



¿Es efectiva la política monetaria durante las crisis financieras?¹

Oscar Leonel Herrera Velásquez²

Introducción

Desde agosto de 2007, la Reserva Federal ha implementado una política monetaria agresiva frente a la peor crisis financiera que los Estados Unidos (EE UU) ha experimentado desde la Gran Depresión, disminuyendo la tasa objetivo de fondos federales de 5.25% en septiembre de 2007 a un rango de entre 0% y 0.25% en diciembre de 2008. A pesar de la sustancial declinación en dicha tasa de interés y en la tasa de bonos del tesoro, el costo del crédito tanto para los hogares como para las empresas ha aumentado. Asimismo, desde septiembre de 2007, las tasas de interés correspondientes a los instrumentos de deuda más riesgosos, han experimentado un agudo incremento. También desde esa misma fecha, las tasas de interés para los bonos corporativos aumentaron en 200 puntos básicos, en tanto que la tasa de interés para los bonos tipo “junk”³ aumentó cerca de 1,000 puntos básicos. Los ajustes en los estándares de crédito y el incremento del costo del mismo para las familias y las empresas, a pesar de las facilidades que brindó la política monetaria, han suscitado un punto de vista común entre los especialistas acerca de que la política monetaria no fue efectiva durante la reciente crisis financiera. El recién laureado con el Premio Nobel de Economía, Paul Krugman,⁴ expresó en su columna del *New York Times*:

“Actualmente estamos en el reino de lo que llamo la economía de la depresión. Es una situación como la ocurrida en los años 30, años en los que las herramientas usuales de política monetaria (haciendo recortes a la tasa de interés) han perdido toda su capacidad”



Más aún, este punto de vista también fue expresado por algunos miembros del Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto,⁵ indicando:

“Algunos miembros estamos de acuerdo en que los recortes en la tasa de fondos federales pudieron haberse diluido a causa de la disfuncionalidad persistente en el mercado financiero, sugiriendo que las acciones adicionales de la política monetaria pudieran haber sido ineficaces en promover una recuperación económica”.

Estas opiniones expresadas son de nuevo las discusiones keynesianas sobre la ineficacia de la política monetaria durante el período de la Gran Depresión. Debido a los shocks en los mercados de crédito derivado de la crisis financiera, la discusión actual es acerca de que la política monetaria es incapaz de bajar el costo del crédito. El autor sostiene en este artículo que tal punto de vista está mal interpretado. La visión de que la política monetaria es ineficaz durante una crisis financiera es altamente peligrosa porque esto conduce a dos conclusiones. Primero, si la política monetaria es ineficaz, entonces no existe razón alguna en utilizarla para hacerle frente a la crisis. En segundo lugar, la política monetaria durante una crisis es contraproducente porque puede debilitar la credibilidad de las autoridades monetarias en cuanto a

¹ Resumen y traducción libre del documento: “Is monetary policy effective during financial crises?”, Frederic S. Mishkin, *American Economic Review: Papers & Proceedings* 2009, 99:2, 573–577.

² Experto Económico del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala

³ Se denomina así a los bonos calificados de BB para abajo, debido a su alto riesgo de default. También llamados “bonos especulativos”.

⁴ Paul Krugman, “Depression economics returns”, *New York Times*, November 14, 2008.

⁵ En idioma inglés: Federal Open Market Committee (FOMC).

Contenido

¿Es efectiva la política monetaria durante las crisis financieras?

preservar el objetivo inflacionario. En ese sentido, el autor discrepa fuertemente con ambas conclusiones y sostiene que, por el contrario, las crisis financieras del tipo que se han estado experimentando proveen fuertes argumentos, incluso, para una política monetaria más agresiva.

1. Inestabilidad financiera y riesgo macroeconómico

El sistema financiero realiza la función de canalizar fondos de manera eficiente hacia individuos o empresas con oportunidades de inversión, por medio de la captura y el procesamiento de la información. Aunque los mercados financieros y las instituciones se ocupen de un gran volumen de información, algo de esta información es de naturaleza asimétrica; es decir, una de las partes de los contratos financieros (típicamente el prestamista) tiene menos información precisa acerca de la distribución de probabilidad del comportamiento del prestatario. Históricamente los bancos y otros intermediarios financieros han desempeñado un papel importante en la reducción de las asimetrías de información, en parte porque tales instituciones han tenido una relación de largo plazo con sus clientes. La continuidad de este flujo de información es crucial en el proceso de la determinación de precios (la capacidad de los participantes del mercado para determinar el valor fundamental de cada activo financiero). Durante los períodos de estrés financiero, sin embargo, se interrumpen los flujos de información y se deteriora el proceso de determinación de los precios. Los altos spreads por riesgo y la resistencia a comprar activos son características propias de tales episodios, como una respuesta natural a la creciente incertidumbre resultante de la interrupción de la información.

