

Las políticas monetarias heterodoxas en el contexto de la Gran Recesión. Un comparativo entre el Sistema de la Reserva Federal y el Banco Central Europeo

(Recibido: 28/noviembre/2015 –Aceptado: 13/abril/20163)

Gerardo García Muñoz^{}*
*Rodolfo Baeza Ortiz^{**}*

Resumen

En este trabajo se investiga el papel de la política monetaria implementada por los Estados Unidos y la zona del euro, en el contexto de la Gran Recesión, iniciada en 2008 con la crisis del sector hipotecario de E.U. En este sentido, los instrumentos de política monetaria heterodoxa aparecen como medidas importantes para contrarrestar los efectos adversos de dicho episodio. Asimismo, se analizan las principales diferencias entre las medidas aplicadas por el Sistema de la Reserva Federal (FED) y el Banco Central Europeo (BCE), y los resultados obtenidos en sus respectivas economías.

Palabras Clave: Política monetaria heterodoxa, QE, LTRO, FED, BCE. Gran Recesión.

Clasificación JEL: E52, E58.

^{*} Profesor-Investigador del Departamento de Economía de la UAM-A.

^{**} Licenciado en Economía por UAM-A. Actualmente se desempeña como funcionario de la Comisión Nacional de Ahorro para el Retiro, CONSAR.

Introducción

La Gran Recesión, nombre con el cual se conoce al periodo que inicia con la crisis financiera del sector inmobiliario de Estados Unidos en el año de 2008, representa un nuevo paradigma para las naciones capitalistas contemporáneas. Por muchos años las crisis económicas se habían gestado en los países menos desarrollados y se argumentaba que eran resultado de las malas prácticas e ineficiencias características del subdesarrollo. Los episodios de crisis en la periferia eran muy comunes y generalmente no eran vistos como el resultado de la propia dinámica del modelo de libre mercado, sino más bien como situaciones locales ocasionadas por malas liberalizaciones financieras, excesivo endeudamiento, inestabilidad política, entre otras causas. Sin embargo, es la reciente crisis la que pone en entredicho la eficiencia del libre mercado en los países tanto desarrollados como en vías de desarrollo.

La Gran Recesión no inicia en la frontera del mundo capitalista, ni en un país en condiciones de retraso económico, pobreza o marginación, comienza en el centro mismo de la economía mundial capitalista: los Estados Unidos. Dado el proceso de globalización y el grado de interconexión entre los países, esta crisis se expandió, afectando a todos los países del orbe y exacerbándose en algunas economías desarrolladas, las cuales se han encontrado limitadas para contrarrestarla con las herramientas convencionales de política económica, en particular los instrumentos monetarios.¹

Es así que las tasas de interés en algunos países se mostraron en niveles históricamente bajos sin manifestar impactos positivos en sus economías.² Para el año de 2007 las tasas de interés de referencia, tanto de la Reserva Federal (FED) como del Banco Central Europeo (BCE), se encontraban rondando niveles del 5%, y para 2009 estas tasas se redujeron hasta niveles de entre 0 y 1%, esto con el objetivo de impulsar el crecimiento económico y abatir el desempleo. Sin embargo, en la práctica el objetivo no se logró. Dicha situación originó la implementación de medidas de política monetaria no convencionales o “heterodoxas”, con el objetivo de impulsar la actividad económica y salir de la crisis.

De este modo, en noviembre de 2008, Estados Unidos implementó la primera medida de política heterodoxa con el llamado Quantitative Easing (QE), traducido como “flexibilización cuantitativa” o estímulos monetarios. Esta medida consistió en inyectar directamente dinero en la economía a través de la compra

¹ Cabe aclarar que el presente trabajo hace abstracción de la política fiscal, aunque es claro el uso del gasto público y la tasa impositiva, en el caso de Estados Unidos, como instrumentos para salir de la crisis.

² En teoría monetaria a este fenómeno se le conoce como trampa por la liquidez.

de bonos del Gobierno Federal y valores respaldados por activos. Esto resultó un duro golpe para los defensores de la ortodoxia monetaria, ya que según esta última corriente el resultado sería una elevada inflación; Además de que era algo nunca antes visto en Estados Unidos.

A partir de este hecho sin precedentes, los Bancos Centrales de algunos países también comenzaron a aplicar medidas de corte heterodoxo en sus economías. Estas políticas han logrado resultados muy heterogéneos, donde la magnitud de las políticas, las características de los países, la velocidad y el vigor con que se han llevado a cabo han determinado la eficiencia y grado de efectividad de cada una de ellas.

En este sentido, el objetivo central del presente trabajo es llevar a cabo un análisis comparativo de las políticas monetarias implementadas durante el periodo 2009-2014 por la Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco Central Europeo, para contrarrestar los efectos de la Gran Recesión; esto, bajo la hipótesis de que las economías cuyos bancos centrales realizaron políticas heterodoxas más agresivas y de mayor magnitud, han logrado encaminarse de mejor manera hacia la recuperación económica. Para tal efecto, se comienza con un marco referencial general en torno a la tipología de las herramientas de política monetaria. En segundo lugar, se exponen las principales diferencias financieras estructurales entre Estados Unidos y la zona del euro. Enseguida se estudian las principales herramientas de política monetaria aplicadas por la Reserva Federal de Estados Unidos y el Sistema Europeo de Bancos Centrales. Posteriormente se revisan algunos resultados obtenidos desde su implementación hasta fechas recientes. Por último, se presentan las conclusiones y consideraciones finales del trabajo.

2. La ortodoxia y la heterodoxia monetaria

Como ya se hizo mención, la crisis financiera internacional iniciada en 2007 fue originada en Estados Unidos y es considerada la más profunda después de la Gran Depresión de 1929-1933. La reciente crisis, ahora conocida como la Gran Recesión, ha provocado un replanteamiento por parte de los bancos centrales del mundo en la concepción y ejecución de la política monetaria convencional.

En una economía dineraria de intercambio, se denomina oferta monetaria a la cantidad de dinero en circulación.³ En la mayoría de las economías, al control de la oferta monetaria se llama política monetaria. Asimismo, en muchos países el

³ En economía, se define como dinero a la cantidad de activos más líquidos, es decir, que pueden utilizarse de manera fácil en las transacciones.

control de la oferta monetaria queda delegado al banco central, el cual se recomienda tenga plena independencia del gobierno.⁴ De manera convencional, el banco central controla la oferta monetaria a partir de ciertas herramientas o instrumentos. Los tres instrumentos que el banco central dispone para controlar indirectamente la oferta monetaria, y por tanto de política monetaria son: las operaciones de mercado abierto, las reservas exigidas y el tipo de descuento.⁵

En adición a lo anterior, la teoría que tradicionalmente explica cómo afecta la cantidad de dinero a la economía es la llamada teoría cuantitativa del dinero.⁶ Dicha teoría describe, bajo ciertos supuestos, la relación entre cantidad de dinero (M), velocidad del dinero (V) y el PIB nominal (PY).⁷ Suponiendo que la velocidad del dinero es constante, la teoría cuantitativa del dinero explica la relación entre cantidad de dinero y otras variables económicas como los precios y la renta. En este sentido...

“...la teoría cuantitativa del dinero establece que el banco central, que controla la oferta monetaria, tiene el control último de la tasa de inflación. Si el banco central mantiene estable la oferta monetaria, el nivel de precios se mantiene estable. Si eleva rápidamente la oferta monetaria, el nivel de precios sube rápidamente.”⁸

Con base en lo anterior, la función principal de un banco central es tratar de lograr la estabilidad macroeconómica, es decir conseguir un crecimiento estable de la economía, evitando grandes oscilaciones; y mantener la inflación controlada. Su segunda función es mantener la estabilidad financiera, buscando que el sistema financiero funcione con normalidad y tratar de prevenir o mitigar los pánicos o las crisis financieras.⁹

La política monetaria efectuada por los bancos centrales, es capaz de afectar otras variables de la economía a través de los llamados mecanismos de transmisión, los cuales hacen que las autoridades monetarias tengan injerencia en la demanda agregada a través de sus políticas expansivas o contractivas.

Como ya se hizo mención, existen herramientas de política monetaria utilizadas por los bancos centrales. 1) Las operaciones de mercado abierto, que consisten principalmente en la compra y venta de valores gubernamentales con

⁴ Ejemplos de bancos centrales son: Banco de México, Reserva Federal, Banco de España, Banco Central Europeo, entre otros.

⁵ Mankiw 2006.

⁶ David Hume (1711-1776), fue uno de los primeros teóricos monetarios que desarrollaron los primeros estudios de las causas por las que el dinero afecta a la economía a largo plazo.

⁷ En su versión más conocida: $M\bar{V} = PY$.

⁸ Mankiw (2006).

