

Políticas monetarias no convencionales en Estados Unidos. La trampa de la liquidez en la economía contemporánea

Unconventional monetary policies in the United States. The liquidity trap in contemporary economics

César Francisco Duarte Rivera¹

Resumen

El artículo analiza el fundamento teórico detrás de las políticas monetarias no convencionales implementadas en Estados Unidos a raíz de la crisis 2008 y la Gran Recesión, en la versión institucional oficial, a partir de la revisión de los informes publicados por la Reserva Federal y el Banco Internacional de Pagos. A esta perspectiva se contraponen el concepto de trampa de liquidez de la teoría keynesiana. Se muestra que el análisis teórico de estas instituciones ignora un elemento clave en el diagnóstico de las dificultades enfrentadas por la política monetaria, la situación de las expectativas respecto al futuro. Adicionalmente, se hace énfasis en la idea de que, en las condiciones actuales del capitalismo, la trampa de liquidez es un fenómeno permanente debido al poder que tienen los intermediarios financieros, lo que rompe con el mecanismo de transmisión tradicional de la política monetaria.

Palabras clave: Política monetaria; banco central; trampa de liquidez.

Abstract

This article analyzes the theoretical foundation behind the unconventional monetary policies implemented in the United States as a result of the 2008 crisis and the Great Recession, in the official institutional version, based on a review of the reports published by the Federal Reserve and the Bank International Payments. This perspective is opposed by the liquidity trap concept of Keynesian theory. It is shown that the theoretical analysis of these institutions ignores a key element in the diagnosis of the difficulties

¹ Facultad de Economía, UNAM; cesar.duarte.rivera@comunidad.unam.mx

faced by monetary policy, the situation of expectations regarding the future. Additionally, emphasis is placed on the idea that, in the current conditions of capitalism, the liquidity trap is a permanent phenomenon due to the power of financial intermediaries, which breaks with the traditional transmission mechanism of monetary policy.

Keywords: Monetary policy; central bank; liquidity trap.

Introducción

A raíz del estallido de la crisis en Estados Unidos (EU) la política monetaria aplicada por la Reserva Federal (Fed) dio un giro hacia lo que se llamó “políticas monetarias no convencionales”, las cuales tenían el fin de estimular la producción, el empleo y el crecimiento económico. Mediante incrementos en la emisión (*quantitative easing*) y la recurrencia a tasas de interés negativas se intentó estimular el crédito otorgado por los intermediarios financieros bancarios, dejando de lado la política fiscal como posible instrumento para impulsar el crecimiento. El impacto de estas políticas fue limitado, ya que la economía norteamericana se mantuvo en una situación de estancamiento durante varios años hasta que recientemente logró alcanzar tasas de crecimiento de la producción y del empleo que permitieron afirmar que se había salido oficialmente de la recesión.

El objetivo de este trabajo es analizar el trasfondo teórico del camino seguido por las políticas monetarias no convencionales en EU con el fin de identificar la falta de un concepto clave: la trampa de liquidez. A partir de este fenómeno se busca reinterpretar la idea de trampa de liquidez para este momento partiendo de una situación política con alto poder de los intermediarios financieros. Los bancos tienen en sus manos la capacidad de emitir o no más dinero, recibiendo únicamente señales del Banco Central. Ello lleva a que la trampa de liquidez sea una amenaza constante, sin importar lo que ocurre con las condiciones económicas. Las expectativas de la economía se reducen a las expectativas de los

intermediarios financieros. Por lo que las opciones para que la política monetaria logre ser exitosa en los contextos actuales son muy limitadas.

Con este fin se presenta en primer lugar un análisis del concepto de trampa de liquidez y el papel que tiene la política monetaria. Para ello se recurre directamente al pensamiento de John Maynard Keynes buscando entender la idea en las palabras del economista que la presentó al mundo. En un segundo apartado se hace un recuento de las políticas monetarias no convencionales, identificando sus principales características, objetivos y motivos que orillaron a su implementación, considerando principalmente las decisiones tomadas por la Fed de EU a raíz del estallido de la crisis en 2007-2008. Posteriormente se analiza la perspectiva teórica que ha guiado las decisiones de las autoridades monetarias para tomar las decisiones de política, las cuales parten de los reportes emitidos por la Fed y por un estudio del Banco Internacional de Pagos. En el cuarto apartado se analiza el concepto de trampa de liquidez para la época actual considerando los distintos elementos que han cambiado respecto al análisis de Keynes y se presenta el concepto de trampa de liquidez permanente. Finalmente se presentan algunas reflexiones a manera de conclusión.

La trampa de liquidez y el papel de la política monetaria

A lo largo de la historia del pensamiento económico el dinero ha sido interpretado de diferentes formas otorgándoles funciones y papeles distintos dentro del funcionamiento de los sistemas económicos. Aunque la visión más popular durante mucho tiempo fue la de considerar el dinero como un mero instrumento que facilita el intercambio, un análisis más profundo permite encontrar distintos autores que le otorgan un papel más relevante e incluso indispensable para el funcionamiento de los mercados en particular y de los sistemas económicos en general.

