MMD adicionales, durante un período que duraría únicamente ocho meses; programa que sería conocido como QE-2. En septiembre de 2011, el FOMC introdujo una nueva herramienta, el Programa de Extensión de Vencimientos (MEP, por sus siglas en inglés), bajo el cual compraría una cantidad considerable de valores del Tesoro a largo plazo y vendería una cantidad equivalente de valores del Tesoro a corto plazo, con el fin de ejercer presión adicional a la baja sobre las tasas de interés a más largo plazo y relajar aún más las condiciones financieras generales (Bernanke, 2012).

No siendo suficiente estímulo para alcanzar la recuperación económica, en septiembre de 2012, cuando la tasa de desempleo estaba alrededor de 8.1%, comenzó el programa que sería conocido como QE-3, en el que la Fed acentuó la política acomodaticia mediante la compra de MBS adicionales a un ritmo de 40 MMD por mes, y a partir de enero de 2013 comenzó a comprar valores del Tesoro de largo plazo a un ritmo de 45 MMD mensuales, luego de completar el MEP en diciembre de 2012. En diciembre de 2013 se anunció que disminuiría el ritmo de las compras si la información mostraba una mejora en las condiciones del mercado laboral y la inflación se dirigía hacia el blanco del FOMC de 2 por ciento, lo que se materializó en los meses posteriores y dichas compras se fueron reduciendo gradualmente hasta concluir en octubre de 2014.

La evidencia presentada por Bernanke (2012) indicaba que las compras de valores del banco central representaron un apoyo significativo para la recuperación económica, al ayudar a disminuir los rendimientos de los valores de largo plazo, así como de MBS y de bonos corporativos, a la vez que ayudaron a mitigar los riesgos deflacionarios.

Por supuesto, aunado al potencial beneficio de mejorar las condiciones económicas, los programas de LSAP tienen costos potenciales asociados a ellas, sobre todo con relación a la incertidumbre provocada por la novedad de ta-

les medidas. Por ejemplo, Bernanke (2012) señalaba que estas operaciones podrían perjudicar el funcionamiento de los mercados de valores, ya que si la Fed se convirtiera en un comprador demasiado dominante en los mercados de títulos del Tesoro y valores de GSE, el comercio entre agentes privados podría disminuir, perjudicando la liquidez. Un deterioro significativo de esos mercados sería costoso e impediría la transmisión de la política monetaria, pues podría generar primas de liquidez más altas en los valores del Tesoro, lo que iría en contra del objetivo de la política de reducir los rendimientos de esos valores.

Además, también señalaba que había un posible riesgo para la estabilidad financiera, debido a que, al reducir los rendimientos a más largo plazo, las políticas no convencionales podrían inducir una búsqueda imprudente de mayores rendimientos por parte de los inversores. Sin embargo, en lo positivo, las nuevas políticas regulatorias mejoraban la supervisión de los agentes individuales y del sistema financiero en su conjunto, es decir, ese riesgo debía ser atendido por otra política más focalizada. La política de comunicación, la segunda hebra de políticas no convencionales, comenzó en el momento en que el blanco para la TFF alcanzó su límite inferior en diciembre de 2008 –varios meses después del inicio del cambio en la composición y el tamaño de la hoja de balance–, cuando se anunció que dicha tasa se mantendría “inusualmente baja por algún tiempo” bajo las condiciones económicas prevalecientes, con el fin de influir sobre las expectativas del camino futuro de la TFF y presionar a la baja las tasas de largo plazo.

Entre marzo de 2009 y junio de 2011, el anuncio del FOMC cambió para establecer que se garantizaban “niveles excepcionalmente bajos de la TFF por un período extendido”. En la reunión de agosto de 2011, el Comité ajustó su postura al afirmar que las condiciones económicas probablemente justificarían que la TFF permaneciera excepcionalmente baja “al menos hasta mediados de 2013” (Bernanke, 2012). Durante 2012 hubo varios cambios en la política de comunicación, pues a inicios de año se anunció que el período previsto de tasas excepcionalmente bajas se mantendría “al menos hasta finales de 2014”. A mitad del año el anuncio se modificó para indicar que sería “al menos hasta mediados de 2015”. Y en diciembre de 2012 se decidió vincular la gestión de expectativas sobre su tasa de política más directamente con sus objetivos económicos, al anunciar que la TFF no aumentaría mientras el desempleo se mantuviera por encima de 6.5% y la inflación –así como sus expectativas– permaneciera estable y cercana al blanco.

