



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
PROGRAMA DE POSGRADO EN ECONOMIA
FACULTAD DE ECONOMÍA
HISTORIA ECONÓMICA

Más de medio siglo de política monetaria estadounidense
La banca central de EU: reglas de política y marco institucional

TESIS

QUE PARA OPTAR POR EL GRADO DE:
Doctor en Economía

PRESENTA:
Mario Rojas Miranda

DIRECTOR DE TESIS:
Dr. José Mario Contreras Valdez
Posgrado de la Facultad de Economía, UNAM

MÉXICO D.F., AGOSTO DE 2015



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

Dedico mi trabajo:

a mi querida mamá María Mercedes Miranda Barrera
a la memoria de mi papá Mario Rojas Escobar (†)
a mi hijo Alejandro Rojas Miranda
a mis hermanos Luz María Rojas Miranda
Roció Rojas Miranda
Salvador Rojas Miranda

AGRADECIMIENTOS

Deseo expresar mi agradecimiento al Posgrado de Economía de la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM), al Dr. Arturo Huerta González, Coordinador del Posgrado en Economía de la UNAM y a la Dra. María Eugenia Romero Sotelo, Jefa de la División de Estudios de Posgrado de la UNAM, por el apoyo administrativo brindado, y al Consejo Nacional de Ciencia y Tecnología (CONACYT) por el apoyo financiero para mis estudios del Doctorado en Economía en la UNAM.

Manifiesto mi reconocimiento al campo de conocimiento de Historia Económica del Posgrado de la Facultad de Economía por brindarme un espacio profesional, enriquecedor, plural, tolerante y de libertad a mi investigación, en especial al Dr. José Mario Contreras Valdez, tutor de mi trabajo, quien me brindo asesoría, confianza, generosidad y acompañamiento, a la Dra. María Eugenia Romero Ibarra por su asesoría, calidez, enseñanza, trayectoria y ejemplo, al Dr. Antonio Ibarra Romero por su asesoría, enseñanza y confianza, al Dr. José Alfredo Pureco Ornelas, profesor-investigador del Instituto de Investigaciones Dr. José María Luis Mora, por su asesoría, disponibilidad, enseñanza y apertura, al Dr. Thomas Passananti, profesor de la Universidad de San Diego California, por su asesoría y apoyo.

Doy en particular las gracias al Dr. Hugo Contreras Sosa, profesor del Posgrado de Economía de la UNAM y Coordinador del Seminario de Credibilidad Macroeconómica de la Facultad de Economía, UNAM, así como a Carlos Javier, Osvaldo Baldomiano, Gabriel Delgado Toral y Daniel Díaz Espinoza, miembros de dicho Seminario, por brindarme un espacio para estudiar economía monetaria moderna. A los Mtros. Carlos Javier Cabrera Adame, Diana López Hernández y María del Carmen Ruiz López por su acompañamiento y por ser parte de este proyecto académico.

Asimismo, expreso mi gratitud al Mtro. Víctor Manuel Martínez Rodríguez, Vice-Rector Académico, al Dr. Álvaro Castañeda Arredondo, Jefe de la Lic. en Administración Pública y a la Lic. Lizet Cortés Ramírez, Jefa de la Biblioteca, todos de la Universidad del Istmo, Oaxaca, por el apoyo que me brindaron durante la elaboración de esta investigación. Finalmente comparto los créditos con mis compañeros del Doctorado en Economía generación 2012-2015 por el trabajo de equipo, la valentía y el entusiasmo que desarrollamos durante nuestra formación académica en la UNAM, sin duda, la máxima casa de estudios.

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	6
CAPÍTULO I. Evolución histórica del enfoque teórico de reglas de política: marco analítico	11
A. Panorámica del siglo XVIII y XIX.....	12
B. Fundadores en el siglo XX: Fisher, Simons y Hayek.....	17
C. La formalización de los años 50s y 60s: Phillips y Samuelson.....	23
D. La década de los 70, 80: Friedman y Kydland y Prescott.....	28
E. La década de los 90: Taylor.....	34
CAPÍTULO II. Fundación de la Reserva Federal de 1913	39
A. The First Bank of the United States de 1791.....	40
B. The Second Bank of the United States de 1816.....	45
C. The free banking era y el pánico financiero de 1907.....	51
D. El Sistema de la Reserva Federal de 1913.....	56
CAPÍTULO III. La Gran Inflación de 1964 a 1981	72
A. El inicio de la Gran Inflación de 1964.....	73
B. La presidencia de William M. Martin Jr. de 1953 a 1970.....	75
C. La presidencia de Burns y Miller de 1970 a 1979.....	82
D. El fin de la Gran Inflación de 1981.....	89
CAPÍTULO IV. La Gran Moderación de 1982 a 2006	91
A. El origen y sus causas.....	92
B. La presidencia de Paul Volcker de 1979 a 1987.....	101
C. La presidencia de Allan Greenspan de 1988 a 2006.....	107
CAPÍTULO V. La Gran Recesión de 2007 a 2014	118
A. Escenarios básicos de la crisis y respuesta de la autoridad 2007 a 2014.....	119
B. La hipótesis de la Gran Desviación 2008.....	129
C. Enfoques institucionales sobre la crisis 2008 a 2009.....	132
D. Enfoques monetaristas frente a la crisis 2008 a 2009.....	145
EPILOGO. The new role of the central bank of Mexico	153
A. The analytic framework of modern monetary policy.....	154
B.1 The structural change of the central bank of Mexico.....	160
B.2 The cycle of monetary toughening of 2008.....	166
C. The first cycle of monetary easing in 2009.....	169
D. Second cycle of monetary relaxation 2013-2014.....	173
CONCLUSIONES GENERALES	181
REFERENCIAS	198

INTRODUCCIÓN

La investigación de doctorado titulada “MÁS DE MEDIO SIGLO DE POLÍTICA MONETARIA ESTADOUNIDENSE. LA BANCA CENTRAL DE EU: REGLAS DE POLÍTICA Y MARCO INSTITUCIONAL.” tiene el objetivo de analizar más de cincuenta años de política monetaria estadounidense fundamentalmente en el siglo XX, a cargo del Sistema de la Reserva Federal (Fed) que es el banco central de Estados Unidos (EU). La investigación inicia con un estudio histórico sobre el uso de reglas y continúa con la fundación de la Fed para comprender los orígenes de la política monetaria moderna.

Posteriormente, la investigación analiza las etapas monetarias más importantes, tales como la Gran Inflación, la Gran Moderación y la Gran Recesión destacando el rol de los personajes que han dirigido el banco central en estas etapas, considerando que cada uno le ha impreso un toque particular, para destacar si sus acciones monetarias estuvieron guiadas por una regla de política o tuvieron un toque discrecional y conocer sus resultados en torno al desempeño de la inflación y del producto en los periodos trascendentales de la historia monetaria de EU.

La hipótesis principal que guía la investigación plantea que los experimentos monetarios del siglo XX tales como la Gran Inflación, la Gran Moderación y la Gran Recesión moldearon el entendimiento de la ciencia monetaria y en particular la gestión de los banqueros centrales que dirigieron la Fed, destacando un toque discrecional en su desempeño. Sin embargo, estas etapas de la historia monetaria terminaron reivindicando el carácter neutral del dinero, la inflación como un fenómeno fundamentalmente monetario, la existencia de rezagos en la política monetaria, el problema de la inconsistencia dinámica, la importancia de la credibilidad y el principio de Taylor en la conducción de la política monetaria, por señalar los más importantes, pareciera ser entonces que se trata de una discrecionalidad limitada, lo anterior constituye la hipótesis secundaria.

La investigación inicia con el análisis del uso de reglas en la conducción de la política monetaria, en donde los postulados de la teoría clásica dominaron todo el siglo XIX, posteriormente con la Gran Depresión, los postulados keynesianos se colocaron en el centro de la teoría monetaria, se privilegió la discrecionalidad en las acciones monetarias. Sin embargo, con el intento por controlar la tendencia de los precios a finales de los setentas del siglo XX, resurgió el debate sobre el uso de reglas en la conducción de la política monetaria.

El trabajo continúa con los orígenes de la Fed, organismo que se caracteriza por sus cambios repetidos, en las reglas mismas y en los objetivos buscados, institución público-privada que se creó por la necesidad de contar con una moneda elástica y de movilidad de reservas que atendiera los riesgos financieros que surgieron de un sistema bancario amplio. El banco central nació bajo el enfoque teórico de la *real bill doctrine*. Sin embargo, en la práctica este sistema convivió con una regla de convertibilidad que mantuvo la emisión monetaria ligada a la reserva de metales, por un cierto periodo.

