

La política monetaria en tiempos de crisis

Palabras del Dr. Manuel Sánchez González, Subgobernador del Banco de México, en la Universidad Autónoma de Nuevo León, Monterrey, N.L., 26 de agosto de 2011.

Es para mí un honor clausurar la cátedra Banco de México impartida en la facultad de economía de la Universidad Autónoma de Nuevo León. Tengo un gran aprecio por esta institución académica en la cual, durante los años ochenta, fui profesor de varias generaciones de alumnos que hoy son destacados economistas.

El propósito de la cátedra Banco de México ha sido exponer a los estudiantes universitarios la forma en la que nuestro Banco Central busca cumplir con las responsabilidades que le ha encomendado la Ley para contribuir al bienestar de la sociedad. En particular, el ciclo de conferencias que hoy concluye resaltó las implicaciones del objetivo prioritario del Banco, plasmado en la Constitución, que es procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, así como de las finalidades complementarias que también la Ley le señala al Banco: promover el sano desarrollo del sistema financiero y propiciar el buen funcionamiento de los sistemas de pagos.

Esta mañana quisiera examinar el papel de la política monetaria en el contexto mundial y derivar, de ahí, algunas lecciones para México. El punto central de mi exposición será el siguiente: mientras que en la crisis financiera global de 2007-2008, la política monetaria fue eficaz para restablecer las condiciones de liquidez de las principales economías industrializadas, la situación económica actual de esas naciones revela problemas cuya solución rebasa a la política monetaria. La mejor opción para cualquier país, incluyendo México, es identificar los factores de fondo que pueden estar frenando la expansión económica de largo plazo y corregirlos sin dilación. Obviamente, los

comentarios que voy a hacer son mi responsabilidad y no necesariamente reflejan el punto de vista del Banco de México.

La extraña recuperación mundial

Después de una contracción significativa, desde mediados de 2009 la economía mundial ha mostrado un crecimiento continuo. Sin embargo, en comparación con otros ciclos económicos, la reanimación ha sido más débil, como resultado de un menor dinamismo de las economías avanzadas que fueron afectadas severamente por el colapso financiero global. En particular, llama la atención que Estados Unidos, el epicentro de la crisis, esté registrando una expansión económica insuficiente para compensar la caída de la producción ocurrida durante la pasada recesión y retomar su rumbo de largo plazo.

En efecto, durante más de cien años el PIB de Estados Unidos mostró una tendencia de crecimiento anual de aproximadamente tres por ciento, lo que equivale aproximadamente a dos por ciento en términos de producto por habitante. Sin embargo, desde 2009 la producción se ha mantenido cerca de nueve por ciento por debajo del nivel que hubiera prevalecido por su tendencia, lo que constituye la más amplia y prolongada desviación negativa de tal referencia secular desde la Gran Depresión.¹ Esta divergencia podría no acortarse en el futuro próximo si se materializan los pronósticos disponibles sobre el dinamismo económico de ese país. Por ejemplo, el consenso de los principales analistas estima un crecimiento promedio de 2.2 por ciento para el PIB de Estados Unidos durante 2011 y 2012, lo que amplía la desviación descrita.²

La explicación de este fenómeno es un tema de intenso estudio y debate, lo cual confirma que las realidades económicas son a menudo muy complejas. En particular, algunos comentaristas han señalado que el débil desempeño de las economías avanzadas debe combatirse con medidas de estímulo a la demanda

¹ Véase Robert E. Lucas, Jr., "The U.S. Recession of 2007-2011?", Milliman Lecture, University of Washington, mayo 19 de 2011.

² Blue Chip Economic Indicators Vol. 36, No. 8, agosto 10 de 2011.

agregada, incluyendo la política monetaria, ya sea porque se percibe que la principal dificultad es la falta de gasto total o que tales medidas proporcionan tiempo para resolver los problemas de fondo. En lo que sigue me gustaría examinar esta opinión considerando el papel que pueden desempeñar los bancos centrales.

Los bancos centrales frente a la crisis de liquidez

Existe un amplio consenso entre los economistas de que los bancos centrales pueden proporcionar, mediante una política monetaria adecuada, un marco de estabilidad de precios que permite el buen funcionamiento de la economía. Asimismo, es generalmente aceptado que la inflación opera como un impuesto a la sociedad, el cual restringe severamente el crecimiento de largo plazo del ingreso por habitante. De forma semejante, es comúnmente admitido que los institutos centrales no pueden impulsar el crecimiento de la economía por mucho tiempo mediante una política monetaria que ponga en peligro la estabilidad de los precios.