En los últimos años del siglo XIX y los primeros del siglo XX se comenzó a reconocer el papel que el dinero jugaba no sólo en el intercambio sino también en la producción, identificando cómo su funcionamiento tenía impacto sobre variables reales como niveles de producción y precios relativos. Se identificó cómo cambios en el comportamiento de las variables monetarias tenían un impacto más allá del nivel general de precios. De esta manera autores como Wicksell, Schumpeter, Hawtrey, Mises y Hayek comenzaron a vincular el análisis de las variables monetarias con el análisis del ciclo económico creando lo que se conoce como la teoría monetaria de la producción.

Sin embargo, a pesar de que en todos estos casos se identificó el papel que tenía el dinero sobre la producción, la posibilidad de utilizarlo como instrumento de política que permitiera impactar de manera intencional sobre el comportamiento de las variables reales no era algo que se discutiera a profundidad. El análisis tenía un carácter más bien positivo que normativo. En algunas ocasiones, como en el caso de los economistas austríacos, esto era así porque se consideraba que la intervención sobre las variables monetarias traería más problemas que beneficios, mientras que en otros como el caso de Hawtrey se creía que la mejor forma de manejar el dinero era disminuyendo su impacto en la medida de lo posible sobre el comportamiento económico, implantando medidas estrictas a su funcionamiento a través de mecanismos como el patrón oro. Ello traería estabilidad al funcionamiento de las economías. En este contexto es en el que surge la teoría de Keynes relativa a la política monetaria, la cual fue tomando forma a lo largo de una serie de trabajos publicados en los años veinte que culminarían primero en la publicación del *Tratado del Dinero* en 1930 y posteriormente en 1936 con la aparición de la *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*.

En ambos textos, el autor británico señala enfáticamente las ventajas que tiene utilizar el dinero como un instrumento de política que permita impactar positivamente sobre el ciclo

económico con el fin de estimular la producción y el empleo, sobre todo en un contexto de estancamiento primero y depresión después, que era el que enfrentaba Gran Bretaña y gran parte de Europa durante la segunda y tercera década del siglo XX. Keynes creía que un regreso al patrón oro en el contexto europeo significaba un abandono de un instrumento poderoso de política “[...] las fluctuaciones del comercio y el empleo son las enfermedades más importantes de la sociedad moderna y al mismo tiempo las más manejables [...] ellas son principalmente enfermedades de nuestro sistema bancario y de crédito [...] sería más fácil aplicar los remedios si mantuviéramos el control de nuestra moneda en nuestras propias manos.” (Keynes J. M., 2012, p. 233)

La manera de lograr este objetivo sería puesta de una manera más explícita y concisa por el mismo Keynes en la *Teoría General*. De acuerdo con este texto las decisiones de inversión de los empresarios están guiadas por dos factores: la eficiencia marginal del capital y la tasa de interés. El primer término es definido como “[...] la relación entre el rendimiento probable de un bien de capital y su precio de oferta o de reposición, es decir, la que hay entre el rendimiento probable de una unidad más de esa clase de capital y el costo de producirla [...]” (Keynes J. M., *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, 2003, p. 147) que no es otra cosa que la ganancia esperada del empresario considerando el costo del bien de capital. Si esta eficiencia marginal, esta ganancia esperada, es superior a la tasa de interés la inversión se llevará a cabo. En caso de que la tasa de interés esté por encima de la eficiencia marginal el empresario preferirá utilizar su dinero en la compra de activos financieros que le garanticen el rendimiento que ofrece la tasa de interés sin necesidad de realizar todo el trabajo asociado con la inversión en bienes de capital.

Simplificando las ideas de Keynes, si el gobierno decide imprimir dinero nuevo para atender sus gastos una parte del dinero nuevo será absorbido con el fin de realizar transacciones, sin embargo,

otra parte se utilizará con el fin de comprar valores u otros activos financieros lo que hará caer la tasa de interés. Si la eficiencia marginal del capital se mantiene constante, la caída en la tasa de interés estimulará la inversión haciendo aumentar la demanda efectiva, la producción y el empleo. De esta manera, mediante el control que la autoridad monetaria puede tener sobre la tasa de interés, se puede aplicar una política monetaria expansiva que estimule la inversión.

No obstante, existe un límite a la capacidad de la política monetaria. “Hay la posibilidad de que tan pronto como la tasa de interés ha bajado a cierto nivel, la preferencia por la liquidez pueda volverse virtualmente absoluta en el sentido de que casi todos prefieren efectivo a conservar una deuda que da una tasa de interés tan baja.” (Keynes J. M., *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, 2003, p. 207) De esta manera la autoridad habría perdido el control efectivo sobre la tasa de interés haciendo inservible la política monetaria.

Este límite se encuentra determinado por las expectativas de las personas. No es una magnitud que pueda medirse o identificarse *a priori*. El punto en el cual la tasa de interés es tan baja que haga que casi todos prefieran efectivo está determinado por las condiciones actuales del mercado, pero sobre todo por las condiciones esperadas. Si se considera que la tasa de ganancia futura es demasiado baja las personas preferirán el efectivo, en cambio si se tienen buenas expectativas sobre el futuro la inversión se llevará a cabo.