Con el advenimiento de la Gran Depresión la teoría económica dominante entró en jaque, el actuar del banco central se puso en entredicho, se creyó que el dinero no importaba y que el sector público debía ejercer acciones para incidir en el ciclo económico. El gobierno dejó de ser árbitro para volverse jugador en la economía, su participación en la provisión de bienes y servicios aumentó. Los políticos se propusieron como meta el pleno empleo y para lograrlo sincronizaron la política fiscal con la política monetaria.

La tasa a la cual aumentaba la cantidad de dinero se aceleró y con ello se perdió el ancla nominal de la economía, la inflación surgió, se creyó que ésta tenía explicaciones reales, es decir, provenía de la producción, por lo que se recurrió a los controles de precios y a políticas de ingreso, se consideró que la inflación era provocada por el poder de los monopolios, el poder de los sindicatos, de los atascamientos en determinados sectores y por los choques externos de oferta, principalmente por alzas significativas en los alimentos y en los energéticos.

Sin embargo la inflación no cedió, ésta aumento su variabilidad y afectó el comportamiento del PIB, éste también disminuyó y aumentó su variabilidad, generando la Gran Inflación, la cual duró casi dos décadas. Los planteamientos diferentes, que no nuevos, de los economistas de la cantidad de dinero replantearon una vez más el rol de la política monetaria, la existencia de una tasa natural de desempleo, ajena a todo impulso monetario, la inflación como un fenómeno fundamentalmente monetario, entre otros elementos, le regresó el control de la inflación a la Fed.

Lo aprendido en la Gran Inflación permitió experimentar la Gran Moderación que se manifestó en 24 años de baja inflación y crecimiento sostenido del producto, caracterizado por una disminución en la variabilidad de la inflación y del producto, y con ello, EU vivió las dos expansiones más largas y las tres recesiones más cortas, desde que se tenga registro, algo que sin duda sigue sorprendiendo a los historiadores económicos. Sin embargo, iniciado el siglo XXI llegó la Gran Recesión, que con la crisis de las hipotecas, puso fin a la Gran Moderación. Una extensa literatura surgió para tratar de responder qué había puesto fin a este largo proceso de estabilidad económica, aunque no hay consenso en torno a los planteamientos.

El trabajo de investigación cuenta con cinco capítulos. El CAPÍTULO I. EVOLUCIÓN HISTÓRICA DEL ENFOQUE TEÓRICO DE REGLAS DE POLÍTICA: MARCO ANALÍTICO realiza una revisión histórica del enfoque reglas de política para construir un marco analítico que permita comprender los cambios de la ciencia monetaria y de la práctica monetaria del banco central de EU durante más de medio siglo.

El CAPÍTULO II. FUNDACIÓN DEL SISTEMA DE LA RESERVA FEDERAL analiza la creación del Sistema de la Reserva Federal en EU en 1913, como el tercer intento. The First Bank en 1791 y The Second Bank en 1816 fueron sus antecedentes, los cuales no lograron sobrevivir. Casi 100 años después, emergieron 12 bancos regionales y una

Junta de Gobernadores que hoy día da forma a la máquina monetaria más poderosa del mundo.

El CAPÍTULO III. LA GRAN INFLACIÓN DE 1965 A 1982 analiza la historia monetaria de EU de 1965 a 1982 conocida como la Gran Inflación la cual se caracterizó por experimentar una inflación alta y volátil y un producto bajo y volátil durante casi dos décadas, estuvieron al frente cuatro presidentes en la Fed, la política monetaria fue activista, dependiente de las acciones del presidente, la inflación no era considerado un fenómeno monetario y se aceptaba la curva de Phillips de largo plazo con pendiente negativa.

El CAPÍTULO IV. LA GRAN MODERACIÓN DE 1982 A 2006 analiza la historia monetaria de 1982 a 2006 conocida como la Gran Moderación en la cual la inflación y el producto observaron una variabilidad muy reducida, EU experimentó las dos más largas expansiones y las tres más cortas recesiones en más de dos décadas, 2 presidentes del Fed, la política monetaria pasó a ser un instrumento de estabilización de los precios y del producto, independiente de las acciones del presidente, la inflación era considerado un fenómeno monetario y se rechazó la curva de Phillips de largo plazo con pendiente negativa.

El CAPÍTULO VI. LA GRAN RECESIÓN DE 2007 A 2014 analiza la historia monetaria reciente como la Gran Recesión en la cual el producto mostró un crecimiento mediocre impulsado por una cantidad nunca antes vista de estímulos monetarios, relajamientos cuantitativos y acciones discrecionales por parte del banco central, la inflación no fue un problema para las autoridades, al contrario, la amenaza constante de una desinflación fueron elementos que EU compartió con otros países desarrollados. Durante este periodo el Fed estuvo al mando de un presidente, quien dejó el cargo después de un segundo periodo.

Asimismo, se incluye un EPILOGO con el trabajo “The new role of the central bank of Mexico” el cual analiza el nuevo rol del banco central de México para destacar como en los últimos seis años, específicamente en 2009 –con la crisis global– y en 2013–2014 – con el cambio en la administración federal– el Banco de México realizó acciones para estabilizar el producto lo cual sugiere que este instituto está ocupado no solo en mantener la inflación dentro un cierto intervalo sino también en estabilizar el producto en torno en su producto potencial.

Este estudio se realiza con todo el arsenal analítico desarrollado en el Capítulo I para demostrar que, los desarrollo de la teoría monetaria moderna que han surgido principalmente en EU, han sido aplicados en la ejecución de la política monetaria por parte del Banco de México y seguramente de otros bancos centrales de América, Asia, África y Europa. Finalmente el trabajo de investigación cierra con las conclusiones generales.

CAPÍTULO I

Evolución histórica del enfoque teórico de reglas de política: marco analítico

“La organización de la vida económica demanda la participación del Estado mediante un juego de reglas bien definidas” Simons (1936).

Introducción

El capítulo I *“Evolución histórica del enfoque teórico de reglas de política: marco analítico”* es el marco teórico de la investigación titulada *“La banca central de EU: reglas de política y marco institucional, más de medio siglo de política monetaria estadounidense. En este capítulo I se desarrollan en perspectiva histórica los elementos analíticos que han estado presentes a lo largo del desarrollo de reglas de política en EU poniendo el énfasis en el siglo XX y repasando rápidamente los siglos XVIII y XIX.*

Este capítulo se divide en cinco apartados que son *A. Breve panorámica de los siglos XVIII y XIX, B. Fundadores de las reglas de política en el siglo XX*, en donde se exponen los elementos teóricos que han moldeado el diseño y la instrumentación de reglas de política fundamentalmente en el área monetaria a lo largo de este periodo histórico. Sin embargo, la aceptación general de que el dinero no puede afectar variables reales en el largo plazo representó la columna vertebral que dio impulso al desarrollo de reglas

monetarias en la ciencia económica. Sucesos tales como guerras, crisis bancarias y problemas de endeudamientos de los países llevaron a replantear una y otra vez la importancia del dinero.

Los apartados *C. Formalización de los años 50s y 60s*, *D. La década de los 70 y 80* y *E. La década de los 90*, analizan el debate en torno a las reglas de política. La existencia de un *trade-off* estable y de largo plazo se puso pronto en duda con los desarrollos de los teóricos de la cantidad de dinero. Se pugnó entonces por reglas fijas sobre la cantidad de dinero. Se planteó que con el uso de reglas la variabilidad del producto y de la inflación podía disminuir. El desarrollo de las expectativas racionales permitió el diseño de reglas de política basadas en tasas de interés y con retroalimentación, lo cual le permitía a la autoridad enfrentar de mejor manera el ciclo económico.

A. Breve panorámica de los siglos XVIII y XIX

De acuerdo a Asso, Kahn y Leeson (2003) se han realizado muchos esfuerzos por diseñar reglas de política para preservar la estabilidad monetaria y otros objetivos macroeconómicos. Los trabajos refieren al debate “reglas versus discrecionalidad” el cual se remite a tiempos del Imperio Romano o la Edad Media. Sin embargo, la mayoría de los autores coincide en que las obras de Adam Smith, David Ricardo, Henry Thornton, Lord Overstone y Walter Bagehot son un buen referente para situar el origen de este dilema y que un conjunto de eventos históricos fueron los que dotaron del entorno adecuado para idear y proponer reglas de política en la conducción de los asuntos monetarios. Episodios tales como guerras, crisis económicas, corridas bancarias, etc., los cuales coinciden con el surgimiento de los estados-nación y de la introducción del dinero fiduciario en las economías del mundo.