⁹ Bernanke (2014).

el objetivo de retirar o inyectar la liquidez; 2) Por otra parte, con la ventanilla de descuento el banco central realiza préstamos a los bancos comerciales, lo cual también se traduce en una mayor o menor cantidad de dinero en circulación; 3) Los requisitos de reserva, los cuales son las reservas mínimas que el banco central exige que tengan los bancos privados; y 4) El interés sobre reservas, el cual es una herramienta que permite a los bancos centrales influir en el nivel de reservas de los bancos comerciales cuando estas se encuentren en niveles muy por encima de los requerimientos mínimos.¹⁰

Dicho lo anterior, si un banco central decide realizar una política monetaria expansiva, por ejemplo, reduciendo su tasa de interés de referencia, y con ello afectando a los demás tipos de interés de mercado, los efectos esperados derivados de la existencia de los mencionados canales de transmisión serían los siguientes:

- Aumento en la deuda: Las empresas tendrían el incentivo a endeudarse dado que les sería más barato financiarse, principalmente a través de bonos.
- Ampliación de las exportaciones netas: Dada la reducción en las tasas de interés, el país es menos atractivo para los capitales, lo cual provoca que los flujos de inversiones se dirijan a países con mayores rendimientos, lo que conlleva a un debilitamiento de la moneda local incentivando las exportaciones y encareciendo las importaciones.
- Elevación del precio de las acciones: La disminución en las tasas de interés reduce el rendimiento de los bonos, con lo cual las acciones resultan más atractivas, provocando un aumento de sus precios.¹¹
- Aumento de la riqueza: Cuando el precio de las acciones sube, el valor de la riqueza financiera aumenta, y con esta los recursos de los consumidores, lo que también incentiva al consumo y la demanda agregada.
- Incremento de los préstamos bancarios: Debido a la baja de tasas de interés, las reservas y depósitos bancarios aumentan, los bancos, tienen más dinero disponible que se supone tratarán de colocar a través de préstamos, de esta forma se incentiva la inversión y se genera un impacto positivo en la demanda agregada.
- Mejora en los balances generales de las empresas: El aumento en el precio de las acciones de las empresas origina que aumente la riqueza de las empresas, lo que incentiva a que estas inviertan y contribuyan a aumentar la demanda agregada.

¹⁰ Mishkin (2014).

¹¹ Esta situación tiene su sustento teórico en la Teoría de la q de Tobin. Los mayores precios de las acciones, redundará en mayor inversión de las empresas debido a que el costo de sustitución de capital, resulta menor en comparación con el precio de mercado de las empresas.

- Aumento del flujo de efectivo: Este mecanismo de transmisión consiste en que el flujo de efectivo de las empresas aumenta debido a que las empresas les es más fácil hacerse llegar de más recursos monetarios a través de créditos, el aumento del precio de las acciones o de las ganancias de las nuevas inversiones; lo que también mejora los balances generales.
- Reducción de deuda relativa debido a subida de precios no anticipada: Debido a que se esperan presiones inflacionarias, la deuda que se contrae a tasa fija, resultará menor de la esperada debido a que surge un aumento de los precios que no se tenía previsto a la hora de contraer el préstamo. Mejoran los ingresos de las empresas porque suben los precios, y la deuda se reduce.
- Aumento del consumo de bienes duraderos y vivienda: Esta situación es ocasionada por el aumento del precio de las acciones, que al ser activos más líquidos, permiten a los consumidores tener un mayor respaldo ante imprevistos, y de esta manera destinar una mayor parte de su ingreso a bienes que son menos líquidos como los duraderos o las viviendas.

Queda expuesto que cuando un banco central decide emplear una política monetaria expansiva, estos canales de transmisión permiten afectar variables económicas importantes como el consumo, inversión, exportaciones netas, entre otras.

Antes de entrar en detalles de política monetaria no convencional, es importante resaltar que en teoría económica la heterodoxia (no convencional) se ha opuesto como crítica o alternativa a la ortodoxia (convencional). Sin embargo, cabe señalar que existe cierta subjetividad en esta clasificación. Es decir, la visión heterodoxa de la economía cambia en función de lo que se considera ortodoxo dependiendo del momento en el tiempo del que se esté hablando.¹² En este sentido, lo no convencional son todos aquellos planteamientos que surgen como una alternativa al planteamiento económico dominante en cierto momento del tiempo.¹³

Dicho lo anterior, las herramientas “convencionales” de política monetaria habrían funcionado relativamente bien a lo largo de su implementación por parte de los bancos centrales en variadas ocasiones. Sin embargo, a partir de la Gran Recesión, las limitantes de éstas se hicieron evidentes, sobre todo por la incapacidad de proveer una respuesta eficaz al problema de falta de crédito, originado por la llamada “trampa por la liquidez”. Esta situación se presenta cuando el precio del dinero, representado por la tasa de interés, es tan bajo que las personas prefieren

¹² Roberto Escalante, consultado en: <<http://www.economia.unam.mx/gaceta/pdfs/cuart28.pdf>>.

¹³ Se puede considerar heterodoxo a los planteamientos de Keynes en los años treinta, pero también a la economía política marxista, la síntesis neoclásica, el poskeynesianismo, el institucionalismo y el estructuralismo.

acumularlo en grandes cantidades en vez de ponerlo en proyectos productivos con cierto riesgo, es decir, colocarlo en préstamo a alguien más o gastarlo, por lo que en este caso una política monetaria tradicional expansiva no tiene ningún efecto para dinamizar la economía.¹⁴

En este contexto es que las herramientas de política monetaria no convencionales o “heterodoxas”, surgen y se instrumentan como una alternativa para sortear los efectos nocivos de la crisis financiera internacional de 2007. La primera vez que una medida no convencional es implementada en una economía, fue en marzo de 2001, por parte del Banco Central de Japón, el cuál trataba de atacar el problema de deflación que había experimentado el país en esa época. Esta medida consistió en realizar compras de mercado abierto de bonos públicos y de esta manera inyectar liquidez en el mercado.¹⁵

En términos generales, las políticas monetarias heterodoxas son medidas extraordinarias que aumentan y, por tanto, abaratan la financiación para los bancos, familias y empresas no financieras.¹⁶ Las principales medidas de políticas monetaria heterodoxa que han sido instrumentadas por diversos bancos centrales del mundo, desde la crisis de 2007 a la fecha son:

1. Política de cero tipos de interés
2. Política de tasas negativas de tipos de interés (tipos de depósitos negativos)
3. Relajación crediticia
4. Flexibilización cuantitativa (quantitative easing)
5. Orientación sobre la política monetaria. Con el objetivo de influir en las expectativas de los agentes económicos y de los mercados financieros.
6. Intervención ilimitada en el mercado de divisas y valores

Estas medidas no convencionales, han sido utilizadas por diversos bancos centrales del mundo, como son el Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos, el Banco de Inglaterra, el Banco del Japón, el Banco Central Europeo; algunas economías avanzadas más pequeñas como el Banco Nacional Suizo; e incluso algunas economías en desarrollo como Argentina o Venezuela.¹⁷

¹⁴ Keynes (1936)

¹⁵ García (2008)

¹⁶ Rafael Pampillón. ¿Qué son las políticas monetarias heterodoxas? Consultado en: Economy Weblog Economy Weblog <<http://economy.blogs.ie.edu/archives/2009/11/politicas-monetarias-heterodoxas.php>>.

¹⁷ Roubini, 2015. Consultado en: <<https://agenda.weforum.org/espanol/2015/02/03/las-politicas-monetarias-no-convencionales-aqui-para-quequedarse/>>.

Es claro que estas medidas se alejan del objetivo de estabilidad de la inflación y buscan objetivos alternativos como la tasa de crecimiento del PIB nominal, esto con la intención final de salvaguardar la estabilidad financiera y evitar una grave depresión económica.¹⁸

3. Las diferencias estructurales entre la zona del euro y Estados Unidos.

El Sistema de la Reserva Federal, mejor conocido como la FED, es el Banco Central de Estados Unidos, y fue creado por el Congreso de los Estados Unidos en diciembre de 1913 con el objetivo de ofrecer al país un sistema monetario y financiero más seguro, flexible y estable.¹⁹ Por su parte, El Banco Central Europeo (BCE), con sede en Fráncfort (Alemania), fue creado el primero de junio de 1998 como el banco central de la Unión Europea, y es el encargado de manejar la política monetaria de los 19 estados miembros de la zona del euro.²⁰ Trabaja con los bancos centrales de los 28 países de la Unión Europea que en conjunto conforman el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC).²¹

Es importante señalar que estos dos sistemas de banca central han utilizado herramientas de política monetaria distintas para intentar salir de la Gran Recesión. Dicha distinción radica principalmente en el hecho de contar con sistemas financieros estructuralmente disímiles y porque cuentan con mandatos constituciones diferentes.