Por este motivo, la política fiscal del gobierno es mucho más efectiva para impulsar el crecimiento económico. La política monetaria representa un instrumento importante pero la política fiscal es la que verdaderamente puede tener un impacto importante en el ciclo económico, ya que enfrenta menores limitaciones.

Las políticas monetarias no convencionales

Cuando estalló la crisis de 2007-2008 pocos podían prever el impacto que tendría y los efectos que causaría sobre el funcionamiento de los mercados financieros y las decisiones de política económica. Los primeros en caer fueron los fondos de inversión, sin embargo, el efecto dominó llegó rápidamente a los grandes conglomerados financieros de Europa primero y después de EU. Esto puso en jaque a la economía de los países industrializados. La teoría económica predominante fue puesta en duda, especialmente cuando se hizo evidente su incapacidad de responder a la crisis, y ahora todos éramos keynesianos.

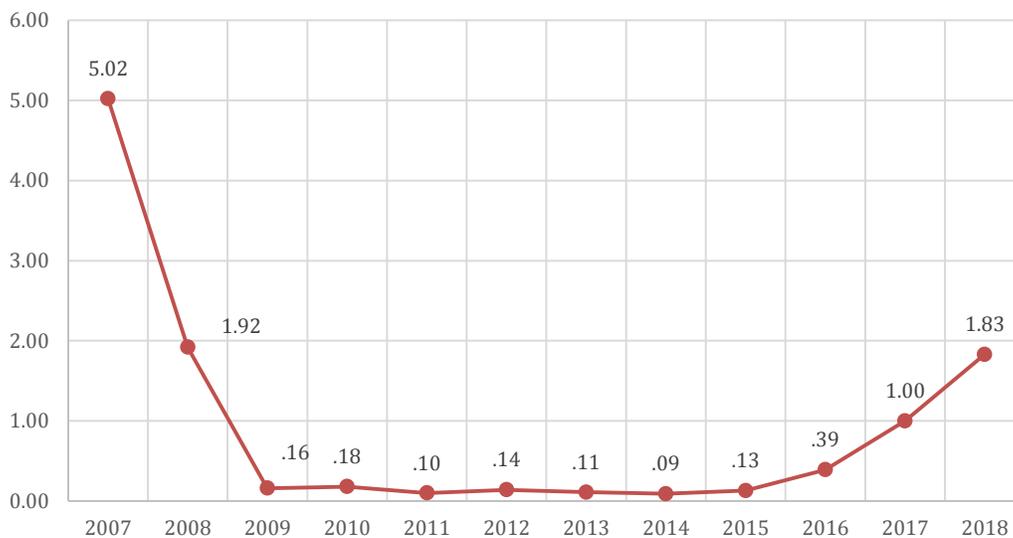
Sin embargo, este renacimiento del keynesianismo en el siglo XXI probaría ser una idea falsa, o al menos parcialmente verdadera. La piedra angular de la política económica keynesiana, la política fiscal fue dejada de lado. Aunque en los primeros momentos de la crisis se expandió el gasto público, los impactos del ejercicio fiscal se limitaron al rescate de los intermediarios financieros y al poco tiempo se decidió que el gasto había ido demasiado lejos por lo que lo mejor era contraerlo y restaurar el equilibrio fiscal dejando todo el peso de la recuperación en manos de la Fed (Duarte, 2011).

Ante esta situación el peso de la recuperación caería sobre la política monetaria. La Fed debía seguir su mandato y buscar estimular la producción y combatir el desempleo. Hasta antes de la crisis la política monetaria operó con base en cambios en las tasas de interés objetivo ante los cuales los agentes respondían partiendo del hecho del compromiso de los bancos centrales con el control de la inflación. Cuando ocurría un cambio en la tasa de interés las expectativas de los agentes hacían que actuaran acorde a las señales que mandaba la política del banco central garantizando de esta manera que se alcanzaran los objetivos que se buscaban. “[...] cambios en la tasa de política se traducían en cambios en las tasas de interés reales y en las condiciones financieras generales que, a su vez, afectaban el gasto sensible al interés y a la economía en

general.” (Bank of International Settlements, 2019). La reacción inicial de la Fed ante las condiciones de deterioro que estaba presentando la economía estadounidense fue seguir el mismo camino de siempre, reducir las tasas de interés buscando estimular el empleo y la producción. Desde los primeros días de 2008 se siguió este camino sin embargo la crisis no se detenía.

Se continuó con el camino elegido hasta que el 16 de diciembre de 2008 se estableció el objetivo de tasa de interés en un nivel entre 0.00 y 0.25%. Este objetivo se mantuvo durante los siguientes siete años hasta que en diciembre de 2015 fue aumentando 0.25% quedando en un nivel de entre 0.25 y 0.50%. Esto significa que en la práctica la tasa de interés real de los fondos federales era negativa. La tasa real de los fondos federales mostró el siguiente comportamiento durante los años considerados. Mientras que en 2007 el promedio anual fue de 5.02% en 2008 bajo a 1.92%. Para el año 2009 el promedio anual ya había bajado a 0.16% en torno al cual se mantendría durante los siguientes años hasta que en el año 2017 volvió a alcanzar un promedio anual de 1%.