Gran parte de las controversias del siglo XVIII y XIX estuvieron relacionadas con el sistema monetario y el papel que jugaba el dinero en la economía. En estos siglos se generó una profunda discusión en temas tales como: el dinero, la inflación de posguerra y el sistema bancario. Por ejemplo, las crisis que experimentó Inglaterra con el fin de las Guerras Napoleónicas y las secuelas de la Primera Guerra Mundial generaron una profunda discusión en torno a los objetivos que debía perseguir la política monetaria. El debate giro en torno al uso de reglas versus discrecionalidad.

El campo de batalla de las ideas monetarias se dividió entre los partidarios de la Currency School y la Banking School. Los primeros explicaban a la inflación en función

del abuso monetario causado por gasto gubernamental excesivo y los de la Banking School lo hacían mediante la inestabilidad financiera y la creación de liquidez. La Currency School estuvo a favor del uso de reglas para conducir la oferta monetaria y fijar la directriz de la política monetaria. Bajo estos principios se recomendó que el Banco de Inglaterra se debiera guiar bajo un marco de reglas si es que en verdad pretendía proteger la confianza en las nuevas tecnologías de pagos y la propagación de nuevos instrumentos financieros. Por su parte, la Banking School propuso que el instituto central se guiara mediante “*the real bills doctrine*”¹ la cual recibió tratamiento en varios pasajes de la obra de “*La riqueza de las naciones*” de Adam Smith.

El diccionario de la Real Academia Española define como una regla aquello que ha de cumplirse por estar así convenido por una colectividad. Para Hayek (1978) interpreta las reglas como normas que permiten a cada uno de los individuos prever con certidumbre como usará la autoridad sus poderes coercitivos en cada circunstancia. Para Taylor (1993) una regla es un plan contingente diseñado para llevarse a cabo en un plazo considerable de tiempo en donde la autoridad debe comprometerse a seguir la regla, a cambio obtendrá credibilidad por parte del público y la regla puede ser cancelada solo mediante una causa explícita.

Siguiendo a *Asso et al.* (2003) la primera regla en aplicarse fue la “*regla de convertibilidad*”, que plantea la convertibilidad del dinero en oro a un precio fijo. Esta regla se convirtió en el objetivo dominante de la política monetaria, la cual estaba inspirada en el *Bullion report*. Mucha de la ortodoxia monetaria británica descansó sobre la firme aplicación de esta regla. A través de la convertibilidad se consideraba que la economía doméstica era protegida de shocks externos incluyendo los abusos del gobierno en la emisión de papel moneda. Los bullionistas señalaron que el control de la inflación debía estar bajo la responsabilidad del banco central, el cual era también responsable de la salida externa de metales preciosos que protegían la restricción de los medios de pagos.

¹ La “*real bill doctrine*” plantea que el dinero puede ser creado para atender aquellas facturas o pedidos cuyo objetivo fuera financiar bienes reales en el curso de la producción y la distribución. De acuerdo a Smith, Thomas Tooke, James Fullarton, Stuart Mill y otros economistas de la Banking School los bancos de emisión no debían ser sometidos a una regla rígida o cuantitativa, de hecho la cantidad de dinero óptimo sería determinada automáticamente en la medida en que los bancos regularan sus notas (billetes) y otros pasivos respondiendo a las necesidades de comercio

La regla de convertibilidad proveía un criterio automático para regular la oferta de papel moneda. La emisión de moneda podría aumentar o contraerse solamente en respuesta a la entrada o salida de oro. Por el contrario, excesiva emisión que no respondiera a esta regla simple era la causa fundamental de crisis bancarias y financieras. La mayoría de los economistas clásicos expresaron un fuerte acuerdo en nombre de reglas, lo cual desde su punto de vista favorecía en la práctica el funcionamiento de una economía de papel moneda más cercana a una economía de metal puro. Cabe subrayar que bajo un marco de reglas el objetivo primordial de la política monetaria era mantener la estabilidad de precios.

En ese orden de ideas, la introducción de reglas de política evitaban los riesgos por abusos de los actores financieros, así como de aquellos asociados a la información imperfecta. De esto se derivaba que la nacionalización de los bancos centrales reducía los márgenes de discrecionalidad y la emisión de notas era una actividad que solo los gobiernos debían realizar aplicando un pequeño número de reglas simples y claras. Las reglas eran entonces una medida necesaria para asegurar el buen manejo de la política monetaria y lograr un desempeño estable del producto.

Al finalizar las Guerras Napoleónicas se vivió nuevamente las consecuencias de las crisis bancarias y económicas, y las instituciones monetarias y financieras no lograron mantener la estabilidad de los precios y evitar una excesiva emisión de notas bancarias. Posteriormente nuevas reglas comenzaron a ser discutidas, una de ellas fue planteada por John Horsley Palmer, gobernador del Banco de Inglaterra de 1830 a 1832, promotor de la llamada “the *Palmer rule*”. La regla Palmer establecía que la tasa de redescuento del banco se fijara como una tasa techo (o límite) para enviar una señal clara al mercado de dinero de que el banco nacional de emisión no competiría abiertamente con otras instituciones, también aseguraba que en tiempos de crisis, las tasas de mercado llegaran a ser pronto más altas que las tasas del banco así que el banco podría incrementar sus facilidades de redescuento y sostener la confianza.

Como segundo elemento la regla Palmer estipulaba que bajo condiciones ordinarias el Banco de Inglaterra mantendría una relación cuantitativa rígida entre activos y pasivos. Más específicamente, el banco respaldaría un tercio de sus pasivos de corto plazo de notas de moneda y depósitos de corto plazo con lingotes de oro y plata, mientras los dos tercios restantes serían respaldados con bonos y otros activos que brindaban un interés. Esta regla era flexible sobre todo en momentos de crisis, por el hecho de que probablemente la autoridad tuviera que renunciar a ella para hacer frente a la

contingencia. Y como un tercer elemento, la regla Palmer planteaba un control riguroso sobre el mercado de dinero, dejando muy claro que el banco central tenía el monopolio en la emisión de notas (Asso *et al.*, 2012).

La regla Palmer enfrentó severas críticas tanto de los promotores de reglas como de aquellos que nos las aceptaban. La Currency School, promotora del uso de reglas, luchó por la introducción de un conjunto de reglas todavía más estrictas, argumentando que el Banco de Inglaterra debía ligar sus emisiones de moneda a sus reservas en oro, aunque esta medida se convirtió en su sepultura una vez que se terminaron las reservas de oro en 1825, 1837 y 1939. El Banco de Inglaterra terminó vendiendo sus activos para respaldar la relación de dos tercios, con lo que contribuyó a una expansión de su emisión de notas.

Muchos teóricos identificados con la Currency School sugirieron que las respuestas de la política monetaria a las pérdidas y a los movimientos del tipo de cambio habían sido desestabilizadores perversos o simplemente inefectivos. Argumentaban que el tiempo se había encargado en evidenciar que el dinero se comporta como un elemento neutral en el largo plazo. Esta fue la razón del por qué el banco empeoró significativamente, más que apaciguó los disturbios económicos, ya que las reacciones del Banco de Inglaterra frecuentemente llegaban muy tarde, sus intervenciones no protegieron las reservas y al final terminaban debilitando la confianza del público.

Entre los expertos del tema se planteó que lo necesario era la convertibilidad de la moneda en oro, además de una regulación más estricta del volumen de notas bancarias. Los miembros de la Currency School sugerían la implementación de una regla que impusiera una limitación cuantitativa del stock de dinero. Los trabajos de Lord Overstone de 1857 para señalar que la preservación de la regla de convertibilidad podría solo asegurarse mediante otra regla la cual estaba relacionaba con el respaldo de notas bancarias y monedas en reservas en oro. Estas ideas dieron lugar a la aprobación de la Ley Peel en Inglaterra en donde el departamento de emisión fue completamente separado del departamento de banca. De esta manera se reforzó la regla de convertibilidad de oro y la oferta monetaria vino a ser endógenamente determinada (*Ibidem*).