Aunque Bernanke (2013b) reconoce que los cambios en la política de comunicación durante 2012 pudieron generar un poco de incertidumbre acerca del camino que seguiría la TFF, señala también que, en general, los anuncios ayudaron a orientar las expectativas de los participantes del mercado hacia la dirección deseada por la autoridad y, en consecuencia, también al desempeño económico, sobre todo al lograr reducir las tasas de interés de largo plazo.

También los programas de LSAP tuvieron una política de comunicación asociada. Como señala Bernanke (2013b), la elaboración de los programas QE-1 y QE-2 tuvo ciertas ventajas y desventajas. Por un lado, al ser medidas planteadas por cantidades fijas dentro de períodos determinados, eran muy fáciles de comunicar, al tratar de dar certidumbre. Por otro lado, al ser por cantidades fijas, son análogos a anuncios no condicionales de política monetaria, pues no sería fácil tratar de adaptarlos al desenvolvimiento de la economía –más allá del anuncio de que estaban dispuestos a hacer más en caso de ser necesario–, lo que pudo generar “incertidumbre considerable” acerca de las condiciones que modificarían los programas o implicarían la introducción de uno nuevo.

Ese problema trató de ser enmendado en el diseño del QE-3, en el que la cantidad no estaba determinada por adelantado, sino que se enlazaba con los objetivos del FOMC –similar a un anuncio condicional–, al comunicar la intención de incrementar las compras “hasta que la perspectiva del mercado laboral mejorara sustancialmente en un contexto de estabilidad de precios”, lo que se concretó en diciembre de 2012: se incrementarían las compras mensuales de valores del Tesoro de largo plazo. Bernanke (2013b) destaca que la razón para elegir esa secuencia de políticas fue la mayor incertidumbre acerca de los costos y la eficacia de las compras de activos a gran escala, considerando las herramientas más familiares para administrar la tasa de interés de corto plazo y gestionar las expectativas sobre su futuro.

Una política adicional realizada por la Fed, en conjunto con el Tesoro y la Corporación Federal de Seguros de Depósitos (FDIC por las siglas en inglés de Federal Deposit Insurance Corporation), fue la realización de “pruebas de estrés”, tanto a bancos de forma individual como al sistema bancario en su conjunto, anunciadas en febrero de 2010. Después de un arduo proceso, los resultados de estas pruebas fueron publicados en mayo de ese año, mostrando que la mayoría de los bancos estaban en buenas condiciones, algo que ayudó a restablecer la confianza –y, por ende, los flujos de inversión– en todo el sistema. Bernanke (2013a; 2016) señala este evento como un punto de inflexión entre la crisis financiera y la recuperación económica.<sup>11</sup>

Todos los programas extraordinarios de préstamo y compra de valores fueron financiados principalmente con la creación de reservas bancarias. Debido a que las instituciones financieras se mostraron reacias a hacer préstamos bajo las condiciones económicas prevalecientes, los bancos mantuvieron la mayor parte de esas reservas en la cuenta que tienen en el banco central.

Bernanke (2009a; 2009d) ha llamado “relajamiento crediticio” (“credit easing”) al enfoque de la Fed para conducir sus políticas, cuyo objetivo es tratar desequilibrios en mercados de crédito específicos, por lo que es necesario

<sup>11</sup> Bernanke ha señalado en varias ocasiones que, en general, el apoyo del Gobierno Federal –a través sus diversas políticas de gasto y de apoyo al sistema financiero– fue de gran ayuda durante y después de la crisis, pues la Fed no podía hacer todo el trabajo de impulsar la economía por sí sola.

analizar la composición de los activos de la hoja de balance del banco central para conocer su postura de política monetaria. Por tanto, su efectividad debe ser medida a través de indicadores del funcionamiento de los mercados blanco, tales como diferenciales de interés, tasas de volatilidad, liquidez, etcétera.