Gráfica 1
Tasa de fondos federales



Fuente: *Economic Report of the President*, 2019.

La caída abrupta en la tasa de interés de la Fed es considerada la primera medida de política monetaria no convencional aplicada en Estados Unidos. Los niveles positivos implicaban una tasa de interés negativa en términos reales. Ello implica que aquel que coloca reservas en el banco central está incurriendo en un costo. Esta medida fue insuficiente para resolver la caída de la economía de EU que, según datos del *Economic Report of the President*, para el año 2009 presentó una tasa de desempleo de 9.3% mientras que el PIB mostró un decrecimiento de -2.8% en 2008 y 0.2% en 2009. Aunque este último indicador se recuperó en los siguientes años, la tasa de desempleo se mantuvo alta hasta el año 2015 en que se logró alcanzar un nivel de 5.3% (*Economic Report of the President*, 2019).

Ante la falta de efectividad de la política de tasas de interés, la Fed decidió implementar las medidas que en la literatura y en la prensa serían conocidas como *quantitative easing*. En un primer momento como parte de estas medidas en noviembre de 2008 los activos adquiridos por la Fed fueron *Mortgage Backed Securities* (MBS's) pero en los primeros meses de 2009 se anunció que también adquiriría hasta 300 mil millones de dólares (mmdd) en valores del tesoro durante ese año. Esto trajo como consecuencia un incremento en los activos de la autoridad monetaria la cual se contrarrestaba con el crecimiento de las reservas de los intermediarios financieros. Se esperaba que cuando las condiciones del mercado financiero mejoraran las reservas caerían debido a que las condiciones en las que la Fed estaba adquiriendo los activos eran poco atractivas en condiciones económicas normales (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2019).

En noviembre de 2010 la Fed anunció la expansión de sus compras de activos de largo plazo por 600 mmdd adicionales a los recursos que ya se habían inyectado entre 2008 y 2009 al tiempo que comenzó a llamar a este tipo de políticas "*monetary policy accommodation*". Las compras se realizarían a un ritmo de 75 mmdd por mes durante la segunda mitad del 2011. "Se esperaba

que las compras de activos del Tesoro adicionales generarán presión a la baja sobre las tasas de interés de largo plazo, impulsarán el precio de los activos, y llevarán a una reducción modesta en el valor de cambio del dólar. Se esperaba que estos cambios en las condiciones financieras promovieran una fuerte recuperación en la producción y el empleo al tiempo que ayudarían a que la inflación regresara, eventualmente, a niveles consistentes con el mandato del Comité.” (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2011, p. 39) Finalmente, en septiembre de 2013 llegó una nueva expansión de 40 mmdd mensuales en adquisición de MBS’s.

Cabe señalar que en todo este período los reportes semestrales de política monetaria incluían un apartado en el cual se señalaba que las políticas debían contraerse eventualmente y que la Fed tenía la posibilidad de retirar la *monetary policy accommodation* en cualquier momento. “Aunque el FOMC [Federal Open Market Committee] continua anticipando que las condiciones económicas garantizaran niveles excepcionalmente bajos de la tasa de fondos federales por un período extendido, en última instancia la Reserva Federal tendría que comenzar a estrechar las condiciones monetarias para prevenir el desarrollo de presiones inflacionarias al tiempo que la economía se recupera. La Reserva Federal tiene las herramientas necesarias para eliminar la *policy accommodation* en el momento adecuado.” (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2011, p. 40). La Fed se mantenía preocupada por contener una posible inflación en el largo plazo que pudiera surgir como consecuencia de las medidas que estaba tomando para estimular el empleo. La idea del doble mandato que está de manera constante en los mismos reportes, parece diluirse ante el alto interés que tenía la autoridad sobre el nivel de precios incluso en un momento de estancamiento.

Una de las explicaciones más interesantes del funcionamiento de las políticas monetarias no convencional se presentó por el Banco de Pagos Internacionales (Bank of International Settlements, BIS).

En el documento de trabajo publicado en 2019 titulado *Unconventional monetary policy tools*, el BIS realiza un análisis de los distintos instrumentos que fueron utilizados por los países de diversas partes del mundo como respuesta ante la falta de efectividad que mostraban las medidas de política monetaria que habían venido aplicando hasta ese momento (Bank of International Settlements, 2019).

De acuerdo con este documento, una política monetaria puede calificarse como convencional cuando tenían como instrumento de política el control de una tasa de interés de corto plazo, cuyos cambios afectaban las condiciones financieras y macroeconómicas. Otra característica es que los bancos centrales utilizaban cambios relativamente pequeños en la cantidad de reservas para llevar a afectar la tasa de interés.