De acuerdo a la Currency School la regla de convertibilidad expandida significó lograr tres objetivos de política de largo plazo: equilibrio externo, crecimiento y neutralidad del dinero. Se argumentó que el ajuste automático del desequilibrio externo podría ser

velozmente expandido a una economía de moneda. Además, la oferta monetaria podría ser exógenamente determinada, creciendo en línea con las necesidades de comercio y fijando las condiciones de la estabilidad de precios domésticos. Se ponía el énfasis en que el crecimiento económico depende de factores reales.

Siguiendo a los autores, otra regla que fue propuesta fue la “*regla de la transparencia*” para los bancos de emisión con el objetivo de aumentar el conocimiento del público y mejorar las condiciones en las que operan los mercados. La ley de 1844 siguió de cerca las instrucciones de Lord Overton y sus seguidores, ésta estableció un requerimiento de reserva marginal del 100% de las notas emitidas. Bajo estos ordenamientos, nuevas notas podrían ser emitidas solo si el banco había recibido una cantidad de dinero equivalente. Posteriormente el parlamento francés en 1848 limitó la discrecionalidad en el manejo de la oferta monetaria a lo que le siguió EU en 1865, Italia en 1874, Alemania en 1875 y Suecia en 1897.

Posteriormente, Walter Bagehot destacado economista en la discusión de política monetaria, señaló en la segunda mitad del siglo XIX que el banco central debía seguir una regla de conducta con el fin de salvaguardar la estabilidad financiera del país. Se argumentaba que cuando la contingencia tomaba la forma de una crisis de liquidez de corto plazo, los bancos de emisión debían estar ocupados en garantizar la estabilidad del sistema bancario. Por tanto, el instituto central estaba obligado a actuar como prestamista de última instancia, apoyando la confianza de los ahorradores y defendiendo la estabilidad del sistema bancario. Se creía que en tiempos de una sangría internacional de oro, los bancos centrales deberían prestar libremente a los bancos domésticos a tasas de interés más altas.

Bagehot sugirió que los bancos centrales debían inyectar liquidez al sistema, por lo tanto debían esterilizar el impacto de las pérdidas de oro sobre la oferta monetaria. Sin embargo, el consenso intelectual respecto al patrón oro se debilitó en la Primera Guerra Mundial. El nivel de precios experimentó cambios significativos con consecuencias en la economía, la política y la sociedad. El interés de los intelectuales se centró en restablecer la normalidad y formular planes de estabilización, los cuales fueron discutidos ampliamente en foros internacionales. Los autores tenían diferentes concepciones hacia el rol que jugaba el dinero en la economía, algunos otros propusieron retirar la convertibilidad del oro en moneda y notas bancarias y otros más sugirieron que el oro fuera relegado a las transacciones financieras internacionales y operaciones de banca central.

En la década de los veinte del siglo XX otro tipo de regla no escrita pero aplicada con rigor dominó el debate, “*the resumption rule*” como se le conoció estaba inscrita bajo los valores universales del patrón oro clásico. Los encargados de la política económica debatían planes de estabilización para los años que siguieron al término de la Primera Guerra Mundial, los gobiernos trabajan para restablecer algunos compromisos dentro del patrón metálico basado en el oro.

La regla de reanudación introdujo rigurosos acuerdos sobre las políticas económicas. Esta regla indicaba que después de la existencia de un shock exógeno –una guerra o una crisis de confianza– la convertibilidad del oro debería ser suspendida temporalmente y la regla debía ser restaurada nuevamente a la paridad tradicional tan pronto como fuera factible, si fuera necesario provocando una deflación en la economía. El debate se centraba en el tiempo de reanudación entre los simpatizantes de esta regla. Se argumentaba que en países periféricos el gradualismo y el realismo debían de ser los elementos guía para establecer las paridades sobre el tipo de cambio (*Ibidem*).

La regla de reanudación permitió a los gobiernos en los hechos ejercer una influencia de largo plazo sobre el nivel de precios doméstico y se constituyó como la base fundamental en la elaboración de las políticas monetarias en los primeros años que siguieron después del primer conflicto bélico mundial. Las razones de este fuerte apoyo estaban basadas en la fuerte alza que la inflación o hiperinflación en muchas otras economías. Los economistas promotores de la regla de reanudación asumían la conducción de la política monetaria en términos de reglas las cuales debían ser paulatinamente introducidas en las constituciones de los países. Autores tales como Keynes, Fisher, Cassel, Hawtrey, Lefffeldt contribuyeron en la elaboración de planes de reforma monetaria, los cuales colocaron la estabilidad de precios domésticos en la cima de las prioridades de la política monetaria.

B. Fundadores de las reglas de política en el siglo XX: Simons y Hayek

1. Henry Simons

Entre los autores más destacados en la primera mitad del siglo XX sobre el uso de reglas está sin lugar a dudas Henry Simons que con su obra “*Rules versus authorities in monetary policy*” de 1936 resalta la importancia del uso de reglas por encima de las prácticas discrecionales. Desde su óptica la organización de la vida económica demandaba la participación del Estado mediante un juego de reglas bien definidas, es

decir, las autoridades debían proveer un marco estable de reglas, en donde las empresas en competencia, podrían dirigir la producción y distribución de bienes y servicios.

El avance de políticas colectivistas en diversas partes del mundo era una constante en diversas partes del mundo. Las secuelas de la Gran Depresión todavía estaban presentes en EU. Alto desempleo, ausencia de crecimiento económico y deflación eran los principales problemas a enfrentar. De acuerdo a él, la respuesta de los economistas de sustituir precios competitivos por controles políticos y gubernamentales, sustituía al mercado por las decisiones de estado, delegando el poder del legislativo y de reglas por el actuar discrecional del estado.

Existían espacios de responsabilidad en donde las autoridades administrativas debían contar con un poder discrecional sustancial, por ejemplo, los servicios de salud no podían ser limitadas en sus actividades por prescripciones legislativas. Pero contrario a esto, existían áreas en donde era necesario que un conjunto de reglas simples y entendibles por todos debían marcar el actuar de los actores y la autoridad, un caso simbólico de estas áreas era el ámbito monetario. Se debía eliminar la incertidumbre a la que estaban sometidas las empresas por las acciones discrecionales que tomaban las autoridades monetarias y evitar las fluctuaciones industriales extremas que experimentaba la economía.

Desde la respectiva del autor, los problemas del dinero nunca habían sido resueltos completamente debido a que los expertos no se habían preocupado por establecer adecuadas reglas para este ámbito. Las autoridades habían descuidado el control de la moneda originando que los bancos privados tuvieran manga ancha para determinar el carácter de la estructura financiera e incidieran en los cambios en la cantidad de dinero y de los sustitutos cercanos de la moneda o casi-dinero como le llama el autor. Es por ello que el campo del dinero debía contar con reglas que fuera estables, definidas y claras.

Para Simons, la economía está expuesta a perturbaciones catastróficas debido a que los préstamos de corto plazo se generalizan dentro del sistema bancario y financiero. De ahí que ningún plan de estabilización de la autoridad sea viable cuando los prestamistas de corto plazo están demandando la conversión de sus cuentas en dinero. En la medida en que los contratos de dinero son cada vez más cortos, la economía se vuelve más susceptible de padecer una crisis. Esta situación representa un problema

real por la estructura del sistema bancario. Los bancos inundan la economía con casi-dinero durante los booms y posteriormente en una crisis provocan que el público busqué liquidez masivamente.

El autor pugnaba por una reforma bancaria que contemplara primero establecer 100% de reservas para los depósitos a la vista y segundo fijar una cierta cantidad para la circulación que contemplara moneda más depósitos a la vista, la cual debía de ser un principio de política monetaria. Lo anterior pretendía *i)* evitar la dependencia sobre acciones discrecionales por parte de una autoridad monetaria, *ii)* definir una regla que fuera avalada por el poder legislativo, *iii)* proveer ajustes automáticos para los precios de los *comodities* y *iv)* proveer las bases para construir un nuevo marco monetario el cual debía seguirse como una religión, que eliminará la posibilidad de que la autoridad jugueteara con el dinero. Todos estos elementos debían definir una política en términos de medios y no de fines.

Identificado como un economista liberal inscrito en la tradición clásica, Simons consideraba que una regla de política basada en fijar una determinada cantidad de dinero para la economía por parte del banco central era una medida ejemplar e ideal para el adecuado funcionamiento de la economía y para evitar las fluctuaciones² que experimentaba la producción. Sin embargo, consideraba que esta regla era inalcanzable debido a cambios bruscos que experimentaba la velocidad del dinero, haciendo que ningún sistema monetario pudiera funcionar efectivamente o sobrevivir políticamente en el escenario de alteraciones extremas en las tenencias de dinero.