Dos tipos de riesgos son particularmente importantes para entender la inestabilidad financiera. El primero, es el que se refiere al riesgo de la valuación: dada la complejidad de un título o la poca información acerca de

su capacidad acreedora subyacente, el mercado enfrenta problemas para la determinación de su verdadero valor. De hecho, este tipo de riesgo fue fundamental a la hora de reevaluar productos estructurados durante la agitación del mercado financiero del último año, cuando los inversionistas intentaban entender cómo las potenciales pérdidas en el mercado de hipotecas “*subprime*” pudieron filtrar las complejas capas que tales productos exigen. El segundo tipo de riesgo para la comprensión de la estabilidad financiera es el riesgo macroeconómico, que consiste en la probabilidad de que una quiebra financiera cause un deterioro significativo en la economía real. Particularmente, las tensiones en los mercados financieros pueden desbordarse a la economía como un todo y pueden tener consecuencias adversas sobre la producción y el empleo. Además, un descenso en la actividad económica tiende a generar incluso mayor incertidumbre sobre los valores de los activos, lo cual podría iniciar una espiral adversa en la cual las quiebras financieras frenan la actividad económica; tal situación podría llevar a una mayor incertidumbre y a acrecentar las quiebras financieras, causando de nuevo más deterioro en la actividad económica, y así sucesivamente. Este fenómeno es conocido generalmente como al acelerador financiero (Ben Bernanke y Mark Gertler, 1989; Bernanke, Gertler, y Simon Gilchrist, 1996).

Un elemento clave del mecanismo del acelerador financiero lo constituye la calidad de los estados financieros de los prestatarios, dado que algunos de sus activos sirven como colaterales de sus pasivos. El uso de colaterales ayuda a atenuar el problema de la información asimétrica. Sin embargo, un descenso en la actividad económica tiende a disminuir el valor de muchas formas de colaterales, exacerbando el impacto de las fricciones en los mercados de crédito y reforzando la propagación de la espiral adversa.

2. Características de la reciente crisis financiera

La reciente crisis financiera tiene muchas características en común con crisis de este tipo que han ocurrido a través de la historia. Como en muchas crisis anteriores, la actual ha tenido tres factores de precipitación: 1) mala gestión en la innovación financiera, 2) estallido de una burbuja de precios en el mercado inmobiliario, y 3) deterioro en las hojas de balance de las instituciones financieras. La innovación financiera tiene el potencial para hacer un sistema financiero más eficiente, pero en el episodio reciente, las innovaciones financieras, en los mercados de hipotecas “*subprime*” y de productos estructurados, terminaron por ser destructivas. Tales innovaciones fueron acompañadas por un débil análisis de riesgo. Esto aumentó la complejidad de los productos financieros

Director	Producción
Oscar Roberto Monterroso Sazo	Sergio A. Hernández R. Leonel Enrique Dubón Q.
Consejeros	Edición
Antonieta Gutiérrez	Juan Francisco Sagúí Argueta
Sergio Francisco Recinos R.	
	Arte y Diagramación
Coordinador	Juan Manuel Colorado H.
Ivar Ernesto Romero Ch.	Pedro Marcos Santa Cruz L.

NOTAS MONETARIAS es un órgano divulgativo de información económico-financiera actualizada, de periodicidad bimestral y distribución gratuita. De aparecer colaboraciones especiales, sus autores serán entera y exclusivamente responsables por sus opiniones y, de consiguiente, éstas no reflejarán la posición oficial del Banco de Guatemala, a menos que ello se haga constar de modo expreso. Es libre la reproducción de los artículos, gráficas y cifras que figuren en esta publicación, siempre que se mencione la fuente. Toda correspondencia deberá dirigirse a: **NOTAS MONETARIAS** del Banco de Guatemala, 7a. avenida, 22-01, zona 1, Ciudad de Guatemala, Código Postal No. 01001.