Dicho enfoque se diferencia del QE sugerido en 2004 por Bernanke (como se muestra en el apartado 2 de este ensayo), cuyo propósito es proveer de un exceso de liquidez a los bancos con la esperanza de que usen una parte de ésta para hacer préstamos y comprar otros activos, aunado a que las compras de valores a gran escala deberían aumentar tanto el precio de los activos como la tasa de crecimiento de los agregados monetarios amplios, llevando a los hogares y negocios a gastar más. En el QE basta con ver la cantidad de reservas bancarias en la hoja de balance del banco central para conocer el grado de aflojamiento de la política monetaria, siendo incidental la composición del lado de los activos.

La estrategia de salida de la política no convencional, esbozada por Bernanke (2009a; 2009b; 2009d; 2010a), consistía en retirar gradualmente los programas extraordinarios creados durante la crisis y la lenta recuperación posterior –algunos de los cuales terminarían de forma automática–, calibrando el *timing* de los ajustes en la postura de política monetaria con la aplicación de las herramientas necesarias cuando llegase el momento de adoptar una política más restrictiva. El exceso de reservas debería comenzar a disminuir oportunamente para evitar un crecimiento descontrolado de los agregados monetarios amplios, lo que generaría presiones de demanda y quizá una mayor inflación. Aunque eventualmente las reservas excesivas se reduzcan de forma automática –al vencer los plazos de los valores en el portafolios de la Fed–, la autoridad tiene otras herramientas para modificar la postura de política monetaria, incluso con gran cantidad de reservas en exceso.

El interés pagado sobre las reservas en exceso (IOER, por las siglas en inglés de “interest on excess reserves”), autorizado a la Fed por el Congreso a finales de 2008, funciona como un límite inferior para la TFF, pues los bancos no prestarán dinero a una tasa de interés menor a la que pueden obtener libre de riesgo almacenando sus reservas en el banco central. Así, incrementos en el IOER elevarían la TFF en la misma cuantía, lo que endurecería la política monetaria sin disminuir el exceso de reservas. Además, la Fed podría drenar las reservas en exceso y reducir la liquidez extraordinaria mediante el uso de “acuerdos de recompra inversos a gran escala”, ofrecer depósitos a plazo para los bancos, o vendiendo en el mercado abierto una porción de los valores de largo plazo del portafolios de la Fed.

A través de la exposición de estas herramientas, Bernanke trataba de dejar claro que la política monetaria cambiaría su postura en el momento en que las condiciones económicas lo hicieran necesario, a fin de lograr la estabilidad de

precios y el máximo empleo, sin realmente aclarar cuáles eran dichas condiciones. Por otro lado, al dejar el cargo como presidente de la Fed en febrero de 2014, Bernanke decidió usar frases ambiguas (“es un asunto para el futuro”, por ejemplo), a pesar de que su sucesora Janet Yellen emprendería la normalización de la política monetaria defendiendo la continuidad de su línea de acción y pensamiento. Porque Yellen estuvo de manera ininterrumpida en altos cargos dentro de la Fed desde 2005 hasta 2018, cuando terminó su mandato como presidenta (y entre 1994 y 1997 ya había sido integrante de la Junta de Gobernadores), y articuló, en efecto, la salida de la política no convencional.

### Conclusiones

A pesar de las complejidades técnicas de la política monetaria de Estados Unidos, reflejo de su carácter inequívoco de centro cíclico de dimensión internacional, pueden extraerse algunas conclusiones muy específicas acerca del conjunto de planteamientos de la presidencia de la Fed en la crisis de 2008-2009. El marco general de la política monetaria, en principio, se sostiene en elementos conceptuales y operativos desarrollados a lo largo del tiempo, y reajustados de acuerdo a las circunstancias y al perfil de la presidencia en turno.

En segundo lugar, esa solidez conceptual y operacional se vio desafiada durante esta profunda disrupción de la actividad productiva y de la estabilidad financiera en 2008 y 2009, disrupción coronada por el pánico de los mercados más vigorosos del orbe. La Fed, ante ello, decidió apartarse de la política convencional –guiada por precios (como la tasa de interés de muy corto plazo) o por cantidades (como los agregados monetarios)– y emprender la no convencional –guiada por anuncios de trayectorias y por el manejo de la hoja de balance–, con los resultados ya conocidos de relativo control inflacionario en un contexto de desempleo más allá de su nivel de equilibrio.