Por lo que en un sistema de libre empresa se deben definir reglas del juego para el dinero. Las reglas monetarias deben ser compatibles con el adecuado funcionamiento del sistema. Se debe diseñar y establecer un adecuado sistema monetario para que en el futuro todos sigan estas reglas. Una regla de cantidad de dinero fija sería mejor pero no funcional debido a que la estructura financiera de la época abunda el casi-dinero y eso hacía imposible definir en forma práctica la concepción de cantidad de dinero. Las condiciones financieras bajo las cuales la regla de la cantidad fija de dinero podría ser adecuada era una donde los préstamos no existieran fundamentalmente los de corto plazo.

² Desde su punto de vista las fluctuaciones industriales se debían a una estructura de precios y salarios rígidos en áreas importantes de la economía y al volumen total de dinero que existía en la economía.

Siguiendo al autor, una estructura financiera en donde la autoridad se guiara por reglas de política tendría un mejor desempleo que aquella conducida por acciones discrecionales, lo anterior lo explicaba de la siguiente manera: “Si está claro para todos los participantes del mercado que la autoridad administrativa está equipada para hacer la regla efectiva, entonces la regla será autocumplida en la medida en que las empresas y los especuladores predican la regla sobre sus esfuerzos”. La regla de sus elección era una basada en un índice de precios, por ello señaló: “es necesario concentrar los poderes monetarios que están en manos en diversas agencias gubernamentales en pocas manos y después tenerlas cerca del control de la ley mediante la adopción de reglas expresadas en términos de un índice de precios”.

El autor realizó una serie de recomendaciones para un adecuado funcionamiento de la economía y este trabajo de investigación pone el énfasis solo en el ámbito monetario, estas medidas son: *i)* en una democracia con sistema de libre empresa se requiere un marco estable de reglas definidas impuestas en la legislación, sujetas a cambios solo gradualmente y respetando los intereses de los participantes del juego económico. El objetivo más importante de una política liberal sólida, aparte del establecimiento de condiciones altamente competitivas en la industria y la estrecha limitación del control político sobre los precios relativos, debería ser aquella que asegure un sistema monetario gobernado por reglas definidas.

ii) Las reglas monetarias deben ser bien definidas para asegurar que la opinión pública no presione a la autoridad en pro de un jugueteo, además éstas deben de ser diseñadas para pretender empleo alto y estable, *iii)* la responsabilidad de cumplir las reglas monetarias debe de recaer en una autoridad federal, dotada con grandes poderes administrativos pero cercanamente controlada en su ejercicio por una política definida. Los poderes de la autoridad monetaria deben incluir los acuerdos fiscales, la emisión y retiro de papel moneda (operaciones de mercado abierto en obligaciones de gobierno) y la relación entre ingresos y gastos del gobierno, en otras palabras, las reglas monetarias deberían tomar en cuenta la política fiscal, finalmente *iv)* se debe adoptar una regla monetaria que fije un índice de precios, preferiblemente un índice de precios de mercancías producidas competitivamente. Una regla de política que fije una cantidad de dinero merece ser considerada en el futuro (Simons, 1936).

2. Frederic Von Hayek

Entre los autores que desarrollaron trabajos en la primera mitad del siglo XX relativos a la dicotomía reglas versus discrecionalidad se encuentra sin duda Frederic Von Hayek. Sus principales argumentos a favor de reglas se pueden encontrar en su publicación de 1936 "*The road to serfdom*". Su obra se desarrolla en un momento en que el pensamiento económico alemán comienza a desplazar más de dos siglos de desarrollos de los ingleses. Más específicamente, un conjunto de ideas sobre un estado benefactor y con fuerte injerencia en la economía está dominando los principales círculos políticos e intelectuales de Inglaterra. El autor veía que en Inglaterra se copiaban medidas que la Alemania de Hittler había emprendido en nombre del bienestar colectivo.

El autor señala que durante más de doscientos años las ideas inglesas se extendieron hacia el Este. La supremacía de la libertad y que fue enarbolada por Inglaterra parecía destinada a extenderse al mundo entero. Pero hacia 1870 el reinado de estas ideas había alcanzado probablemente su máxima expansión hacia el Este. Desde entonces comenzó su retirada y un conjunto de ideas diferentes, en realidad no nuevas, sino muy viejas comenzaron a avanzar desde el Este. Siete décadas después Alemania era el centro de donde partieron hacia Oriente y Occidente las ideas que llegaron a gobernar el mundo en el siglo XX. Esta literatura pugnaba por acciones discrecionales por parte del estado en nombre del bien común donde el fin justificaba los medios.

Pero es quizá más claro en el capítulo VI, titulado "*La planificación y el Estado de Derecho*" donde el autor realiza una defensa de los principios del liberalismo y a favor de reglas con respecto a las acciones discrecionales de las autoridades. Se señala que nada distingue con más claridad las condiciones de un país libre de las que rigen en un país bajo un gobierno arbitrario que la observancia en aquél de los grandes principios conocidos bajo la expresión del estado de derecho. Esta palabra despojada de todo su tecnicismo indica que el Estado está sometido en todas sus acciones a normas fijas y conocidas de antemano, normas que permiten a cada uno prever con suficiente certidumbre como usará la autoridad sus poderes coercitivos en cada circunstancia.

Ahora bien, desde su punto de vista, este ideal nunca puede alcanzarse por completo porque los legisladores, como aquellos a los que se les confía la administración de la ley, son hombres falibles, el objetivo es entonces reducir en todo lo posible la discrecionalidad concedida a los órganos ejecutivos dotados de un poder coercitivo. Dentro de las reglas del juego conocidas, el individuo es libre para procurarse sus fines

y deseos personales, seguro de que los poderes del Estado no se usarán deliberadamente para frustrar sus esfuerzos. En ese orden de ideas, las políticas basadas en reglas son superiores que aquellas basadas en acciones discrecionales y los resultados esperados son por tanto superiores.

Hayek plantea que la creación de una estructura legal dentro de la cual la actividad de la producción es guiada por las decisiones individuales en donde el Estado se limita a fijar normas que determinan las condiciones bajo las cuales pueden utilizarse los recursos disponibles, dejando a los individuos la decisión sobre los fines para los que será usada. Estas normas se pueden identificar como normas formales, las cuales no se dirigen a los deseos y necesidades de ningún individuo en particular. Por el contrario, pretender tan solo ser instrumentos para la consecución de los fines individuales de las personas y se proyectan para el futuro y deben serlo en periodos largos para que sea posible planear. Pueden describirse como un tipo de instrumento de la producción que permite a cualquier individuo prever la conducta de las gentes con las cuales tiene que colaborar.

Las normas formales indican a la gente cuál será la conducta del Estado en cierta clase de situaciones, definidas en términos generales, sin referencia al tiempo, al lugar o a alguien en particular. Atañen entonces a situaciones típicas en donde todos los individuos pueden hallarse y en las cuales la existencia de estas normas será útil para una gran variedad de propósitos individuales. El conocimiento de que en tales situaciones el Estado actuará de una manera definida o exigirá que la gente se comporte de un cierto modo, es considerado como un medio que la gente puede utilizar para hacer sus propios planes. Las normas formales son entonces instrumentos simples, en el sentido de son útiles a las personas, para los fines que las éstas decidan y en circunstancias que no pueden preverse con detalle.

Este desarrollo de ideas, le lleva a plantear al autor que el Estado tiene que limitarse a establecer reglas aplicables a los tipos generales de situaciones y tiene que conceder libertad a los individuos en todo lo que dependa de las circunstancias de tiempo y lugar, porque solo los individuos afectados en cada caso pueden conocer plenamente estas circunstancias y adaptar sus acciones a ellas. Si los individuos han de ser capaces de usar su conocimiento eficazmente para elaborar sus planes, tienen que estar en situación de prever los actos del Estado que pueden afectar a estos planes.

Además, para que sean previsibles los actos del Estado, tienen éstos que estar determinados por normas fijas, con independencia de las circunstancias concretas que no pueden preverse y tampoco tenerse en cuenta por anticipado, por lo que los efectos particulares de aquellos actos serán imprevisibles. Por el contrario, si el Estado pretendiese dirigir las acciones individuales para lograr fines particulares, su actuación tendría que decidirse sobre la base de todas las circunstancias del momento y sería imprevisible.