El Banco Central Europeo tiene como único objetivo mantener la estabilidad de precios en la zona del euro, que reúna 19 países, y que cuentan con la peculiaridad de tener un sistema financiero en donde los bancos tienen un rol muy

¹⁸ Gual (2013). Consultado en <http://economia.elpais.com/economia/2013/02/15/actualidad/1360942794_514305.html>.

¹⁹ El Sistema de la Reserva Federal está compuesto por: La Junta de Gobernadores, los 12 Bancos regionales de la Reserva Federal, el Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto y los bancos miembros (son bancos privados que poseen acciones de alguno de los 12 Bancos de la Reserva Federal). <<http://www.federalreserve.gov/>>.

²⁰ Participan en la moneda única los siguientes Estados miembros de la Unión Europea: Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Países Bajos y Portugal.

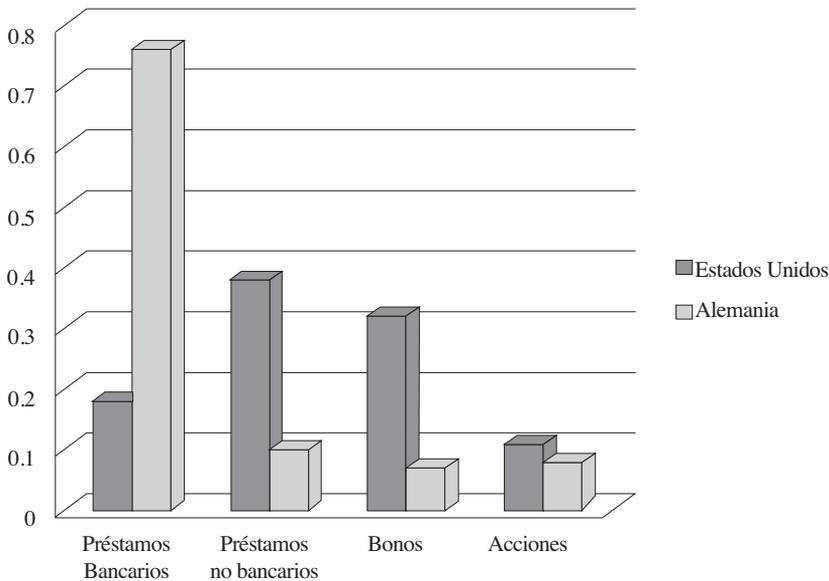
No participan en la moneda única los siguientes Estados miembros de la Unión Europea: Bulgaria, República Checa, Dinamarca, Croacia, Hungría, Polonia, Rumanía, Suecia y Reino Unido. <http://europa.eu/index_es.htm>.

²¹ El Eurosistema está compuesto por el Banco Central Europeo (BCE) y los bancos centrales nacionales (BCN) de los Estados miembros de la UE cuya moneda es el euro, mientras que el SEBC está integrado por el BCE y los BCN de la totalidad de Estados miembros de la UE (apartado 1 del artículo 282 del Tratado). La distinción entre Eurosistema y SEBC se mantendrá en tanto existan Estados miembros que no hayan adoptado el euro. <http://europa.eu/index_es.htm>.

relevante en el financiamiento de las actividades empresariales.²² Por su parte, la Reserva Federal de Estados Unidos se plantea como objetivos de política monetaria los siguientes tres: 1) mantener el pleno empleo en la economía, 1) la estabilidad de los precios y, 3) defender moderados tipos de interés a largo plazo.

En la Gráfica 1 se presenta el comparativo de la participación que tienen los bancos comerciales en el sistema financiero de Estados Unidos y el de Alemania, país miembro de la zona del euro.²³ Se puede apreciar una clara diferencia estructuralmente relevante. Mientras que en Estados Unidos, las empresas para financiarse recurren principalmente a los préstamos no bancarios, las empresas en Alemania re-

Gráfica 1
Fuentes de fondos externos para empresas no financieras para Estados Unidos y Alemania. Porcentajes del total



Fuente: Elaboración propia con datos de Mishkin, (2014:163). Los datos son de 1970-2000 y son flujos brutos como porcentaje del total.

²² Es importante resaltar, que el presente artículo analiza a la zona del euro y no a la Unión Europea, ya que son solamente los países de la zona del euro los que su política monetaria está regida por el Sistema Europeo de Bancos Centrales.

²³ Aunque Alemania es sólo un miembro de la zona del euro, su economía representa el 28% del total de la zona para 2013, además de que la ciudad alemana de Fráncfort es considerada la capital financiera de la Unión Europea, por lo que su estructura es representativa del sistema financiero en Europa Continental.

curren primordialmente a financiarse a través de préstamos bancarios. Esta diferencia resulta esencial para comprender la dirección y objetivo de los esfuerzos de política monetaria, así como el tipo e intensidad de instrumentos monetarios.

Como se puede apreciar, mientras que en Estados Unidos utilizar una herramienta que se dirija hacia los bancos comerciales resultaría poco eficaz, suponiendo dejar de lado los componentes más importantes del sistema financiero estadounidense que son la banca en la sombra y el mercado de dinero; en el caso de Alemania, una política que impacte a las Bolsas de Valores no tendría un gran efecto en el sistema financiero.

Es por esto que mientras en febrero de 2012 el BCE aumentó los créditos hacia los bancos comerciales de la zona del euro a través de sus Operaciones de Refinanciación a Largo Plazo (LTRO), en septiembre de ese mismo año la FED implementó el llamado QE3 en el cual por primera vez en la historia esta institución interviene en el mercado comprando valores respaldados por hipotecas, conocidas como Mortgage-Backed Security (MBS).

4. Principales políticas monetarias del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos y del Sistema Europeo de Bancos Centrales

Con el inicio de la Gran Recesión, el principal problema que los bancos centrales tuvieron que enfrentar fue la enorme insuficiencia de liquidez en los mercados financieros mundiales. El sistema monetario internacional sufrió un enorme colapso, que trajo como consecuencia una gran pérdida de confianza, y con ella la paralización del crédito a partir de septiembre de 2008, debido principalmente a que después de la quiebra de Lehman Brothers la mayoría de las instituciones financieras se vieron desconfiadas a realizar préstamos, ya que los problemas de selección adversa y riesgo moral se habían exacerbado a causa de la inestabilidad de toda la economía. Es decir, el sistema se volvió incapaz de asignar recursos a sectores productivos. Por una parte, los precios del mercado inmobiliario de Estados Unidos se derrumbaron, con lo cual se reventó la burbuja especulativa gestada desde el año de 2003, llevando a la llamada crisis subprime del sector hipotecario y su repercusión en toda la economía.²⁴ Por otro lado, la crisis de la deuda en Europa, a principios de 2010, se agudizó ante la dificultad de algunos gobiernos europeos de refinanciar su deuda.²⁵ En este contexto de crisis de las dos regiones económicas más importantes del planeta, surge una fragilidad a nivel global, que origina que los intermediarios

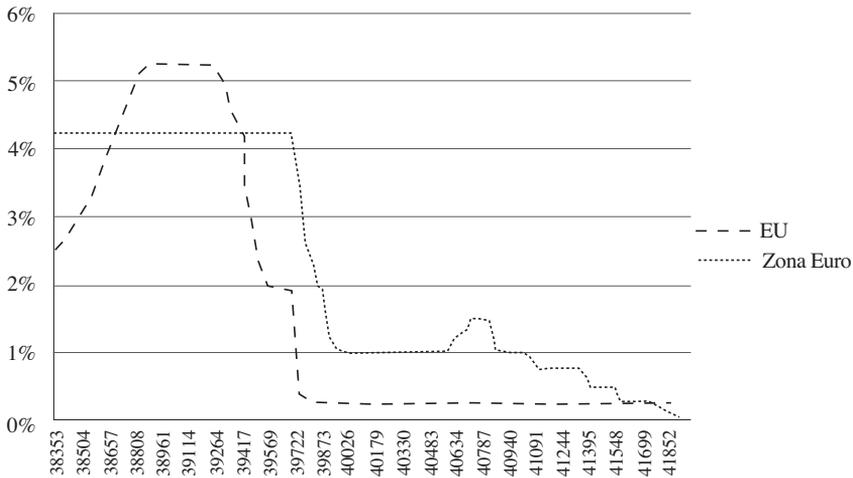
²⁴ Para una revisión más amplia de la crisis hipotecaria subprime véase Zurita y Rodríguez (2008)

²⁵ Esta situación tiene su origen en el mal manejo de los instrumentos de derivados financieros.

financieros conservaran elevadas reservas libres de riesgo, en vez de financiar a las empresas y gobiernos.