de modo que fueran cada vez más difíciles de valorar (Gary Gorton, 2008). El debilitamiento de los estándares de emisión en el mercado de hipotecas “*subprime*” fue también exacerbado por la burbuja de precios en el mercado inmobiliario, debido a que mientras los precios en dicho mercado aumentaban, los defaults en los préstamos hipotecarios “*subprime*” eran bajos. Cuando la burbuja inmobiliaria estalló en 2007, la fermentación en el sistema financiero comenzó a ser revelada. Por su parte, la disminución de los precios en el mercado inmobiliario condujo a que muchos prestatarios del mercado hipotecario “*subprime*” encontraran que el valor de sus casas había caído por debajo del valor de la hipoteca, como consecuencia, comenzó a aumentar el número de defaults en tales préstamos hipotecarios, lo cual reveló asimismo los problemas de los productos estructurados de crédito. Cuando el valor de los títulos hipotecarios y de los productos estructurados de crédito colapsó, se generó una aguda caída en el número de emisiones de tales títulos en los bancos y otras instituciones financieras. Consecuentemente, comienza a generarse el deterioro de los balances de las instituciones financieras conduciendo a un proceso por medio del cual disminuye el crédito bancario junto con el gasto de consumo y de inversión, dando por resultado una contracción en la actividad económica. El debilitamiento de la economía y la disminución resultante en la demanda agregada llevó a un índice de disminución más rápido de los precios en el mercado inmobiliario, que causó aún más deterioro en los balances de las instituciones financieras. El resultado fue una espiral muy adversa de forma no lineal con riesgos macroeconómicos sustancialmente altos.

La combinación de un aumento en la valuación de riesgos y de los problemas de los productos estructurados de crédito, junto con el aumento en el riesgo macroeconómico, condujo a una falta enorme de crédito que se propagó por todo el mundo. Por su parte, la crisis financiera comenzó una segunda fase más virulenta, después de la bancarrota de Lehman Brothers y del casi default de AIG en septiembre de 2008. Esto generó un desplome acelerado de la bolsa el 6 de octubre de ese año, el peor declive histórico de la bolsa en los EE UU en una sola semana. Los spreads de crédito entre las tasas del mercado de T-bills y las del mercado Eurodólar (TED), lo cual es una buena medida de liquidez en el mercado interbancario, alcanzaron su punto máximo, pasando de alrededor de 40 puntos básicos antes de la crisis a 450 puntos básicos durante la crisis, el valor más alto en su historia. El resultado de spreads de crédito más altos ocurrió a pesar del agresivo recorte en la tasa de fondos federales. La difícil situación en el mercado de crédito condujo a que la economía entrara en la

cola de la espiral recesiva y aún está en medio de ella.

3. ¿Es inefectiva la política monetaria?

¿El hecho de que el costo del crédito haya aumentado en medio de la facilidad de una política monetaria agresiva, podría indicar que dicha política fue ineficaz durante el episodio de crisis financiera? La respuesta es No. Para ver esto, consideremos qué hubiese pasado si la Reserva Federal no hubiera recortado agresivamente la tasa de política durante la crisis actual. En ese caso, el riesgo de valuación habría permanecido ciertamente más alto porque una política monetaria restrictiva no hubiese hecho más fácil valorar los títulos al reducir la incertidumbre de los mismos haciendo más fácil determinar el riesgo de crédito. Por otro lado, una política monetaria restrictiva habría llevado seguramente a un riesgo macroeconómico más alto, por medio de los canales usuales de gasto y de inversión, con lo cual probablemente el descenso en la actividad económica habría sido más severo, lo que a su vez hubiese generado una mayor incertidumbre sobre el valor de los activos. Esto hubiese conducido a una crisis financiera mucho peor, y así sucesivamente.

Asimismo, si la Reserva Federal no hubiera recortado agresivamente la tasa de política, el resultado habría derivado en tasas de interés más altas sobre los bonos cero riesgo como los T-Bill's y un aumento sustancial en el riesgo macroeconómico con spreads de crédito mucho más altos. Las tasas de interés relevantes a las decisiones de las familias y las empresas entonces habrían sido mucho más altas que las que se observan actualmente. El gasto agregado por lo tanto habría sido más bajo y la recesión actual sería mucho más severa, lo cual hubiese sido mucho más costoso de resolver. Esta lógica indica que la política monetaria no sólo fue efectiva sino también fue aún más potente que durante tiempos de calma: permitiendo tasas más bajas sobre bonos riesgo cero y, como consecuencia, spreads de crédito más bajos. La discusión, sin embargo, no gira en torno a si la política monetaria puede compensar el efecto contractivo de una masiva interrupción financiera en los mercados de crédito. Sin embargo, esta misma razón es por la que los bancos centrales deben estar preocupados al generar los incentivos para proveer la liquidez necesaria.

Según el autor, las inyecciones de liquidez de la Reserva Federal, que han ampliado su hoja de balance por más de un trillón de dólares, han sido extremadamente útiles en cuanto a que han limitado bastante el impacto de la crisis financiera. Para regresar a un buen funcionamiento del sistema financiero, las instituciones financieras necesitarán ser recapitalizadas lo suficiente de modo que

tengan los incentivos necesarios para otorgar créditos con oportunidades de inversión productiva. Por otra parte, tanto los economistas como los políticos alrededor del mundo han venido coincidiendo en la necesidad de implementar estímulos fiscales para salir de la recesión. Por supuesto, el monto por estímulos fiscales debe ser tal que su impacto máximo sea de corto plazo, sin que las presiones fiscales futuras sean insostenibles.