Cuando hablamos de políticas monetarias no convencionales las autoridades monetarias buscaban influir sobre variables distintas a la tasa de interés de corto plazo. “Algunos fueron diseñadas para afectar *spreads* (o, igualmente, tasas de largo plazo libres de riesgos), mientras que otras fueron dirigidas a influir sobre los *spreads* de crédito y la liquidez, o igualmente, tasas de interés en distintos instrumentos libres de riesgo). Algunos instrumentos fueron dirigidos a restaurar las condiciones de liquidez y las valoraciones de los activos en el sistema financiero como medio para apoyar el mecanismo de transmisión de la política monetaria.” (Bank of International Settlements, 2019, p. 10). Dado que las formas tradicionales de hacer política no estaban funcionando se buscaron formas alternativas de alcanzar los objetivos deseados recurriendo a instrumentos que hasta antes no eran considerados como deseables para el manejo de la política monetaria.

No fueron solo los instrumentos los que cambiaron, sino que también los objetivos se modificaron. Ahora se buscaba por un lado resolver problemas en el mecanismo de transmisión de la

política monetaria y por otro, proveer estímulos monetarios adicionales una vez que las tasas dejaron de ser un instrumento efectivo de política expansiva ya que habían alcanzado su nivel mínimo (Bank of International Settlements, 2019). Es de destacar el objetivo planteado por el BIS. En la política monetaria convencional el mecanismo de transmisión es fundamental y fue justamente ese mecanismo el que comenzó a fallar a raíz de la crisis. Se redujo la actividad en los mercados interbancarios debido a la alta aversión al riesgo que se presentó y a la segmentación entre aquellos mercados que tenían participantes con acceso al banco central y aquellos que no lo tenían. Los prestatarios no tenían acceso a los recursos, los precios de los activos de los inversionistas estaban por los suelos y los intermediarios estaban en proceso de desapalancamiento. Las señales enviadas por las autoridades monetarias fueron ignoradas por los intermediarios financieros lo que obligó a buscar la manera de restaurar ese mecanismo.

La explicación del BIS para entender este fenómeno parte de la consideración del límite que tiene la política de tasa de interés la cual se encuentra determinada por factores económicos. Existe un piso para el nivel de tasa de interés que se determina por un lado por el costo de mantener efectivo y por el otro por las ganancias de los intermediarios financieros que no están dispuestos a reducir la tasa que pagan por los depósitos para evitar que los usuarios opten por el efectivo, pero ven reducidas las tasas que pueden cobrar por el crédito. “En teoría existe una ‘tasa de reversión’ límite, por debajo de la cual la disminución de la tasa de política generaría ajustes contraccionistas en el mercado y limitaría la oferta y/o aumentaría el costo del crédito”. (Bank of International Settlements, 2019, p. 10). Cuando se alcanzó este límite el BIS señala que se recurrieron a cuatro tipos principales de políticas monetarias no convencionales; tasas de interés negativas, expansión de las operaciones de préstamo, programas de compra

de activos y *forward guidance*.² Todas ellas se presentaron de una forma u otra en la economía estadounidense.

Por tanto, dado que la tasa de interés dejó de ser un instrumento útil de política al alcanzar ese límite mínimo, la forma que se encontró para solucionar los problemas fue “normalizando” el funcionamiento del sistema financiero mediante inyecciones de liquidez, el *quantitative easing*. Al hacer esto las autoridades monetarias tuvieron que extralimitarse en sus funciones ocupando el papel de intermediarios para instituciones que en teoría no debían gozar de la protección que otorgan.

Los resultados de estas políticas han sido interpretados de distintas maneras. Mientras que por un lado se ha resaltado la capacidad que tuvieron los bancos centrales para responder a los momentos de crisis (Potter & Smets, 2019) en otros estudios se ha criticado el hecho de que en realidad la intención era rescatar las ganancias financieras (Tropeano, 2011). El objetivo de este trabajo no es adentrarse en los resultados de dichas políticas, sino tratar de entender el fundamento teórico detrás de su aplicación y lo que ello nos puede decir respecto a la concepción que tienen las autoridades monetarias respecto al papel que juegan dentro de la estabilización del ciclo económico. Para ello se analizará la interpretación que realizó el BIS de los hechos ocurridos.

Teoría de política monetaria no convencional: el BIS y la Fed

De esta manera podemos observar como las políticas monetarias no convencionales se componen básicamente de dos elementos; la

² Consiste en proporcionar información relativa a acciones futuras de política con el fin de influir sobre las expectativas de política. La diferencia respecto a lo que ocurría anteriormente es que en este caso se busca mostrar el compromiso de las autoridades monetarias a mantener las medidas extraordinarias de política durante ciertos períodos de tiempo.

tasa de interés y las inyecciones de liquidez. Ambos instrumentos han sido utilizados a lo largo de la historia como medidas de política económica, lo novedoso de su utilización radica en el momento en que ocurre. Podemos decir que en términos generales la política monetaria, al menos en EU, sigue un esquema que se basa laxamente en la regla de Taylor, aunque incorpora distintos elementos que hacen que, más que una política automática se trate de una política sistemática (Bernanke, 2015). La regla de Taylor establece que los hacedores de política deben establecer una tasa de interés objetivo considerando la tasa de inflación y la desviación real del Producto Interno Bruto (PIB) respecto a un objetivo. De esta manera, si la tasa de inflación aumenta o si el PIB es mayor al objetivo, la tasa de interés objetivo debe aumentar. Por otro lado, si el PIB es menor al objetivo o la tasa de inflación baja, la tasa de interés objetivo debe disminuir (Taylor, 1993).