Es por esto que prácticamente todas las herramientas tradicionales de política monetaria pierden gran parte de su eficacia. En este tenor, la FED y el BCE comenzaron a implementar políticas monetarias expansivas, mediante la disminución de sus tasas de interés. Como se aprecia en la Gráfica 2, las tasas de interés de referencia gestionadas por los respectivos bancos centrales bajaron de forma persistente, primero en E.U y con cierto rezago en la zona euro, hasta alcanzar en ambos casos mínimos históricos, cercanos a cero.

Gráfica 2
Tasas de interés de referencia de E.U. y zona del euro



Fuente: Elaboración propia con datos de <<http://www.federalreserve.gov/>> y <<http://www.datosmarco.com>>.

Si los intermediarios financieros deciden simplemente no prestar dinero, de poco sirve la ventanilla de descuento; por más que se bajen los requisitos de reserva, los bancos mantienen reservas muy por arriba del mínimo solicitado y por último, el interés sobre reservas resulta una herramienta muy útil cuando se quiere retirar liquidez del mercado, pero no tanto cuando se pretende inyectarla, principalmente en el contexto de la trampa de liquidez, es por esto que por ejemplo para tratar de seguir usando esta herramienta el BCE, anunció en junio de 2014, la implementación de una tasa negativa para este tipo de depósitos, medida nunca antes vista en el sistema financiero.

Antes de la crisis económica de 2008, las herramientas tradicionales de política económica eran suficientes para proveer al mercado financiero de la liquidez que este necesitaba. En el caso de la FED, cuando la economía de Estados Unidos operaba con bajos niveles de crecimiento y sin presiones inflacionarias, se aplicaba una política expansionista; y cuando existía un sobrecalentamiento de esta, aplicaba una política restrictiva, debido a su mandato dual que ya se ha mencionado anteriormente. Esa lógica tiene su sustento en la llamada “regla de Taylor” propuesta por el estadounidense John B. Taylor, el cual proponía que cuando la inflación estuviera por encima del objetivo o la producción se encontrara por encima de su nivel potencial, el banco central debe de subir su tasa de interés referencial a corto plazo para frenar el calentamiento de la economía. En el caso contrario, si la inflación supera la tasa objetivo y la producción está por debajo de su potencial, se deberá bajar la tasa de interés de referencia de corto plazo para estimular a la economía. Esto en teoría permite tener cierto control sobre estas dos variables económicas y da la capacidad a los bancos centrales de interactuar con la economía.

En el caso del BCE, de existir una alta inflación, independientemente de si hay o no un crecimiento adecuado, el banco central aplicaba una política monetaria restrictiva, y no estaba, ni está, obligado a realizar una política expansiva; a no ser que existan riesgos deflacionarios que comprometan la estabilidad de precios.

Sin embargo, en el contexto de la Gran Recesión, ante un escenario de nulo crecimiento y riesgo de deflación, las dos autoridades monetarias ya no conseguían que sus políticas monetarias expansionistas lograran estimular el primero y atacar el segundo.

Es por esto que algunos bancos centrales y muy particularmente la Reserva Federal de Estados Unidos tuvieron que idear nuevas formas de interactuar con los mercados financieros, y dentro de éstas, figuraron las herramientas no convencionales de política monetaria o también llamadas heterodoxas.

En el caso de Estados Unidos, su programa de estímulos monetarios, llamado Quantitative Easing (QE), fue la herramienta con la que la Reserva Federal inyectó liquidez en los mercados, a través de la compra de Valores Respaldados por Activos (ABS, asset-backed security) o de deuda gubernamental estadounidense en el mercado secundario, con lo cual la FED inyectó en el mercado cerca de 3.8 billones de dólares²⁶ en la economía de ese país (ver cuadro 1).

La primera inyección de liquidez con esta herramienta (QE1) se realizó de noviembre de 2008 a marzo de 2010 y consistió en comprar ABS, principalmente respaldados por hipotecas (MBS, mortgage-backup securities), y deuda de agencias

²⁶ 3,800 miles de millones de dólares

estadounidenses (agency debt securities) tales como Fannie Mae y Freddie Mac. El monto empleado por esta medida ascendió a 1.45 billones de dólares²⁷ y tuvo como objetivo la compra de estos activos tóxicos, para sanear los balances de las instituciones financieras, apuntalar el mercado de MBS y reducir las tasas de interés sobre las hipotecas.

La segunda inyección de liquidez (QE2) se da, de noviembre de 2010 a junio de 2011, y esta vez se dirige a comprar valores de largo plazo del Tesoro estadounidense en el mercado secundario, con lo que la FED introdujo en el sistema cerca de 600,000 millones de dólares (mdd). Además, de septiembre de 2011 a finales de 2012, la Reserva Federal realizó un programa conocido como Operación Twist en el cual realizó un canje de bonos de largo plazo (de entre 6 a 30 años) por bonos de corto plazo (menores de 3 años) con un monto de 400,000 mdd. Sin embargo este programa fue más cualitativo que cuantitativo, ya que no inyectó nuevos recursos monetarios a la economía.²⁸ Este par de medidas estuvieron encaminadas a reducir las tasas de interés de largo plazo y con esto estimular el gasto y la inversión, principalmente en infraestructura.

La última utilización de esta herramienta (QE3) inicia en septiembre de 2012 y terminó en octubre de 2014. Este último QE fue una combinación de sus predecesores y consistió en comprar mensualmente 45,000 mdd en bonos del tesoro estadounidense y 40,000 mdd en MBS. En total, este QE inyectó al mercado un aproximado de 1.75 billones de dólares y resultaría tener el mayor monto para este tipo de herramienta. Este QE fue el último empleado por la FED para mitigar los efectos de la crisis iniciada en 2008, ante los indicadores de la economía estadounidense con perspectiva positiva.

Cuadro 1
Cronología y composición de los Quantitative Easing

<i>Medida</i>	<i>Duración</i>	<i>Inyección de liquidez.</i>	<i>Vía de Implementación.</i>
QE1	De Noviembre de 2008 a Marzo de 2010.	1.45 bdd.	Compra de Agency debt securities y MBS.
QE2	De Noviembre de 2010 a Junio de 2011.	600,000 mdd.	Compra de Deuda gubernamental de EU.
QE3	De Septiembre de 2012 a Octubre de 2014.	1.75 bdd.	Compra de MBS y Deuda Gubernamental de EU.

Fuente: Elaboración propia

²⁷ 1,450 miles de millones de dólares

²⁸ Es importante mencionar que la operación Twist no es un QE, sin embargo entra dentro de las herramientas no convencionales de política monetaria.

A pesar de que el último QE utilizado por la FED pareciera ser el de mayor magnitud y agresividad, si se analiza en proporción al PIB se puede ver como los primeros dos tuvieron una mayor proporción. Como se puede observar en el Cuadro 2, aunque el QE3 inyectó en términos absolutos más liquidez en el mercado, al considerar que fue empleado por más tiempo y que el PIB estadounidense ya era mayor, resulta el menor programa en términos relativos.

Cuadro 2
Quantitative Easing en proporción del PIB de Estados Unidos²⁹

<i>Medida</i>	<i>Duración</i>	<i>PIB durante la aplicación de la medida</i>	<i>Inyección de liquidez en % del PIB</i>
QE1	17 meses	20.6 bdd	7.03%
QE2	8 meses	10.2 bdd	5.85%
QE3	27 meses	38.1 bdd	4.59%

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

En diciembre del 2013 se hizo el anuncio que a partir de enero de 2014 se iniciaría con un programa de reducción progresiva de la inyección de dinero a la economía estadounidense, denominado programa “tapering”. Dicha reducción progresiva consistió inicialmente en dejar de inyectar 10,000 mdd cada mes (5,000 mdd en bonos del tesoro y 5,000 en títulos hipotecarios), y pasar de 85,000 a 75,000 mdd al mes (40.000 millones de dólares para comprar “treasuries” y 35.000 millones para comprar activos hipotecarios).³⁰

Por otro lado, la herramienta utilizada por el Banco Central Europeo ha consistido en inyectar liquidez al mercado a través de sus Operaciones de Refinanciación a Largo Plazo (LTRO), que no son más que préstamos realizados a distintas instituciones financieras a plazos de hasta 4 años, y a una tasa de interés de 1%, en donde se espera que el BCE inyecte a la zona del euro cerca de 1.4 billones de euros (ver Cuadro 3).

Debido al Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, el BCE no puede realizar compra de deuda gubernamental de alguno de los países de la zona euro, y hasta el momento la opción de comprar valores respaldados por activos no ha sido utilizada por esta entidad.

²⁹ La metodología para elaborar este cuadro fue obtener el PIB promedio mensual de cada uno de los años en que se implementaron los QE, deduciendo así el Producto Interno Bruto de solamente los meses en que se utilizaron estas medidas, para de este modo saber más precisamente la proporción de los QE en comparación con el tamaño de la economía.