Por tanto, lo importante es que la norma permita prever correctamente la conducta de los demás y esto exige que se aplique a todos los casos, hasta en circunstancias particulares que sean consideradas injustas por algunos. Para Hayek la disyuntiva de si el Estado debe o no debe actuar o interferir plantea una alternativa falsa como la expresión *laissez faire*, la cual describe de manera muy ambigua y equivoca los principios sobre los que se basa una política liberal y enfatiza que no hay Estado que no tenga que actuar y toda acción del Estado interfiere con una cosa o con otra. Pero está no es la cuestión, lo importante es si el individuo puede prever la acción del Estado y utilizar este conocimiento como un dato al establecer sus propios planes, lo que supone que el Estado no puede controlar el uso que se hace de sus instrumentos y que el individuo sabe con exactitud hasta donde estará protegido contra la interferencia de los demás, o si el Estado está en situación de frustrar los esfuerzos individuales.

El Estado de derecho implica entonces un límite al alcance de la legislación, restringiendo ésta a una especie de norma general que se conoce como ley formal y que excluye la legislación dirigida directamente a personas en particular o a facultar a alguien con el uso del poder coercitivo del Estado con miras a esa discriminación. No significa que todo sea regulado por la ley, sino contrariamente que el poder coercitivo del Estado solo puede usarse en casos definidos por la ley y de tal manera que pueda preverse cómo será usado.

C. La formalización de los años 50s y 60s: Phillips y Solow–Samuelson

1. William Phillips

La formalización de reglas de política comenzó con los trabajos del economista William Phillips. Su obra "*The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the United Kingdom, 1861-1957*" de 1959 con un carácter más estadístico que teórico revivió con más fuerza la polémica que giraba en torno al uso de reglas en

la conducción de la política monetaria y sobretodo resucitó el viejo debate de la dicotomía clásica entorno a la relación entre variables nominales y variables reales. La obra de Phillips analiza la correspondencia entre la tasa de cambio del precio de los salarios monetarios en el Reino Unido y la tasa de cambio del desempleo para diversos periodos, su propósito fue en principio encontrar regularidades estadísticas en los datos.

Utilizando los principios de la teoría estándar, Phillips relacionó la oferta y la demanda de trabajo con el precio de los salarios monetarios. En su hipótesis planteó que cuando la demanda de una mercancía o servicio es alta en comparación con la oferta de éste, se espera que el precio crezca, la tasa del aumento será mayor en la medida que sea el exceso de demanda. A la inversa cuando la demanda sea baja en comparación con la oferta de éste, se espera que el precio disminuya, la tasa de la caída será mayor en la medida que sea la falta de demanda. Desde su punto de vista, este principio debía funcionar como uno de los factores que determinan la tasa de cambio de los precios de los salarios monetarios, los cuales son los precios por los servicios del trabajo, tal y como sucede con cualquier mercancía en la economía.

Esto lo planteo de la siguiente forma:

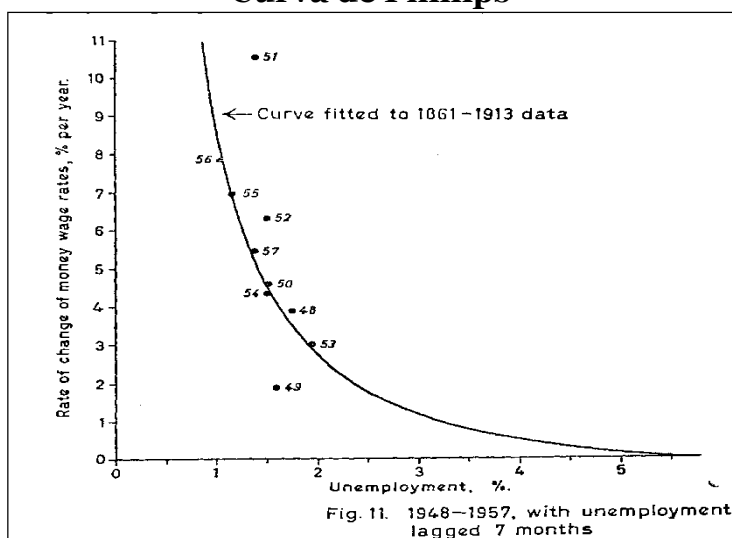
Cuando la demanda de trabajo es alta y hay pocos desempleados, se debía esperar que los empleadores pujen por precios de los salarios a la alza bastante rápidamente, cada empresa en cada industria está continuamente tentada a ofrecer un poco más sobre los precios que prevalecen en el mercado para atraer a la fuerza de trabajo más capacitada de otras empresas e industrias. Por el otro lado, parece que los trabajadores son reacios a ofrecer sus servicios cuando a los precios prevalecientes, la demanda de trabajo es baja y el desempleo es alto así que los precios de los salarios caen solo muy lentamente. Por lo tanto, la relación entre desempleo y la tasa de cambio del precio de los salarios es altamente no lineal (Phillips, 1958).

Phillips sugería que un segundo factor que influía en la tasa de cambio de los precios de los salarios monetarios probablemente era la tasa de cambio de la demanda de trabajo y por tanto de desempleo. Por lo tanto, suponía que en un año de crecimiento de los negocios, con la demanda de trabajo incrementándose y el porcentaje de desempleo disminuyendo, los empleadores estarían pujando vigorosamente por los servicios de los trabajadores comparado ésto con un escenario en donde los trabajadores estuvieran en un año durante el cual el porcentaje promedio de desempleo fuera el mismo pero la demanda de fuerza laboral no estuviera incrementándose.

También se podría entender esto en sentido inverso, en un año de caída de los negocios con la demanda de trabajo disminuyendo y el porcentaje de desempleo aumentando, los empleadores estarán menos inclinados a conceder incrementos salariales y los trabajadores estarán en una débil posición para presionar por éstos, comparado con un escenario en donde los trabajadores estuvieran en un año durante el cual el porcentaje de desempleo fuera el mismo pero con la demanda de fuerza laboral que no estuviera disminuyendo.

Asimismo, un tercer factor que afectaba la tasa de cambio de los precios de los salarios monetarios era la tasa de cambio de los precios al menudeo, operando a través de los ajustes del costo de la vida en los precios de los salarios. Señaló además que los ajustes en el costo de la vida tendrían poco o nulo efecto sobre la tasa de cambio de los precios de los salarios nominales excepto cuando los precios al menudeo son forzados al alza por un crecimiento rápido en el precio de los precios importados en el Reino Unido, es decir, por el efecto del traspaso del tipo de cambio a los precios de los bienes y servicios que los trabajadores demandaban.

Figura 1
Curva de Phillips



Fuente: tomado de Phillips (1958).

Lo anteriormente expuesto puede ser ilustrado gráficamente en la figura 1 que representa una curva de Phillips original, como convencionalmente se conoce. El gráfico muestra que la tasa de cambio de los precios de los salarios monetarios es alta cuando el desempleo es bajo y que la tasa de cambio de los precios de los salarios monetarios es baja o negativa cuando el desempleo es alto. Phillips sugirió que la tasa de cambio de los precios de los salarios monetarios puede ser explicada por el nivel de desempleo

y la tasa de cambio de desempleo, excepto en aquellos años en los cuales hay un crecimiento rápido en los precios de los bienes importados debido a que éstos inciden en los precios al menudeo, por lo que ya se comentó previamente.

Dejando de lado aquellos años en los cuales los precios de los bienes importados crecen suficientemente rápido para iniciar una espiral de precios-salarios, y asumiendo un incremento en la productividad de 2%, Phillips es enfático al señalar que “si la demanda agregada fuera mantenida en un valor, el cual mantuviera un nivel estable del precio de los productos, el nivel asociado de desempleo estaría un poco por debajo de 2.5%. Por el contrario, si la demanda fuera mantenida a un valor, el cual mantuviera estable los precios de los salarios, el nivel asociado de desempleo estaría por encima del 5.5%”.

Sin lugar a dudas el gran aporte de Phillips fue despertar nuevamente el interés de los economistas más destacados en ese momento por la relación estable y de largo plazo entre variables nominales en este caso los precios y variables reales como la tasa de desempleo, que después estaría en los hechos fungiendo como una regla de política. Esto tenía una relación directa con los formuladores de política económica en especial con los encargados de conducir la política monetaria, además de que brindaba un marco de referencia para enfrentar los problemas que surgían con la inflación y el lento crecimiento que experimentaban las economías desarrolladas en la década de los sesenta y al que se unieron dos décadas después las economías en desarrollo.