Así entonces, la política monetaria estuvo basada en el manejo de la tasa de interés objetivo con fines de estabilización tanto del PIB como de los niveles de inflación, por lo que para calificar una política monetaria como no convencional tendríamos que pensar en algo que no se ajuste a la regla de Taylor. Cuando estalló la crisis, la reacción de la Fed fue seguir las indicaciones de dicha regla ajustando la tasa de interés objetivo a la baja ya que el PIB se encontraba por debajo del objetivo. Dado que estas condiciones continuaron la tasa de interés siguió cayendo de la forma en que se describe líneas más adelante. Esto significa que en realidad el ajuste de la tasa de interés se adecuaba a las líneas generales de acción que había seguido la Fed en los años anteriores. Lo que hacía la política no convencional es que los niveles a los que colocó la tasa de interés objetivo fueron demasiado bajos, incluso negativos, y que además se mantuvieron en ese nivel por mucho tiempo.

En donde parece que el modelo es abandonado es en las inyecciones de liquidez. La utilización de la cantidad de dinero como instrumento de política monetaria fue debatida durante

largos períodos sin embargo a partir de los ochentas se dio la adopción definitiva de la tasa de interés como el instrumento fundamental, ante la dificultad para su medición y sobre todo controlar su crecimiento. De ahí que un ex gobernador del Banco de Canadá llegaría a afirmar: “no abandonamos los agregados monetarios, ellos nos abandonaron a nosotros.” (Blinder, 1998). Ello no significa que las inyecciones de liquidez a los mercados no ocurrieran de cuando en cuando, ya que de hecho son una manera de lograr que la tasa de interés se ajuste a la tasa de interés objetivo. Lo novedoso de lo que comenzó a ocurrir a partir del año 2008 es que las inyecciones de liquidez ya no buscaban reducir la tasa de interés, ya que esta se encontraba en su nivel más bajo posible, sino proveer recursos a los intermediarios financieros para afectar de esa manera las distintas variables que pudieran tener impacto sobre los niveles de producción y empleo. Y además se comenzó a proveer de esa liquidez a intermediarios que anteriormente no eran considerados, como bancos de inversión.

En este contexto y a partir de los reportes de la Fed para el análisis de la política monetaria que estaba aplicando y el posterior estudio realizado por el BIS salta a la vista la ausencia de un concepto clave en el estudio de los mercados financieros y la política económica: la trampa de liquidez. Es obvio que su ausencia se debe a la visión teórica que sostienen en general ambas instituciones, la cual es difícil de definir, pero podríamos calificar como nuevo keynesianismo. Sin embargo, es sorprendente su ausencia especialmente si se considera lo útil que podía ser ese concepto para explicar el contexto a que se estaban enfrentando y además de que todo ello ocurrió en un momento en que ser keynesiano dejó de ser “malo” o al menos así se manejaba en la prensa.

El BIS hace una interpretación que parece llevar a la utilización de ese concepto, sin embargo, en el momento en que parece que aparecerá, cuando explica el nivel mínimo de las tasas de interés, recurre a explicaciones que vuelven a alejar a la interpretación de

los hechos del análisis keynesiano. Se recurre a factores meramente económicos: el costo de mantener dinero y las ganancias de los intermediarios bancarios para explicar el nivel mínimo de tasas de interés.

Trampa de liquidez permanente y política monetaria no convencional

La interpretación de la situación que orilló a las autoridades monetarias a adoptar políticas monetarias no convencionales pasa por alto un concepto fundamental, la trampa de liquidez. Cabe señalar que se reconoce que el concepto de trampa de liquidez fue creado para un contexto histórico específico en el cual incluso se considera que la manera en que la autoridad monetaria afecta la tasa de interés modificando la cantidad de dinero en circulación. Como ya se señaló la utilización de los agregados monetarios no es viable en la economía actual donde los intermediarios financieros determinan la cantidad de dinero con base en sus decisiones de crédito. No obstante, el concepto de trampa de liquidez no es incompatible con la situación económica actual. La utilización de la tasa de interés objetivo como instrumento de política es solo una referencia para los agentes. La única tasa que pueden fijar directamente las autoridades monetarias es la que ellos cobran, por lo que el resto de las tasas de interés del mercado se ajustan en respuesta a los movimientos de la tasa de interés de referencia. Así, en términos generales la situación no es muy distinta a la planteada por Keynes, las autoridades monetarias mandan una señal con el fin de afectar el nivel de tasa de interés presente en la economía. Esta señal puede cambiar la cantidad de dinero o la tasa de interés objetivo de referencia. Los agentes reaccionan a esta señal tomando decisiones de inversión lo que hace que las tasas de interés se ajusten o no a los objetivos que se plantean las autoridades monetarias.