³⁰ El tapering, significó reducir progresivamente la inyección de liquidez en la economía de E.U. Una revisión de este programa, y sus implicaciones a nivel mundial se puede ver en García, G. (2014).

El primer LTRO realizado por el BCE, se da el 21 de diciembre de 2011, mucho después del inicio de la crisis de 2008-2009 y casi 2 años posterior al inicio de la crisis del euro iniciada en 2010. Esta medida tuvo como objetivo alentar el crédito en la zona del euro y contribuir indirectamente al saneamiento de las finanzas tanto públicas como privadas. Además, el BCE redujo los requisitos necesarios para que aumentaran las entidades de contrapartida que podían participar en las operaciones de ajuste, pasando de este modo de 140 a 2000.³¹

El monto de liquidez inyectado por esta medida ascendió a la cantidad de 489,190 millones de euros (mde), y casi el 70% de estos recursos fueron concedidos a bancos pertenecientes a Grecia, España, Irlanda e Italia, que fueron justamente los países con mayores dificultades económicas durante la crisis.

Es por esto que, ante la enorme demanda de liquidez en la zona del euro, el Banco Central Europeo, anunció la segunda ronda de LTRO el 29 de Febrero de 2012 por un monto de 529,530 mde. Sin embargo, la enorme presión ejercida por algunos miembros de la zona del euro, principalmente Alemania, ante los temores de posibles presiones inflacionarias, frenó fuertemente la implementación de estas medidas.

Es hasta 2014, ante los riesgos de deflación por los que cruza la zona del euro, que el presidente del BCE, Mario Draghi, anunció una nueva ronda de LTRO para iniciarse a partir de septiembre de dicho año, esta vez los préstamos se hicieron bajo la condición de que las entidades financieras los utilicen para realizar créditos. Draghi también anunció la implementación de una tasa negativa de interés a los depósitos de los bancos privados en el BCE, como medida para desincentivar los excesos de reservas además de dejar entrever la posibilidad de implementar en Europa flexibilizaciones cuantitativas como las realizadas por la FED para finales de 2014, con el fin de mejorar la situación económica de la región.

Cuadro 3
Cronología de los Long Term Refinancing Operations

<i>Medida</i>	<i>Fecha de Implementación.</i>	<i>Inyección de liquidez.</i>	<i>Vía de Implementación.</i>
LTRO1	21 de Diciembre de 2011.	489,190 mde.	Préstamos Realizados Instituciones Financieras.
LTRO2	29 de Febrero de 2012.	529,530 mde.	Préstamos Realizados Instituciones Financieras.
LTRO3	Septiembre de 2014.	400,000 mde.	Préstamos Realizados Instituciones Financieras.

Fuente: Elaboración propia.

³¹ BCE (2010).

Uno de los principales problemas que enfrentaron estos instrumentos, fue el hecho de que algunos bancos, en vez de hacer préstamos a otras instituciones realizaban un carry-trade, dicho mecanismo consistió en pedir préstamos a una tasa de 1% y comprar bonos gubernamentales a tasas muy superiores que depositan como garantía en el Banco Central.³²

Si se considera un tipo de cambio de 1.4 dólares por euro, que era el nivel en el que se encontraba esta variable antes de la aplicación de los QE, se tiene que el monto total de liquidez que inyectó el Banco Central Europeo en la zona del euro apenas representó el 52.26% de lo que la Reserva Federal introdujo en Estados Unidos. Considerando que para 2008, año en que comenzó la crisis, ambas economías eran de tamaño semejante (según el FMI la economía de Estados Unidos era de 14.7 bdd y la de la zona del euro era de 13.6 bdd), se aprecia que el BCE fue mucho más cauteloso a la hora de inyectar liquidez en el mercado, y que sus medidas fueron menores a las empleadas por la FED.

Es evidente que una de las razones que ha impedido medidas expansivas más agresivas por parte del BCE, es la heterogeneidad de las economías europeas. Mientras algunas de estas han experimentado crecimiento económico a pesar de la crisis, como es el caso de Alemania, y Francia en menor medida, otras como los denominados PIIGS (Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España), entraron en escenarios recesivos y con fuertes problemas de deuda, lo que dificulta una postura clara para la política monetaria que debe seguir el BCE. Una política expansionista de política monetaria para impulsar el crecimiento en las economías PIIGS, puede atraer problemas de sobrecalentamiento en las otras. Esta postura se debilitó hacia finales de 2014 ante los riesgos de recesión por el que atravesó Alemania.³³

5. Efectos de las políticas monetarias heterodoxas en algunas variables macroeconómicas.

Es complicado saber con certeza cuál fue el efecto exacto de las medidas heterodoxas de política monetaria. Por una parte, se tiene que no fueron las únicas herramientas que utilizaron los gobiernos para contrarrestar los efectos de la Gran Recesión, ya que además de las herramientas de política monetaria también se recurrió a la política fiscal. Por otra parte, en economías tan grandes y relacionadas como la estadounidense y la europea, las medidas aplicadas en un país o región también pueden impactar del otro lado del océano. Sin embargo, como ya se hizo mención,

³² Santacruz (2013).

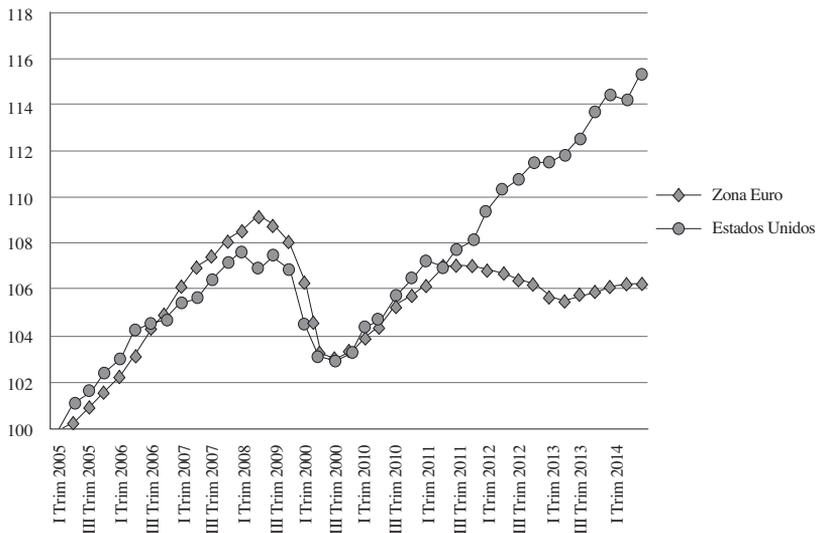
³³ Thomson (2014)

para los objetivos del presente trabajo se busca resaltar el papel de la política monetaria exclusivamente.

Hacia finales de 2014, las dos regiones económicas más importantes del mundo desarrollado ya estaban tomando rumbos distintos, ya que mientras una presentaba interesantes mejorías, con tasas de crecimiento anuales para el segundo trimestre de 2014 de 4%(U.S. Department of Commerce, 2014), la otra presentaba síntomas de deflación.

En este sentido, si sólo se considera el comportamiento del Producto Interno Bruto, a partir del segundo trimestre de 2011 Estados Unidos muestra una clara tendencia hacia la recuperación. Por su parte, la zona del euro a pesar de que durante 2010 mostró una leve mejoría, no se logró mantener de forma duradera y desde 2011 no muestra signos de recuperación, por el contrario, exhibe un claro estancamiento hacia finales del periodo analizado (ver Gráfica 3).

Gráfica 3
Producto Interno Bruto de la Zona del Euro y Estados Unidos
(Primer trimestre de 2005=100)



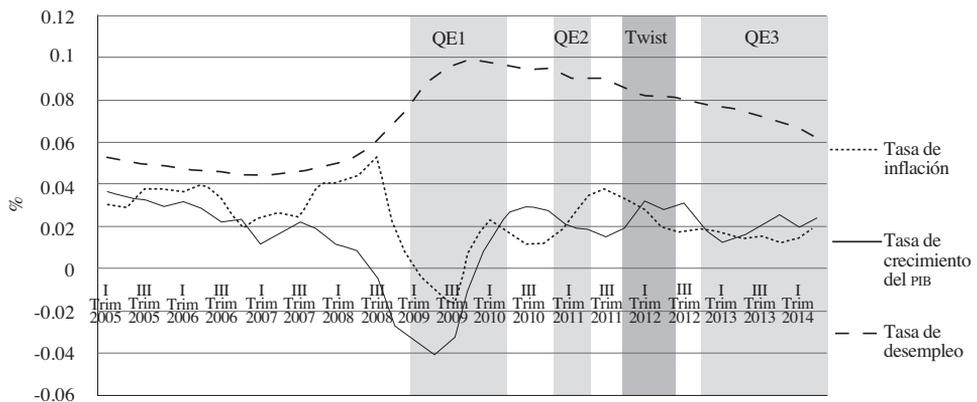
Fuente: Elaboración propia con datos <<http://www.datosmacro.com>>.