4. La racionalidad de una política monetaria agresiva durante la crisis financiera

Tal como se mencionó, los períodos de inestabilidad financiera están caracterizados por riesgo en la valuación de activos y riesgo macroeconómico. En ese sentido, la política monetaria no puede tener como objetivo el reducir al mínimo el riesgo de valuación, pero sí puede reducir el riesgo macroeconómico por medio de una política monetaria agresiva que compense los efectos negativos de la agitación financiera sobre la actividad económica. Dicha política podría incluir herramientas tales como los recortes en las tasas de interés con derecho preferente, así como usar las herramientas no convencionales de la política monetaria. La resultante reducción en la incertidumbre puede facilitar que los mercados recopilen información para facilitar la determinación de precios, lo cual acelera la vuelta al funcionamiento normal del mercado. Sin embargo, un peligro latente al implementar una política monetaria de esta naturaleza es que puede desanclar las expectativas de inflación. Esta situación podría conducir a una inflación significativa en el futuro, dado que el comportamiento de la inflación está influenciado por las expectativas de largo plazo de los agentes económicos (Mishkin 2007). Por lo tanto, una política de facilitación monetaria agresiva puede ser contraproducente, si tal acción conduce a un aumento de las expectativas de inflación, es decir, la flexibilidad de actuación de una política con derecho preferente para contrarrestar una crisis financiera presume que las expectativas de inflación estén bien ancladas, principalmente durante el período de facilitación monetaria.

¿Cómo puede un banco central mantener ancladas de manera sólida las expectativas inflacionarias ante un escenario de facilidades monetarias para enfrentar una crisis financiera? En ese caso, el banco central tiene que haber previamente ganado credibilidad en los mercados financieros y en el público en general por medio del récord de sus acciones previas en cuanto a mantener un nivel estable de inflación. Además, debe comunicar claramente, por medio de un análisis razonado, sus acciones de política. Adicionalmente, es más probable que las expectativas de inflación sigan ancladas si los bancos centrales comunican que serán flexibles en la

dirección opuesta, incrementando la tasa de interés rápidamente al darse una recuperación pronta en los mercados financieros o si hay un cambio ascendente en las proyecciones de inflación futura. De esta manera el banco central puede demostrar que está preparado para revertir rápidamente sus acciones de política monetaria implementadas como consecuencia de una crisis financiera.

5. Conclusión

La falacia de que la política monetaria es ineficaz durante una crisis financiera es peligrosa porque puede promover la inacción de dicha política cuando la misma es necesaria. El autor sostiene que, por el contrario, la política monetaria es más potente durante una crisis financiera porque puede lograr que los conductos adversos sean menos probables. El hecho de que la política monetaria sea más potente durante tiempos normales refuerza el enfoque de que el manejo de riesgo de la política monetaria durante la crisis financiera es menos inercial. También dicha política podría estar preparada para regresar rápidamente en respuesta a una pronta recuperación de los mercados financieros o a los cambios en los riesgos de inflación.

Referencias

- Bernanke, Ben S., and Mark Gertler (1989). "Agency costs, net worth and business fluctuations", *American Economic Review*, 79(1): 14–31.
- Bernanke, Ben S., Mark Gertler, and Simon Gilchrist (1996). "The financial accelerator and the flight to quality", *Review of Economics and Statistics*, 78(1): 1–15.
- Board of Governors of the Federal Reserve System (2008). "Minutes of the Federal Open Market Committee, October 28–29", <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/fomcminutes20081029.pdf>.
- Gorton, Gary B. (2008). "The panic of 2007", *National Bureau of Economic Research Working Paper* 14358.
- Mishkin, Frederic S. (2007). "Inflation dynamics", *International Finance*, 10(3): 317–34.
- Mishkin, Frederic S. (2008). "Monetary flexibility, risk management and financial disruption", Speech, *Federal Reserve Bank of New York*, New York, New York, January 11, 2008. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/mishkin20080111a.htm>.
- Mishkin, Frederic S. Forthcoming. "Chapter 9: financial crises and the subprime meltdown" In *The economics of money, banking and financial markets*. 9th ed. Boston: Pearson-Addison Wesley.
- Woodford, Michael (2003). "Interest and prices: foundations of a theory of monetary policy", Princeton: Princeton University Press.