En contraste, existe menos acuerdo respecto del papel que en el corto plazo pueden ejercer los bancos centrales que cuentan con un record de estabilidad de precios, ante condiciones de debilidad económica. El tema es de especial interés porque en años recientes los bancos centrales de las economías avanzadas han adoptado medidas monetarias no convencionales, identificadas frecuentemente como “relajamiento cuantitativo” (QE, por sus siglas en inglés), para enfrentar el entorno extraordinariamente adverso de sus economías. Por su tamaño e importancia para México, enfocaré mis comentarios a Estados Unidos, sin desconocer que en otras latitudes, como el Reino Unido y la Unión Monetaria Europea, se han adoptado algunas acciones semejantes.

¿Qué tan efectivas han sido las medidas de los bancos centrales y cuáles son sus limitaciones? En la experiencia reciente conviene distinguir dos fases. La primera se refiere a la crisis de liquidez que se manifestó desde mediados de 2007 y alcanzó su punto más álgido con la quiebra de Lehman Brothers en los

últimos meses de 2008, cuando ocurrió una contracción del financiamiento en muchos mercados financieros por el aumento de la percepción de riesgo de las contrapartes. El resultado fue una “corrida” hacia activos financieros respaldados por el gobierno.

Como acertadamente ha señalado el profesor Robert Lucas, esta crisis financiera guarda una notable similitud con la registrada durante la Gran Depresión, en la que el congelamiento del crédito ocurrió por una caída de los depósitos bancarios generada por la quiebra de las instituciones. Pero a diferencia de ese episodio, en esta ocasión el Banco de la Reserva Federal (BRF) no permitió que se contrajera la liquidez ante la mayor demanda de la misma, sino que buscó satisfacerla.³

En particular, utilizó la política monetaria convencional para bajar la tasa de interés de referencia desde 5.25 por ciento en julio de 2007 hasta niveles cercanos a cero a finales de 2008. Además, de forma extraordinaria, desde el segundo semestre de 2008 llevó a cabo cuantiosas compras de activos financieros de baja liquidez (y baja calidad crediticia) a los intermediarios financieros a cambio de reservas líquidas de éstos en el banco central.

Estas operaciones demostraron que las herramientas de política monetaria no se agotan cuando la tasa de interés de referencia llega a cero. En tal circunstancia, la política monetaria convencional es inefectiva, ya que se lleva a cabo mediante operaciones con valores gubernamentales de corto plazo, los cuales, al pagar una tasa cercana a cero, se convierten en cuasi dinero, lo que imposibilita “inyectar” liquidez mediante su compra por parte del banco central.

La estrategia total contribuyó a que el pánico financiero desapareciera hacia el primer trimestre de 2009, como lo refleja el descenso de las diferencias del precio del financiamiento privado respecto al del público a niveles cercanos a los prevalecientes antes de la crisis.⁴ El efecto de la gran turbulencia financiera

³ Véase Robert E. Lucas, Jr., *op. cit.*

⁴ Por ejemplo, las diferencias entre la tasa Libor de tres meses y la del swap indizado de un día, que refleja el costo de fondeo de los bancos respecto a la tasa de interés de referencia de los bancos

fue una caída del producto significativamente menor a la registrada en la Gran Depresión y, a diferencia de entonces, no hubo deflación.

Si bien la intervención del banco central como prestamista de última instancia puede considerarse efectiva, no estuvo exenta de costos, ya que implicó el rescate de los tenedores de activos de baja calidad lo que crea incentivos a futuro para una toma excesiva de riesgos, problema conocido como “riesgo moral”. No obstante, es probable que este costo haya sido inferior, al menos en el corto plazo, al que se hubiera derivado de no haberse combatido el pánico.

¿Política monetaria para estimular el crecimiento?

Una segunda fase de la estrategia monetaria se refiere a la continuación y profundización del relajamiento cuantitativo a partir de 2009. En esta etapa el BRF buscó principalmente estimular la economía procurando bajar las tasas de interés de largo plazo, mediante, por ejemplo, la adquisición de valores de deuda gubernamental de largo plazo fondeados a través de la creación de reservas voluntarias líquidas de la banca en poder del BRF. Con esta medida se pretendía disminuir los rendimientos de largo plazo a fin de impulsar el crédito y la inversión y, de esta manera, la demanda agregada.