Como ya se hizo mención, la política monetaria instrumentada por los Bancos Centrales, es capaz de afectar otras variables de la economía a través de los llamados mecanismos de transmisión. Dichos mecanismos afectan a diversos componentes de la demanda agregada, como son la inversión, el consumo y las exportaciones netas. Precisamente estos vínculos entre la forma de utilizar la política monetaria y el efecto en las variables mencionadas, dan sentido a las políticas monetarias expansivas o contractivas.

En este sentido, las medidas expansivas que instrumentaron tanto la FED como el BCE después de la crisis de 2008, tenían por objetivo un aumento en la inversión, el consumo y las exportaciones netas, lo que implicaría una expansión del producto, la caída del desempleo, el aumento de los índices bursátiles, la depreciación de la moneda y el aumento de la inflación.

En la Gráfica 4 se presentan las tasas de crecimiento del producto interno bruto, el desempleo y los precios en Estados Unidos, así como los periodos que abarcaron cada una de las medidas no convencionales de política monetaria. Se puede apreciar que previo a la crisis, la tasa de desempleo traía una tendencia a la baja, la cual se rompe bruscamente con el estallamiento de la crisis en 2008, a partir de lo cual se llega a un máximo hacia finales de 2009. El punto de inflexión se observa justamente durante la instrumentación del QE1, comenzando entonces una fase de disminución continua de la tasa de desempleo.

Gráfica 4
Impacto de los QE y Twist en principales variables económicas de Estados Unidos



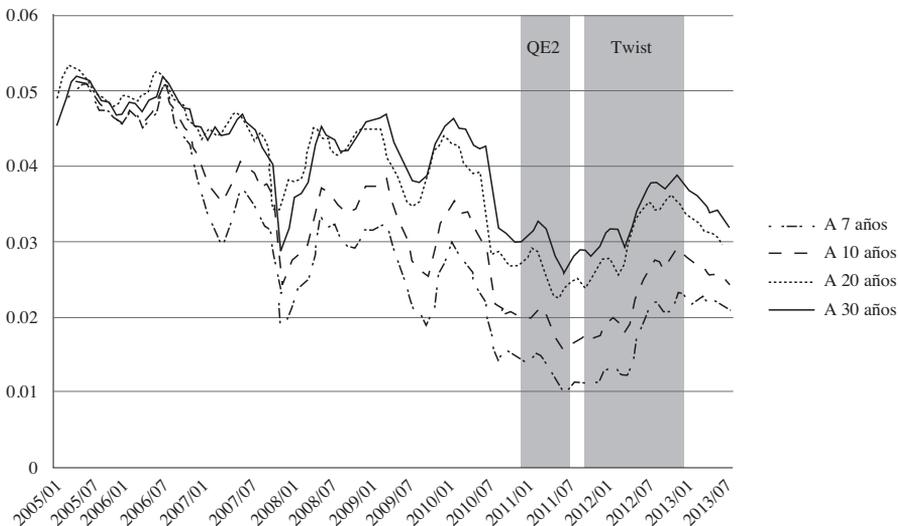
Fuente: Elaboración propia con datos de <www.datosmacro.com>.

Para el caso del producto interno bruto, es notorio un buen reposicionamiento de este indicador, sobre todo después de la fuerte caída, incluso con tasas negativas durante 2008-2009. Nuevamente se resalta que el punto de inflexión se tiene justo durante el periodo de instrumentación del primer QE. Posterior a este punto se fluctúa en torno a una tasa de 2% anual.

Por otra parte, a pesar de que muchos economistas defensores de la ortodoxia económica se han expresado en torno a que los Quantitative Easing podían traer fuertes presiones inflacionarias, en la Gráfica 4 se puede apreciar, que no obstante la introducción de estas medidas, la inflación no ha rebasado el 4% anual y se mantiene estable desde 2010, en torno a un 2%. Incluso nuevamente se resalta que durante el QE1 se logran niveles de deflación en la economía estadounidense.

Otras variables importantes para este análisis, son las tasas de interés de largo plazo, las cuales se buscaba impactar con la aplicación del QE2 y la operación Twist. El objetivo era claro, incentivar la inversión a más largo plazo, objetivo que, como se puede ver en la Gráfica 5, se logra parcialmente al situar las tasas de interés de entre 2 y 4.5% a comienzos de 2011 a tasas de entre 1 y 3% a inicios de 2013, para comenzar a subir de nuevo ese mismo año, pero con tendencia a la baja hacia final del periodo de análisis.

Gráfica 5
Tasas de interés de bonos del tesoro de Estados Unidos

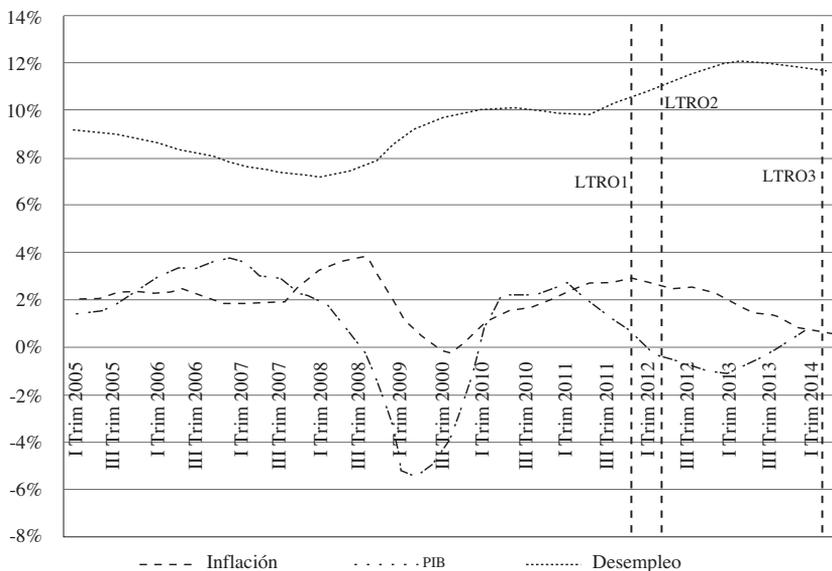


Fuente: Elaboración propia con datos de Board of Governors of the Federal Reserve System.

Si bien para la economía de Estados Unidos la aplicación de las medidas de política monetaria heterodoxa es clara, para el caso de la zona del euro, los resultados son menos que alentadores.

En este sentido, en la Gráfica 6 se puede observar que el desempleo ha venido aumentando considerablemente, a pesar de que antes de la crisis este indicador había venido disminuyendo. Durante la crisis de 2008-2009, como era de esperarse, la tasa de desempleo subió en más de 2 puntos porcentuales. Lo preocupante es que esta tasa no tomó una trayectoria descendente años después de la crisis, sino que continuó subiendo hasta superar el 12%. Lo cierto es que pareciera estabilizarse hacia finales del periodo que se está analizando. Además, los primeros 2 LTRO no tuvieron ningún impacto inmediato en la trayectoria de esta variable.

Gráfica 6
LTRO y principales variables económicas de la zona del euro



Fuente: Elaboración propia con datos de <www.datosmacro.com>.

Al analizar la actividad económica de la zona del euro, se puede constatar que la recuperación de esta región está lejos de consolidarse. Al respecto, se aprecia que los LTRO no han jugado un papel preponderante para incentivar la recuperación del producto interno bruto, ya que la tasa de crecimiento del PIB difícilmente regresará a los niveles del 4% existente antes de la crisis.

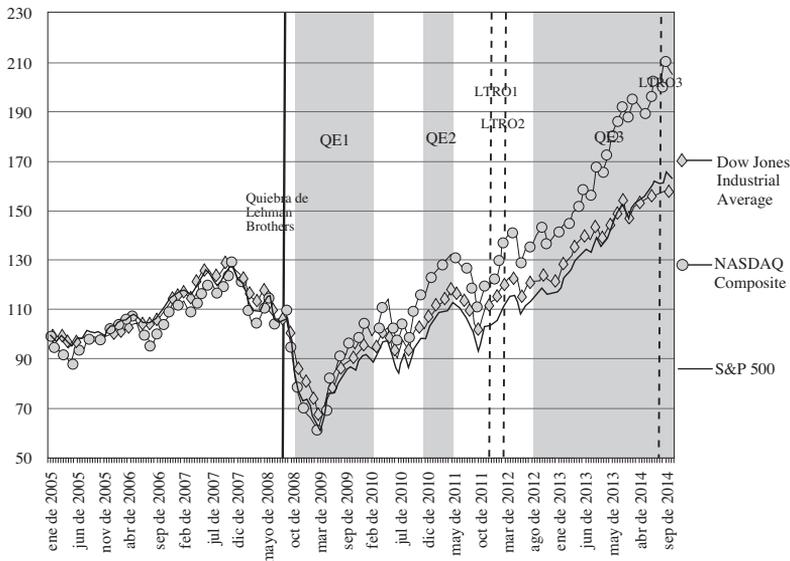
Por último, algo que resulta importante es que, a pesar de la implementación de los LTRO en la zona del euro, estos no han presentado presiones inflacionarias, ya que como se observa la inflación ha rondado la meta del 2% del BCE y hasta ha tenido una trayectoria decreciente en los últimos años, acercándose a una indeseada deflación, lo que puede atribuirse a una demanda deprimida. Lo cierto es que otra interpretación podría venir por el lado de que el BCE tiene un mayor margen de maniobra para utilizar herramientas no convencionales con mucha más fuerza.