Hecha esta aclaración a primera vista podría parecer que la no utilización del concepto de trampa de liquidez no tiene mayores

implicaciones, dado que el análisis de ambos organismos parece llevar lógicamente a esa conclusión. Es decir, pareciera que lo único que no hacen los análisis de la Fed y el BIS es llamarla trampa de liquidez, aunque utilizan de alguna manera un concepto muy similar, sin embargo, esto no es del todo correcto. Recapitulando, el BIS considera que el límite de la tasa de interés se encuentra determinado por el costo de mantener efectivo y por la tasa que pueden pagar los intermediarios financieros por los depósitos para evitar que las personas prefieran el efectivo. Ambas variables son meramente económicas e ignoran un factor fundamental presente en el concepto de trampa de liquidez de Keynes: las expectativas.

Al partir de un contexto de expectativas racionales, lo cual hacen tácitamente gran parte de las autoridades monetarias, en los hechos se ignora el papel de las expectativas. Las ideas que tienen los agentes sobre el futuro y los errores que cometen al predecirlo son fundamentales para explicar la falta de respuesta a la caída en las tasas de interés y las facilidades de liquidez que estaban recibiendo. Debido al miedo constante a la quiebra y la necesidad de sanear sus estados financieros, los intermediarios no tenían el menor interés en ampliar las facilidades de crédito con el fin de estimular el empleo y la producción. La Fed buscó obligarlos a hacerlo de alguna manera, sin embargo, esto fue imposible ya que toda la liquidez que entraba al sistema financiero se quedaba en el sistema financiero. De ahí las siguientes burbujas que han venido ocurriendo en el sistema financiero internacional, desde los commodities hasta las criptomonedas.

Al papel de las expectativas me parece que se debe agregar un nuevo elemento que permitirá tener una versión más completa de la trampa de liquidez: el poder de los intermediarios financieros. A partir de la desregulación financiera de finales de los años setenta y principios de los ochenta, los intermediarios han acrecentado paulatinamente su poder en los mercados financieros en detrimento de las autoridades monetarias. Como todos los procesos sociales,

este proceso fue gradual y se ha ido profundizando en los últimos años. El poder que ostentan los intermediarios financieros se hizo evidente durante la Gran Recesión, con casos como el de Islandia donde tres bancos eran más grandes que toda la economía islandesa, o incluso la de EU donde la caída de los bancos más grandes podía poner en riesgo todo el sistema económico estadounidense, el famoso *too big to fail*. Este poder no es desconocido por los mismos agentes quienes tienen un alto poder de negociación y de ignorar las señales enviadas por las autoridades monetarias. Así, aunque las señales enviadas por las autoridades monetarias son de estimular el crédito y por tanto la inversión, los intermediarios simplemente deciden que no es la opción adecuada para sus objetivos por lo que el mecanismo de transmisión se rompe. Este último punto es el que ha llevado a algunos autores a interpretar las políticas monetarias no convencionales como solamente un intento de rescatar las ganancias financieras de los intermediarios sin que existiera realmente un interés por reactivar el sistema económico. La intención era rescatar a los grandes bancos. (Rochon & Vallet, 2019; Tropeano, 2011)

El ignorar el uso del concepto de la trampa de liquidez en el contexto de la crisis tiene implicaciones políticas. Cualquier estudiante de economía con conocimientos básicos del modelo IS-LM sabe que cuando se presenta la trampa de liquidez la única salida es la política fiscal. La política implementada parte de un error fundamental, la visión unilateral de la política económica. El abandono de la política fiscal es tan definitivo que el peso de la recuperación recayó sobre la política monetaria. “[...] la política monetaria se convirtió en la herramienta en la que más se confió para alcanzar la estabilización macroeconómica, quedando la política fiscal orientada más al crecimiento de mediano plazo y a problemas de eficiencia.” (Bank of International Settlements, 2019). Esta visión incompleta de la política económica entró en crisis en 2008 sin embargo, la respuesta no fue una reconsideración

de la política fiscal sino una transformación de la política monetaria en un contexto donde la fuerza de las autoridades monetarias es cada vez más limitada con relación a los intermediarios financieros que deben controlar.

El alto poder de los intermediarios financieros que forma parte del proceso de financiarización lleva entonces a reconfigurar el concepto de trampa de la liquidez. En el texto de Keynes la trampa de liquidez se explica por el mecanismo de transmisión de la tasa de interés a la inversión. La caída en la tasa de interés en teoría debía estimular la inversión al abaratar el crédito y hacer que las ganancias esperadas fueran considerablemente mayores a lo que se puede obtener prestando los recursos. El problema ocurre cuando las expectativas sobre el futuro son malas, la eficiencia marginal del capital es baja, por lo que, aunque el crédito sea barato no existen estímulos para invertir, haciendo la política de tasa de interés inútil (Keynes J. M., *The General Theory of Employment, Interest and Money*, 2013). En un contexto de financiarización, aunque las expectativas sean buenas el dinero se mantiene en los mercados financieros ya que se da más importancia a las ganancias financieras. La política monetaria es efectiva para manejar el nivel de precios, sin embargo, es totalmente inútil para el estímulo de la producción y el empleo. Por tanto, se puede hablar en este contexto de una trampa de liquidez permanente. En el momento en que se busque estimular la producción y el empleo utilizando la política monetaria los efectos serán los mismos. El poder que tienen los intermediarios financieros para decidir a dónde se va ese dinero lleva a que cualquier inyección de dinero logre aumentar únicamente las ganancias financieras.