Por cierto, cabe señalar que para esta operación no se requeriría la intervención de la autoridad monetaria. Al ser equivalentes las reservas bancarias a los valores de deuda de corto plazo, el Tesoro norteamericano podría haber optado por simplemente reducir el plazo promedio de su deuda, haciendo relativamente escasos los valores de largo plazo, y propiciar un aplanamiento de la curva de rendimientos.

De cualquier forma, no es claro el impacto que el relajamiento monetario reciente ha ejercido sobre la curva de rendimientos y, menos aún, su posible

centrales, empezaron a subir en agosto de 2007, alcanzaron su máximo de 364.4 puntos base en el cuarto trimestre de 2008 y regresaron a 36 puntos base, niveles cercanos pre crisis, hacia el segundo trimestre de 2009.

estímulo sobre la economía. Parte de la razón de la evidencia no concluyente consiste en que tanto las bajas como las alzas en los rendimientos que han ocurrido han sido esgrimidas por algunos comentaristas como muestra de la efectividad del relajamiento monetario; las primeras como impacto directo y las segundas como indirecto derivado de la expectativa de un mayor crecimiento económico.⁵

Por su parte, el principal riesgo que enfrenta el relajamiento cuantitativo, que ha llevado casi a triplicar el tamaño del balance del BRF en tres años, es su corrección oportuna para evitar que se propaguen presiones inflacionarias, afectando lo menos posible a la economía. En diferentes comunicados, ese banco central ha revelado el orden en que aplicaría diversas medidas para deshacer la postura monetaria expansiva.⁶

Sin embargo, algunas acciones identificadas como diferentes por la autoridad monetaria parecen tener efectos equivalentes sobre la actividad económica. Las presiones inflacionarias surgirían cuando la mejora económica reduzca la demanda de reservas por parte de los bancos en el instituto central. Con rendimientos cercanos a cero en las reservas bancarias y mayores tasas en los valores gubernamentales durante la mejoría, la política monetaria convencional volvería a ser efectiva. En tal caso, el combate de la inflación requeriría vender valores gubernamentales de corto plazo a cambio de reducir las reservas bancarias en el banco central. La medida alternativa de subir las tasas de interés que se pagan a las reservas igualándolas a las tasas de los valores gubernamentales de corto plazo, para inducir a los bancos a mantener las reservas, tiene el mismo efecto.⁷

⁵ Para una descripción gráfica de la ambigüedad del efecto monetario sobre la trayectoria de las tasas de interés en Estados Unidos, véase John H. Cochrane, "Is QE2 a Savior, Inflater or a Dud?", disponible en <http://www.bloomberg.com/news/2011-06-02/is-qe2-a-savior-inflater-or-a-dud-business-class.html>. Algunas razones para dudar sobre el estímulo monetario en la economía son expuestas por Frederic S. Mishkin, "Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis", NBER Working Paper No. 16755, febrero de 2011.

⁶ Véase, por ejemplo, Ben S. Bernanke, "Statement before the Committee on Financial Services", U.S. House of Representatives, julio 13 de 2011.

⁷ Este argumento es ampliamente desarrollado por Robert J. Barro, "Thoughts on QE2", disponible en <http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2010/11/qe2>

Otras opciones de política económica

Además de la posible instrumentación de una nueva fase de relajamiento cuantitativo, diversos analistas han postulado la necesidad de otras medidas para contrarrestar el débil desempeño económico en los países industrializados. La primera consiste en nuevos programas de estímulo fiscal mediante más gasto público y reducciones tributarias. En vista de la trayectoria insostenible de la deuda pública respecto del producto, proyectada para Estados Unidos y otras naciones avanzadas, los proponentes de esta opción combinan sus medidas con un programa de consolidación fiscal de largo plazo que inicie dentro de unos años.

Aunque podría parecer atractiva, esta iniciativa enfrenta la limitación de la credibilidad del ajuste fiscal futuro toda vez que las autoridades actuales deciden no absorber los costos de las medidas de austeridad necesarias en el presente. De hecho el ajuste fiscal para empezar a estabilizar la dinámica de la deuda pública probablemente tendrá un impacto negativo en el corto plazo sobre tales economías.