2. Paul Samuelson y Robert Solow

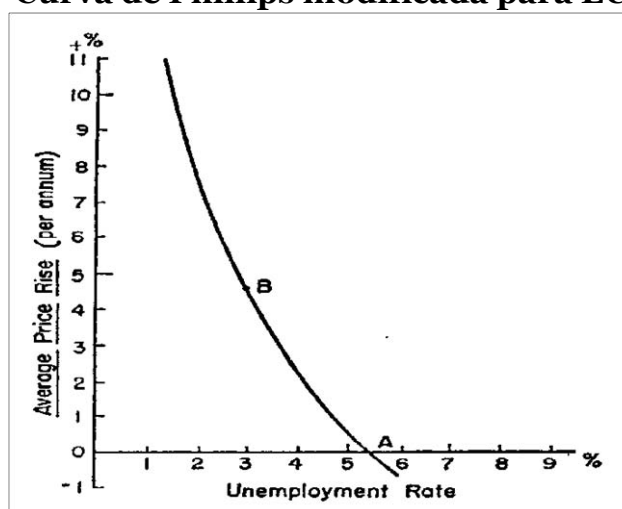
Los esfuerzos para formalizar el uso de reglas en la conducción de la economía continuó con los desarrollos de Paul Samuelson y Robert Solow, dos economistas que mantenían una fuerte influencia en la formulación de medidas de política económica en casi todo el mundo. Su obra de 1959 “*Problem of achieving and maintaining a stable price level*” relacionó, a diferencia de Phillips, el desempleo y los cambios en los salarios monetarios, poniendo el acento en los cambios porcentuales anuales de los ingresos promedios por hora de la manufactura y los porcentajes promedio anuales del desempleo de la fuerza laboral de EU para un periodo que abarcaba desde el fin del siglo XIX hasta la década que siguió a la Gran Depresión.

Ellos construyen la curva de Phillips utilizando variaciones salariales y desempleo para mostrar los diferentes niveles de desempleo que serían necesarios para cada grado de cambio en el nivel de precios. Desde su óptica, el patrón sistemático señalaba que las

tasas salariales tienden a crecer cuando el mercado laboral está ajustado y lo que es más significativo aún es el fuerte indicio de que la relación cambió ligeramente al alza en la décadas de los cuarenta y cincuenta del siglo XX.

Continuando con lo anterior, su estudio sugería que *i*) en orden de tener incrementos salariales de no más del 2 ½% por año, característico del crecimiento de la productividad, la economía de EU parecería, sobre la base del siglo XX y la experiencia de la posguerra, tener que sufrir algo como 5 o 6% de desempleo. Este alto desempleo parecería ser el costo de la estabilidad de precios en los años por seguir, *ii*) en orden de lograr los objetivos no perfectos de un producto suficientemente alto de no más de 3% de desempleo, el índice de precios probablemente tendría que ubicarse entre el 4 y 5% anual. Esta alza considerable de precios parecería ser el costo necesario de un nivel de empleo y producción alto en los años por seguir. Esta relación antes descrita se puede observar en la figura 2 que representa una curva de Phillips modificada para EU.

Figura 2
Curva de Phillips modificada para EU



Fuente: tomado de Solow y Samuelson (1959).

El punto A señala un nivel de precios de cero y un desempleo del 5 ½%, mientras que el punto B corresponde a un desempleo de 3% y un nivel de precios superior al 4%. Los autores confirmaban que la relación entre precios y desempleo era estable y de largo plazo, tal y como Phillips lo dejó entrever. Para los keynesianos significó la tan buscada ecuación que ligaba lo nominal con lo real ausente en los desarrollos de Keynes. La relación entre variables nominales y variables reales que representaba la curva de Phillips pronto pasó ser un menú de opciones explotable para los ejecutores de política de todo el mundo. Si el desempleo era alto, bastaba con que el público tolerara un nivel

de precios alto, por el contrario, si el problema era el incremento de los precios, bastaba con sacrificarse a tener un nivel de desempleo más alto.

D. Las décadas de los 70 y 80: Friedman y Kydland y Prescott

1. Milton Friedman

Muchos de los trabajos de Friedman resaltaron el uso de reglas de política para la conducción de la política monetaria. Sus investigaciones sobre el papel que juega el dinero en la economía lo llevaron a plantear la existencia de una tasa natural de desempleo en la economía, lo cual sugería la existencia de una tasa de desempleo de largo plazo que era independiente de factores monetarios, cambiante en el tiempo y dependiente de factores reales como educación, inventiva, las fricciones del mercado laboral, etc. El problema de la ilusión monetaria que padecen los individuos podía en el corto plazo y bajo ciertas circunstancias alterar la tasa de desempleo natural.

Sus desarrollos sobre la teoría de la cantidad de dinero permitieron a los economistas explicar el alza en la inflación y el lento crecimiento por el que atravesaban las principales economías desarrolladas. En su obra "*The role of monetary policy*" de 1968 criticó los objetivos que perseguía la política monetaria, los cuales habían conducido a políticas de dinero barato en los países desarrollados durante la década de los sesenta y principios de los setenta. La existencia de una tasa natural de desempleo anulaba el tan conocido *trade-off* estable y de largo plazo entre inflación y desempleo propuesto por Solow y Samuelson años antes, lo que existía, de acuerdo al autor, era un trueque entre estas dos variables de corto plazo siempre y cuando las variaciones en la cantidad de dinero fueran no anticipadas por los individuos.

Desde su punto de vista, la política monetaria no podía más que por periodos reducidos fijar una tasa de interés nominal debido a que variaciones al alza de la cantidad de dinero en la economía impulsaban los precios lo cual terminaba presionando al alza las tasas de interés nominal. Además, la política monetaria no puede más que en periodos breves mantener fija la tasa de desempleo, en otras palabras, la autoridad puede mediante acciones monetarias reducir la tasa de desempleo de mercado por debajo de su tasa natural siempre que el aumento en la cantidad de dinero no sea anticipado como ya se apuntó.

Contrario a lo que señalaban los proponentes del modelo IS-LM, los teóricos de la cantidad de dinero, entre ellos Friedman defendían que el dinero sí importaba y no solo eso, sino la cantidad que de éste existía en la economía, de ahí que lo mejor que podía hacer la política monetaria era asegurar por todos los medios posibles que el dinero no se volviera una fuente desestabilizadora para la economía. En sus palabras “Como su influencia [del dinero] es tan general, cuando no funciona como debe trastoca la operación de todos los demás instrumentos”. Por tanto, la conducción de la política monetaria tenía que estar sujeta a una regla de política.

La construcción de una historia monetaria para EU por parte Milton Friedman y Anna Schwartz en 1965, la cual lleva por título “*A monetary history of the United States 1867-1960*” los llevó a plantear que la Gran Depresión era el ejemplo más espectacular pero no el único sobre la fuerza destructora que tiene el dinero en la economía cuando no se le administra correctamente. Los autores argumentaban que todas las depresiones importantes que habían ocurrido en EU habían sido producidas o agravadas por una perturbación monetaria, principalmente aquellas que hacían frente a las desbordantes exigencias de la guerra, porque forzaban la creación de dinero para complementar la tributación.

De acuerdo con Friedman, el suceso del 1929 que pasó a ser después la Gran Depresión, como muchos otros periodos de severo desempleo, fue producido por una mala actuación del gobierno, más que por una inestabilidad inherente del sistema económico y enfatiza que se había creado una agencia gubernamental, la Fed, a la cual se le había asignado la responsabilidad de la política monetaria, misma que en 1930 y 1931 ejerció su función de manera incompetente para convertir lo que de otra manera hubiera sido una contracción moderada en una mayor catástrofe.

El papel del dinero en la economía y el uso de reglas para la conducción de la política monetaria fue continuado en la obra “*Capitalism and freedom*” de 1971 en donde se señala que el gobierno tiene una enorme responsabilidad sobre el sistema monetario y ese reconocimiento es tal que ha dado lugar a que muchas de las constituciones de los países otorguen al Estado el monopolio de la emisión de moneda y el objetivo de velar por el valor de ésta. De acuerdo a Friedman no existe otra área de la actividad económica, como la política monetaria, sobre la cual la acción del gobierno haya sido uniformemente aceptada, por lo que el Estado debe proveer un marco monetario estable que permita una asignación eficiente de los recursos entre los individuos.