Efectos de las Medidas Heterodoxas en los Mercados Financieros

Como ya se hizo mención, uno de los canales de transmisión de la política monetaria implica el desempeño del mercado bursátil.

En este sentido, la Gráfica 7 presenta la trayectoria de los tres principales índices bursátiles de Estados Unidos. Al analizar su comportamiento se puede observar que las inyecciones cuantitativas de liquidez en el mercado financiero han tenido una importante correlación con el mercado accionario de ese país. En otras palabras, es evidente que la reacción del mercado bursátil ante la implementación de cada una de las medidas de política monetaria no convencional es positiva y casi instantánea, desde el QE1 hasta el QE3.

Gráfica 7
Medidas Heterodoxas e índices bursátiles de Estados Unidos



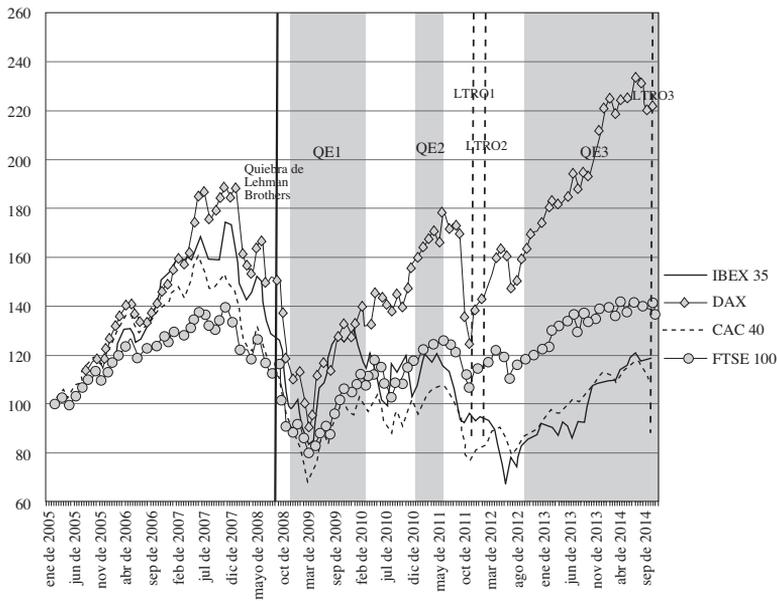
Fuente: Elaboración propia con datos de Economía.

En este tenor, se aprecia que cuando los QE comienzan a ser utilizados, si bien no podemos decir que determinaron el fin de la caída de los índices en 2009, si lo incentivarono y definitivamente aceleraron el crecimiento de estos. En el caso del QE3, se puede observar el gran repunte de los tres índices accionarios, en particular el índice tecnológico, NASDAQ.

Otro dato que resulta interesante es que a pesar de que los LTRO no tuvieron un impacto significativo en algunas variables económicas de la zona del euro y mucho menos en las de Estados Unidos, como vimos en el apartado anterior, pareciera que sí logran tener un efecto pequeño, en el comportamiento de los índices estadounidenses.

Para el caso Europeo, en la Gráfica 8 se observan los 4 principales índices bursátiles europeos, el español (IBEX 35) el Alemán (DAX), el francés (CAC 40) y el Británico (FTSE 100),³⁴ los cuales tenían un comportamiento muy similar. Sin embargo, después de la crisis el índice alemán se separa de manera importante del comportamiento de los demás.

Gráfica 8
Políticas Heterodoxas y principales índices bursátiles de Europa

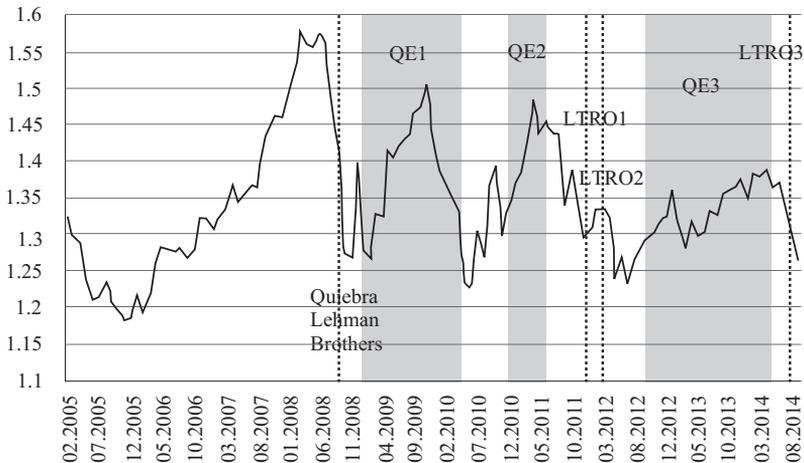


Fuente: Elaboración propia con datos de Yahoo finanzas

³⁴ Aunque el índice FTSE 100 no forma parte de los países de la zona del euro, se incluye a manera ilustrativa.

Por otra parte, resulta importante revisar el impacto de estas medidas de política monetaria en los mercados cambiarios, en particular en la cotización dólar-euro. En este caso, al existir más dinero en la economía, derivada de la inyección de liquidez, se esperaba que el impacto sobre la moneda local fuera de debilitamiento con una caída del tipo de cambio. Lo cierto es que a partir de la Gráfica 9 se puede apreciar que antes de la quiebra de Lehman Brothers existía una fuerte tendencia hacia la apreciación del tipo de cambio del euro con respecto al dólar. Esta situación lleva a cotizarse por encima de 1.5 dólares por euro. Con la quiebra del banco de inversión, comienza una fuerte depreciación de la moneda, y con la aplicación de los QE se observan importantes subidas del tipo de cambio, ya que la percepción del mercado era que estas debilitarían al dólar. Para finales de 2014 el tipo de cambio fue de alrededor de 1.3 dólares por euro. Con la implementación de los LTRO, el euro sí llega sufrir una depreciación importante, tendencia que se revierte durante la utilización del QE3. A medida que el fin de esta última inyección de liquidez por parte de la FED se aproxima, es decir con la implementación del “tapering” hacia finales de 2013, la caída de euro se acentuó.

Gráfica 9
Políticas Heterodoxas y tipo de cambio euro/dólar



Fuente: Elaboración propia con datos de <investing.com>.

7. Políticas monetarias divergentes del Sistema de la Reserva Federal y el Banco Central Europeo

A principios de 2014, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC) de la FED decidió aplicar el programa mencionado “tapering”, el cual tuvo por objetivo el retiro gradual de inyección de liquidez. En este tenor, en octubre de ese mismo año se dieron por terminados los programas de flexibilización monetaria (QE). Con ello, la FED mandó el mensaje de un eventual comienzo en la normalización de su política monetaria, y elevar sus tasas de interés por primera vez en poco más de nueve años, durante el siguiente año.³⁵ Sin embargo, en el transcurso de 2015, el FOMC ha postergado en dos ocasiones el aumento de su tasa de interés (junio y septiembre), argumentando la falta de condiciones claras para normalizar su política monetaria.³⁶ En su reunión del 15 y 16 de diciembre de 2015, la FED aumentó su tasa de interés en 0.25 puntos porcentuales.

Por su parte, el Banco Central Europeo anunció en junio de 2004 dos inyecciones (septiembre y diciembre) de liquidez a largo plazo por un importe de 400,000 mde, con un vencimiento a cuatro años, con la intención de que los bancos prestaran a las empresas y hogares. En enero de 2015 se daba aviso de otro QE, que involucraba un programa de compra masiva de deuda pública, por un monto mensual de 60,000 mde de marzo de 2015 a septiembre de 2016, inyectando un total de 1.15 bde a la zona del euro.³⁷ Finalmente, en su último anuncio del 3 de diciembre pasado, Mario Draghi, presidente del BCE, anunció tres medidas de política monetaria. La primera consistió en la ampliación del programa de compra de deuda del BCE hasta marzo de 2017. La segunda se refirió al aumento en la composición (universo) de la compra, ahora incluyendo deuda regional y local. La tercera, se fundamentó en la rebaja de -0.2% hasta -0.3% de interés aplicable a la facilidad de depósitos.³⁸

³⁵ Con normalización se hace referencia a la utilización de la política monetaria en su forma convencional u ortodoxa.