Una segunda opción ha sido, desafortunadamente, el renacimiento de la vieja idea de la supuesta deseabilidad de un objetivo de mayor inflación, ya sea para impulsar el producto nominal de la economía, o enfrentar mejor la “trampa de la liquidez” o diluir el elevado nivel de deuda pública. Las inconveniencias de esta propuesta son múltiples, pero la más importante es ignorar las lecciones del pasado. Una política monetaria orientada a generar más inflación puede impulsar el PIB nominal pero no necesariamente el real, por ejemplo si la inflación es perfectamente anticipada. Como mencioné, el ejercicio del QE ha descartado que la política monetaria termine cuando la tasa de interés llega a cero. Por su parte, la dilución inflacionaria de la deuda, además de ser tremendamente inequitativa, daña la credibilidad de los compromisos del Gobierno y eleva el costo del financiamiento de su deuda. En cualquier caso, el banco central puede perder su capacidad de controlar la inflación.

Una tercera opción, que parece más razonable, es la posibilidad de identificar los factores de fondo que explican el bajo crecimiento económico y buscar

corregirlos. Una posibilidad es que algunas medidas de política económica estén teniendo el efecto colateral no deseado de frenar los ajustes necesarios en la economía, por ejemplo la caída en los precios de los bienes raíces hacia su nuevo equilibrio o el reconocimiento de la baja calidad crediticia hipotecaria en algunas instituciones, para reiniciar una recuperación más vigorosa. Otra posibilidad es que la mayor intervención gubernamental y la incertidumbre sobre las política económicas futuras estén resultando en un ambiente menos favorable para los negocios.

Algunas lecciones para México

El carácter relativamente acotado de la crisis financiera en Mexico, en gran medida como resultado de una mínima exposición de los intermediarios financieros nacionales a los activos de alto riesgo extranjeros, permitió que la banca no registrara pérdidas, los mercados financieros no sufrieran interrupciones en su funcionamiento y, por todo ello, se excluyó la necesidad de considerar el aumento del balance del Banco de México para proveer liquidez. Asimismo, el proceso de convergencia en marcha a la meta de inflación limitó la baja de las tasas de interés, haciendo innecesaria la aplicación de medidas monetarias no convencionales en nuestro país.

Por otra parte, la prudencia de las acciones fiscales que, buscando actuar de manera contra cíclica afectó de forma moderada la deuda pública, generó certidumbre en la economía. En retrospectiva, estas acciones parecen haber sido las adecuadas, ya que permitieron a la economía absorber el impacto del choque externo sin comprometer las decisiones futuras del Gobierno.

La experiencia de las naciones industrializadas revela que las medidas de emergencia para proveer liquidez fueron necesarias en la crisis aunque, obviamente, hubiera sido preferible haber contado con mejores reglas y supervisión financiera prudencial para prevenirla. Asimismo, no es claro el impacto que la política monetaria extraordinariamente laxa esté ejerciendo sobre la producción, además de que las acciones para revertirla probablemente

serán complejas. Por su parte, la política fiscal expansiva que pone en riesgo la estabilidad de la deuda pública en el futuro, requiere un considerable esfuerzo de corrección lo que generará un posible efecto adverso sobre la actividad económica.

Comentarios finales

La política monetaria de los bancos centrales se amplió frente a la crisis global para atender los requerimientos de liquidez y mantener el funcionamiento de la economía. Los costos en términos de “riesgo moral” generados por la intervención son probablemente menores que los que hubieran ocurrido sin la misma, al menos en el corto plazo. Sin embargo, es menos claro el impacto favorable que ha tenido el relajamiento cuantitativo sobre la economía. Los costos no son conocidos porque la expansión de los balances de los bancos centrales no tiene precedente y su ajuste para evitar presiones de inflación en el futuro puede ser complicado.

La opción de más inflación propuesta por algunos comentaristas minimiza costos muy significativos y la de un mayor estímulo fiscal parece limitada ante la necesidad de consolidar la débil situación de finanzas públicas de los países avanzados. Parece más prometedora la alternativa de identificar las posibles razones de fondo del menor crecimiento económico con el fin de eliminarlas y, de esta forma, propiciar el regreso a la senda de expansión secular de la economía.

Finalmente, nuestro país continuará beneficiándose si mantiene una visión clara de largo plazo, sin privilegiar ganancias efímeras cuyo costo futuro sea desproporcionado, sino avanzando en la aplicación de políticas que impulsen el crecimiento económico sostenido.