En tercer lugar, la robusta vertiente discursiva de Bernanke, en este contexto, puede calificarse de internamente consistente, mas no por ello exenta de críticas. De entrada, no es lo suyo el apego a las reglas para la formulación de políticas, sino que, por el contrario, no esconde su preferencia por la discrecionalidad en la teoría y en la práctica monetarias (Contreras, 2014). Por esta razón el profesor de Stanford John Taylor, destacado proponente de reglas de política en la macroeconomía en general, pero sobre todo en el ámbito monetario, ha desarrollado una muy amplia y detallada crítica a la Fed de Ben Bernanke (Contreras y Maruri, 2018) y, como consecuencia, a la factibilidad y deseabilidad del conjunto de su interpretación.

A pesar de que pudieran parecer abstrusas al lector no entrenado, estas disputas están lejos de ser triviales o avejentadas. Todo lo contrario, puesto que involucran el empleo y el bienestar de millones de personas, incluso más allá de Estados Unidos, como la economía mexicana lo atestigua.

Y varios de sus lineamientos –como la intrusión sistemática en los mercados crediticios– han sido criticados también por la manera como socavan principios clásicos (del prestamista de última instancia, por ejemplo<sup>12</sup>) o como reemplazan, con tintes pragmáticos, las herramientas estándar de la estabilización.

Ciertamente, todas estas políticas se justificaron en un régimen monetario de discrecionalidad restringida, y fueron racionalizadas como medios para cumplir con los objetivos asignados por el congreso a la Fed: mantener la inflación baja y estable, alcanzar el máximo empleo sostenible y procurar la estabilidad del sistema financiero (tasas de interés de largo plazo bajas). Pero esa racionalización siempre estará sujeta a controversia. En suma, como lo prueba el actual debate sobre la gestión monetaria de la Fed durante la pandemia y su apoyatura en las guías de 2008-2009, la tarea de clarificar estas grandes crisis y sus respuestas de política no se agota por factores meramente cronológicos o incluso de cumplimiento congresual.

### Bibliografía

- Bernanke, Ben S (2002a). “Asset-price «bubbles» and monetary policy”, discurso en el New York Chapter de la National Association for Business Economics, octubre 15.
- (2002b). “Deflation: making sure «it» doesn’t happen here”, discurso en el National Economists Club, noviembre 21.
  - (2003a). “«Constrained discretion» and monetary policy”, discurso en el foro Money Marketeers of New York University, febrero 3.
  - (2003b). “A perspective on inflation targeting”, discurso en la Annual Washington Policy Conference de la National Association of Business Economists, marzo 25.
  - (2003c). “An unwelcome fall in inflation?”, discurso en la Economics Roundtable, University of California, julio 23.
  - (2003d). “The economic outlook”, discurso en el Bloomberg panel for the outlook on the U.S. economy, septiembre 4.
  - (2003e). “Monetary policy and the stock market: some empirical results”, discurso en la Fall 2003 Banking and Finance Lecture, Widener University, Pennsylvania, octubre 2.
  - (2003f). “Panel discussion”, intervención en la 28th Annual Policy Conference: “Inflation targeting: prospects and problems”, Federal Reserve Bank of St. Louis, octubre 17.
  - (2004a). “Monetary policy and the economic outlook: 2004”, discurso en meetings of the American Economic Association, enero 4.
  - (2004b). “The economic outlook and monetary policy”, discurso en la Bond Market Association Annual Meeting, abril 23.