³⁶ Estas condiciones harían referencia tanto a factores internos (desempleo y crecimiento económico), como a factores externos (Desaceleración China, precio del petróleo, problemas geopolíticos, entre otros)

³⁷ Una combinación de 45,000 mde en bonos soberanos y el resto en compra de activos privados.

³⁸ Como ya se mencionó, ésta es la tasa que cobra el banco central a los bancos comerciales por depositar su exceso de liquidez en el banco central.

8. Consideraciones Finales

Es un hecho que la Gran Recesión ha representado grandes retos para todas las economías, sobre todo en términos de la implementación de medidas de política económica que contribuyan a retomar la senda del crecimiento sostenido.

Para el caso de Estados Unidos y la zona del euro, hasta la actualidad no se puede afirmar que las herramientas no convencionales de política monetaria hayan sido las únicas responsables de haber revertido o contenido los efectos nocivos de la crisis financiera iniciada en 2008, dado que paralelamente también se ajustaron medidas de política fiscal. Sin embargo, al comparar las medidas monetarias aplicadas en los dos casos, se puede apreciar que las medidas implementadas por la FED lograron impactar favorablemente algunas variables macroeconómicas de ese país, como el empleo, los mercados bursátiles, el crecimiento económico y las tasas de interés de largo plazo. Sin que hasta el momento hayan surgido presiones inflacionarias.

En el caso de la zona del euro, hasta la fecha sus medidas han resultado muy limitadas, ocasionando signos de deflación, lo que trae fuertes riesgos de aumento de la tasa de desempleo e inestabilidad financiera.

Conocer y tomar conciencia de la estructura del sistema financiero en donde se implementan las medidas heterodoxas de política monetaria resulta imperativo, sobre todo para la obtención de un mejor resultado, ya que de eso dependerá si se realizan apoyando bancos, intermediarios no bancarios, compra de bonos o mercado de valores. La eficiencia de las medidas heterodoxas de política monetaria depende fuertemente que sean dirigidas hacia los mercados de activos que se encuentran en dificultades y que se requiere afectar directamente. La política monetaria puede ser muy tosca, y afectar a todos los precios de los activos por lo que en ocasiones es necesaria una intervención quirúrgica que ataque solamente el mercado en dificultades.³⁹ Es por esto que la postura de la FED, de no sólo inyectar liquidez al mercado a través de los QE, sino también de hacerlo mediante la compra de activos respaldados por hipotecas, mercado en el cual se había desatado la crisis, resultó mucho más eficaz y pudo llegar a ocasionar menores distorsiones en la economía. En cambio, la medida empleada por el BCE, de solamente realizar préstamos a instituciones financieras, con el fin de que estas a su vez, realicen préstamos, no alcanzó a tener un efecto considerable en la zona del euro. En este sentido, si uno de los mercados con mayores dificultades durante la crisis de la deuda europea, fue

³⁹ Bernanke (2014)

el de los bonos gubernamentales de algunos países, la inyección de liquidez debió estar encaminada a subsanar los problemas de este.

Además de que las medidas sean dirigidas, la magnitud es un factor primordial para aumentar la probabilidad de éxito de estas, ya que como se analizó, a pesar de que el BCE intentó estabilizar los bancos comerciales mediante sus préstamos, estos resultaron menores a los requeridos y muy inferiores a los realizados por la FED.

Por otra parte, no obstante que la ortodoxia monetaria esperaba (y sigue esperando) un fuerte impacto negativo de las políticas expansivas en los precios, en los hechos estos no han aumentado descontroladamente y en el caso de Europa pareciera haber signos de deflación.

Las herramientas heterodoxas de política monetaria contribuyen a aumentar el arsenal de los bancos centrales en momentos en los que los instrumentos convencionales ya no resultan adecuados, o se encuentran limitados. El uso de estas debe ser reservado, y teniendo en cuenta los efectos en los niveles de precios. Aunque al parecer estas medidas han tenido poco impacto en la inflación en el corto plazo, aún no se sabe qué implicaciones tendrá en el largo plazo. En este sentido, la FED hace bien en terminar paulatinamente con estas medidas, a pesar de que no existan presiones inflacionarias.

Finalmente, es importante resaltar que el principal reto consistirá en que Estados Unidos logre implementar de una manera gradual la inminente normalización de su política monetaria. Solo de esta forma se podrá disminuir el riesgo de generar graves episodios de volatilidad y de inestabilidad financiera que eventualmente lleven a algunos países a situaciones de crisis locales, o incluso regionales.

Bibliografía

- BCE (2009), Boletín Mensual, *La Aplicación de la Política Monetaria desde Agosto del 2007*. Junio de 2009.
- BCE (2010), “La Respuesta del BCE ante la Crisis Financiera”, *Boletín Mensual*, octubre de 2010.
- BCE (2014) NOTA DE PRENSA. El BCE introduce un tipo de interés negativo para la facilidad de depósito. 5 de junio de 2014
- Bernanke, B. (2014), *Mis años en la Reserva Federal. Un análisis de la FED y las crisis financieras*. Deusto S.A. Ediciones, Barcelona.
- Escalante, Roberto (2009). “Heterodoxia versus ortodoxia”, *Cuartilla*, Gaceta de la Facultad de Economía, Núm. 28, Nueva época, abril 2009. ISSN en trámite.

- García A. y Martín C. (2008), “La Política Monetaria en Japón: Lecciones a Extraer en la Comparación con la de los EEUU”, *Observatorio Iberoamericano de la Economía y la Sociedad del Japón*, Vol. 1, Nº 1.
- García G. (2014), “Política Monetaria de Estados Unidos: Algunas Consecuencias del Quantitative Easing y del Tapering en los Países Emergentes y en México”, *Crítica Económica*.
- Gual, Jordi (2013), “Política monetaria: rumbo a lo desconocido”. *El País*, 17 de febrero.
- Krugman, P. (1998), “It’s back: Japan slump and the return of the liquidity trap”, *Brookings Papers of Economic Activity*, no. 2,
- Keynes, John M. (1936), *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*; traducción de Eduardo Hornedo; México: Fondo de Cultura Económica, 1947.
- León, Josefina, Eva Ugarte y Eddy Lizarazu (2013), “Trampa de liquidez. Política monetaria y especulación financiera”, pp. 93-120, en *México en la trampa del financiamiento. El sendero del no desarrollo*, coordinado por Alicia Girón y Eugenia Correa, Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM.
- Mankiw, G. (2006), *Macroeconomía*, Sexta Edición. Antoni Bosch, Barcelona.
- Mishkin, F. (2014), *Moneda, banca y mercados financieros*, Pearson, México.
- Pampillón, Rafael. “¿Qué son las políticas monetarias heterodoxas?”, Consultado en: Economy Weblog Economy Weblog <<http://economy.blogs.ie.edu/archives/2009/11/politicas-monetarias-heterodoxas.php>>.
- Roubini, Nouriel (2015). “¿Las políticas monetarias no convencionales, aquí para quedarse?”. World Economic Forum.
- Santacruz, J. (2013), “¿Qué son los LTRO?”, *Oroyfinanzas.com* consultado el 22/10/2014
- Taylor, J.B. (1993), “Discretion versus Policy Rules in Practice”, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39: 195-214, North-Holland.
- Thompson M. 2014. La recesión amenaza a Alemania (otra vez). CNN Expansión Consultado del 23/10/2014
- U.S. Department of Commerce. 2014. Bureau of Economic Analysis. National Income and Product Accounts. Gross Domestic Product: Second Quarter 2014 (Advance Estimate). Annual Revision: 1999 Through First Quarter 2014. News Release, Wednesday, July 30, 2014.
- Zurita, G. y José Francisco Rodríguez. (2008), “La crisis de los créditos hipotecarios en Estados Unidos: algunas consideraciones”, *Análisis Económico*. Núm. 54, vol. XXIII. Tercer cuatrimestre de 2008.
- Periódico El Financiero. Diversas Fechas.

Referencias electrónicas

<<http://economyaparatos.net/nicolas-cachanosky-sobre-la-politica-monetaria-de-los-bancos-centrales/>>.

<<http://www.ecb.europa.eu/>>.

<<http://www.ny.frb.org/>>.

<<http://economy.blogs.ie.edu/archives/2009/11/politicas-monetarias-heterodoxas.php>>.

<<http://agenda.weforum.org/espanol/2015/02/03/las-politicas-monetarias-no-convencional-aqui-para-quequedarse/>>.

<http://economia.elpais.com/economia/2013/02/15/actualidad/1360942794_514305.html>.

<<http://www.federalreserve.gov/>>.

<http://www.europa.eu/index_es.htm>.