Ello no quiere decir que las políticas implementadas después de la crisis no hayan tenido algún impacto sobre el funcionamiento de los mercados. Las inyecciones de liquidez y la compra de activos por parte de la Fed hicieron evidente la capacidad de esta autoridad monetaria para rescatar intermediarios, pero también la disposición que tiene para hacerlo. En las últimas semanas se ha hablado de un

nuevo *quantitative easing* a raíz de la caída del mercado repo en noviembre. Las políticas monetarias no convencionales llegaron para quedarse, para rescatar a los intermediarios ante la más mínima caída en los mercados.

Reflexiones finales

El poder que tienen los Estados en la economía se ha ido deteriorando en los últimos años de manera notable. Aunque es cierto que ellos han jugado un papel fundamental en la implementación de las políticas asociadas con el neoliberalismo, a mediano y largo plazo esas políticas han causado su debilitamiento. Ello no significa que esta tendencia no se pueda revertir en cualquier momento, pero sí implica que la dificultad para hacerlo se va acrecentando a medida que el neoliberalismo se profundiza en los distintos sistemas económicos.

Actualmente el mundo enfrenta una crisis sin precedente, provocada por factores extraeconómicos, la pandemia por la infección del virus SARS-COV-2 (COVID-19). Los retos asociados con el control de la pandemia han puesto nuevamente sobre la mesa la necesidad de la intervención de los Estados en los distintos aspectos de la vida social, principalmente en las cuestiones de salud. La falta de acceso a seguridad social de un porcentaje importante de la población y la falta de control de este rubro han llevado a considerar nuevamente la necesidad de contar con sistemas de salud pública universal que permitan controlar de mejor manera momentos como los que está enfrentando el mundo actualmente.

Ya en los temas meramente económicos, el distanciamiento social y el aislamiento tienen impactos directos sobre el desarrollo de las actividades económicas. La imposibilidad de continuar con las actividades productivas y la caída en las ventas han traído un círculo vicioso que ha llevado a que la falta de producción genere

desempleo que a su vez hace caer la demanda, lo que trae nuevamente caídas en la producción y el empleo. La respuesta de las autoridades ante la crisis económica debe considerar el nuevo contexto planteado de trampa por la liquidez permanente.

El recurrir únicamente a la política monetaria, inyectando liquidez a los mercados, tiene un límite debido al poder que tienen los intermediarios financieros para absorber dicha liquidez rompiendo el mecanismo de transmisión hacia las variables reales. De hecho, esa característica del rescate anterior es la que ha causado los altos niveles de endeudamiento que tienen actualmente dichos intermediarios y que, ante las bajas expectativas causadas por la nueva crisis asociada a la pandemia, los ponen en una situación de mayor fragilidad.

La respuesta tiene que venir por parte de la política fiscal, la parte olvidada de la política monetaria. El gasto público es el único capaz de sostener una recuperación definitiva aprovechando la alta capacidad de endeudamiento con la que cuenta. Ello permitirá estimular la producción y el empleo evitando que la caída en el crecimiento económico que se espera a nivel mundial alcance los niveles catastróficos que se han manejado. Las políticas monetarias no convencionales no son la solución en el entorno económico actual.

Bibliografía

- s.a. (Taylor, J. B. (1993). Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* (39), 195-214.
- Tropeano, D. (2011). Quantitative easing in the United States after the crisis: conflicting views. *Quaderno di Dipartimento* (64).
- Blinder, A. S. (1998). *Central Banking in Theory and Practice*. Paltino: Massachusetts Institute of Tecnology.

- Bank of International Settlements. (2019). Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis. *CGFS Papers* (63).
- Bernanke, B. S. (2015, abril 28). The Taylor Rule: A benchmark for monetary policy? *Brookings* .
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (2018). *105th Annual Report*. Federal Reserve System.
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (2019). *Monetary Policy Report, Julio*.
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (2011). *Monetary Policy Report, Marzo*.
- Duarte, C. (2011). Programas anticrisis y déficit fiscal en Estados Unidos. *Ola Financiera* , 4 (9), 90-107.
- (2019). *Economic Report of the President*.
- Keynes, J. M. (2003). *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero* (4a ed.). México: Fondo de Cultura Económica.
- Keynes, J. M. (2012). The Speeches of the Bank Chairmen (1924-1927). In *Essays in Persuasion*. New York: Harcourt, Brace and Company.
- Keynes, J. M. (2013). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Potter, S. M., & Smets, F. (2019). Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis. *CGFS Papers* (63).
- Rochon, L. P., & Vallet, G. (2019). Economía del Ave María: el modelo teórico detrás de las políticas monetarias no convencionales. *Ola Financiera* , 12 (34), 1-24.

Recibido 15 de diciembre 2020 Aceptado 19 de febrero de 2021