12 Véase al respecto Humphrey, 2010, entre otros autores.

- (2004c). “Gradualism”, discurso en An Economics Luncheon, Federal Reserve Bank of San Francisco (Seattle Branch) and the University of Washington, mayo 20.
- (2005a). “The economic outlook”, discurso en el Finance Committee Luncheon of the Executives’ Club of Chicago, marzo 8.
- (2005b). “Implementing monetary policy”, discurso en el Redefining Investment Strategy Education Symposium, Ohio, marzo 30.
- (2005c). “The global saving glut and the U.S. current account deficit”, discurso para la Homer Jones Lecture, Missouri, abril 14.
- (2006). “Reflections on the yield curve and monetary policy”, discurso en el Economic Club of New York, marzo 20.
- (2007). “Housing, housing finance, and monetary policy”, discurso en el Federal Reserve Bank of Kansas City’s Economic Symposium, Jackson Hole, agosto 31.
- (2008a). “Financial markets, the economic outlook, and monetary policy”, discurso en el Women in Housing and Finance and Exchequer Club Joint Luncheon, Washington, enero 10.
- (2008b). “Liquidity provision by the Federal Reserve”, discurso en la Federal Reserve Bank of Atlanta Financial Markets Conference, mayo 13 de 2008.
- (2008c). “Stabilizing the financial markets and the economy”, discurso en el Economic Club of New York, octubre 18.
- (2008d). “Federal Reserve policies in the financial crisis”, discurso en la Greater Austin Chamber of Commerce, diciembre 1°.
- (2009a). “The crisis and the policy response”, discurso en la Stamp Lecture, London School of Economics, enero 13.
- (2009b). “The Fed’s exit strategy”, *Wall Street Journal*, julio 21.
- (2009c). “Reflections on a year of crisis”, discurso en el Federal Reserve Bank of Kansas City’s Annual Economic Symposium, agosto 21.
- (2009d). “The Federal Reserve’s balance sheet: an update”, discurso en la Federal Reserve Board Conference on Key Developments in Monetary Policy, octubre 8.
- (2010a). “Federal Reserve’s exit strategy”, discurso ante el Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, febrero 10.
- (2010b). “The economic outlook and monetary policy”, discurso en el Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, agosto 27.
- (2012). “Monetary policy since the onset of the crisis”, discurso en el Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, agosto 31.
- (2013a). “Stress testing banks: what have we learned?”, discurso en la Maintaining Financial Stability: Holding a Tiger by the Tail” Financial Markets Conference, Federal Reserve Bank of Atlanta, abril 8.
- (2013b). “Communication and monetary policy”, discurso en la National Economists Club Annual Dinner, Herbert Stein Memorial Lecture, Washington, noviembre 19.

- (2014). *Mis años en la Reserva Federal*, Ediciones Deusto, México. Primera edición.
- (2016). *El valor de actuar*, Ediciones Península, Barcelona. Primera edición.
- y Frederic Mishkin (1997). “Inflation targeting: a new framework for monetary policy?”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 11 núm. 2, primavera.
- y Vincent Reinhart (2004). “Conducting monetary policy at very low short-term interest rates”, Meetings of the American Economic Association, enero 3.
- Contreras Sosa, Hugo J. (2014). “EU: discrecionalidad de la política monetaria, 2008-2013”, *Economía Informa* núm. 384, enero-febrero.
- y Emmanuel Maruri (2018). *La política monetaria en la Gran Recesión y la crítica de Taylor*. Documento de trabajo, Seminario de Credibilidad Macroeconómica, Facultad de Economía, UNAM. febrero.
- Greenspan, Alan (2002a). “The economy”, discurso en la Bay Area Council Conference, San Francisco, enero 11.
- (2002b). “Issues for monetary policy”, discurso en el Economic Club of New York. Diciembre 19 de 2002.
- (2004). “Risk and uncertainty in monetary policy”, meetings of the American Economic Association, enero 3.
- Hetzel, Robert L. (2020). “Covid -19 and the Fed’s monetary policy”, Working Paper, Mercatus Center, George Mason University, octubre.
- Humphrey, Thomas (2010). “Lender of last resort: what it is, whence it became, and why the Fed isn’t it”, *Cato Journal* vol. 30 núm. 2, primavera.
- Mishkin, Frederic S. (2014). *Moneda, banca y mercados financieros*, Editorial Pearson Educación, México. 10a edición.
- Shiller, Robert J. (2007). “Understanding recent trends in house prices and homeownership”, Proceedings - Economic Policy Symposium, Jackson Hole.
- Taylor, John B. (1993). “Discretion versus policy rules in practice”, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39.
- (1999). “A historical analysis of monetary policy rules”, en *Monetary policy rules*, comp. por John B. Taylor, University of Chicago Press.
- (2009). *Getting off track. How government actions and interventions caused, prolonged, and worsened the financial crisis*, Hoover Institute Press, Stanford.
- (2011). “Macroeconomic lessons from the Great Deviation”, *NBER Macroeconomics Annual 2010* volume 25, comp. por Daron Acemoglu y Michael Woodford, University of Chicago Press.
- Williamson, Stephen (2016). “The road to normal: new directions in monetary policy”, *Annual Report 2015*, Federal Reserve Bank of St. Louis.