Igualmente se debe procurar que el gobierno provea de un marco económico y legal estable que permita a los individuos producir crecimiento en la economía. También señala que las áreas más importantes de la política gubernamental para mantener la estabilidad monetaria son la política fiscal o política presupuestaria y la política monetaria. En la ciencia económica existe un consenso de que el gobierno debería tener alguna responsabilidad en cuestiones monetarias además de que el control sobre el dinero puede ser una potente herramienta para controlar e incidir en la economía.

El poder que ejerce el dinero en la economía puede ser representado por la siguiente frase de Friedman:

la forma más efectiva para destrozar a una economía es destruyendo su dinero, por lo cual afirma que los esfuerzos deben descansar en establecer arreglos institucionales que determinen responsabilidades para el gobierno sobre el dinero, la capacidad de la política monetaria para contrarrestar otras fuerzas que producen inestabilidad es bastante menor de lo que se cree [...] no sabemos lo bastante para reconocer pequeñas perturbaciones cuando estas se presentan o para predecir con alguna precisión cuáles serán sus efectos o qué políticas monetarias se requieren para neutralizarlos (Friedman, 1968).

La Gran Depresión, desde la óptica del autor, es un testimonio de cuánto daño puede ser provocado por errores de unos pocos hombres cuando ellos ejercen un vasto poder sobre el sistema monetario de un país. Esos errores podrían ser justificables sobre la base del conocimiento disponible para el hombre en ese momento, pero el punto es que cualquier sistema que dá demasiado poder y demasiada discreción a pocos hombres que se equivocan, –justificables o no– pueden tener terribles consecuencias para la economía. Los errores justificables o no, no pueden ser evitados en un sistema que dispersa responsabilidad dando gran poder a pocos hombres.

Siguiendo a Friedman, para que una sociedad logre un sistema monetario estable y alejado al mismo tiempo de las tentaciones gubernamentales, la sociedad debe tener un gobierno de leyes en lugar de un gobierno de hombres, legislando reglas para la conducción de la política económica la cual tendrá el efecto de permitir al público ejercer control sobre la política monetaria a través de sus autoridades políticas, mientras al mismo tiempo, ésta defenderá a la política monetaria de ser utilizada en el día a día al capricho de las autoridades políticas. La regla es importante, pero mejor aún es contar con una regla legislada.

Los trabajos de Henry Simons lo llevaron a proponer una regla de nivel de precios, lo que implica un mandato para que la autoridad monetaria mantenga un nivel de precios

estable. Al respecto Friedman opina que se trata de una regla inadecuada porque esta regla está en términos de objetivos, para lo cual la autoridad monetaria no tiene un poder claro y directo bajo sus propias acciones y en su lugar propone una regla en términos del comportamiento del stock de dinero, lo cual instruye a la autoridad monetaria a lograr una tasa específica de crecimiento en la cantidad de dinero.

Su propuesta es que la Fed haga que el stock de dinero crezca mes a mes y tan pronto como sea posible, día a día a una tasa anual de $x\%$, este valor fue calculado por Friedman para la economía de EU de entre 3 y 5%. La definición precisa de dinero adoptada o la tasa precisa de dinero elegido, son aspectos menos relevantes, lo importante es la adopción de la regla del k por ciento por el mensaje que envía al público en general.

Mientras esta regla acotaría drásticamente el poder discrecional de las autoridades monetarias, ésta dejaría una cantidad discrecional aunque no deseable, en manos de las autoridades del Fed y el Tesoro de EU con respecto a cómo lograr la tasa de crecimiento especificada en el stock de dinero, la dirección de la deuda, la supervisión bancaria, principalmente. El seguir una regla haría que el Estado deje de ser una fuerza perpetua de inestabilidad e incertidumbre y convertirse en una actividad predecible y regular considerablemente, desde la óptica del autor.

2. kydland y Prescott

Los trabajos de Kydland y Prescott aportaron más elementos en favor del uso de reglas en la política monetaria. En su obra de 1977 titulada "*Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans*" los autores analizan el conflicto que tienen las autoridades en la instrumentación de la política monetaria en un ambiente de discrecionalidad. Este problema ocurre cuando un banco central anuncia un cierto nivel de inflación para el periodo siguiente, los agentes económicos establecen los precios y contratos salariales tomando en consideración esta información y al final el banco central incumple el anuncio inicial por la búsqueda de un nivel de desempleo menor.

Para analizar el problema de inconsistencia dinámica se hace uso de una curva de Phillips de la forma $u = u^n - \alpha(\pi - \pi^e)$ donde u es la tasa de desempleo, u^n es la tasa natural de desempleo, π es la tasa de inflación, π^e es la expectativa de precios de los agentes y α es un parámetro que mide la diferencia entre la inflación y la inflación esperada π y π^e , respectivamente. La curva de Phillips expresa que el empleo es alto cuando la inflación es superior a la inflación esperada, es decir, $\pi > \pi^e$ y bajo cuando

la inflación es inferior a la inflación esperada como $\pi < \pi^e$. Igualmente, de esto se desprende que cuando la inflación es igual a la inflación esperada el empleo se ubica en su nivel de tasa natural $u = u^n$.

También se plantea que los agentes económicos formulan sus expectativas de forma racional, expresado como $\pi^e = E[\pi|\Omega]$, donde la expectativa de inflación π^e es igual a la esperanza matemática de π , condicionado a un conjunto de información disponible, Ω . Ésto significa que los agentes utilizan toda la información disponible, la optimizan y en promedio atinan. Con estos elementos, el banco central anuncia una inflación de π y los agentes formulan sus expectativas de precios futuros en base a este anuncio, es decir $\pi^e = \pi$.

El problema de inconsistencia dinámica surge en el momento en que el banco central desea que el desempleo y la inflación sean bajos, debido a que un incremento de estos valores supone un costo para las autoridades. Siguiendo el desarrollo de Mankiw (2000) esta situación puede representarse mediante una función de pérdida de la forma $L(\mu, \pi) = \mu + \gamma\pi^2$ en donde γ representa el grado en que al banco central le disgusta la inflación en relación al paro. El objetivo de las autoridades es que la pérdida sea lo más pequeña posible. La función de pérdida está sujeta a la restricción que impone la curva de Phillips, lo cual se puede expresar de la forma $L(\mu, \pi) = u^n - \alpha(\pi - \pi^e) + \gamma\pi^2$, donde mediante métodos de cálculo diferencial se puede observar que la pérdida se minimiza cuando $\pi = \frac{\alpha}{2\delta}$, notablemente diferente del anuncio inicial.

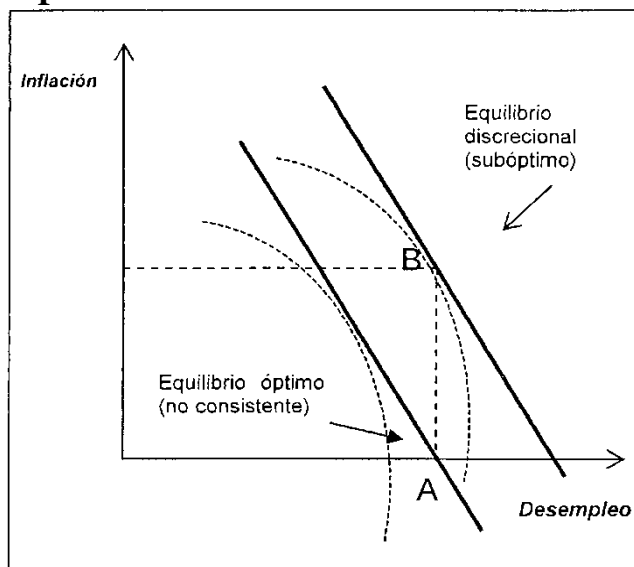
Sin embargo, esto representa el nivel de inflación óptimo que elige el banco central, el cual provoca una sorpresa inflacionaria, es decir, recurre a la explotación del *trade-off* de corto plazo entre inflación y desempleo buscando disminuir el nivel de desempleo por debajo de su tasa natural. Los agentes racionales quienes conocen el incentivo del banco central de recurrir a estas medidas para disminuir el desempleo se anticipan y ajustan a la alza sus expectativas de precios y salarios de la economía. El resultado será entonces, un nivel de inflación esperado distinto del anuncio hecho previamente por el banco central, es decir $\pi^e = \frac{\alpha}{2\delta}$ y un nivel de desempleo situado en su nivel de tasa natural, es decir $u = u^n$. Por lo tanto se argumenta que una política discrecional es consistente pero subóptima.

De acuerdo a los autores, "incluso si existiera una función objetivo social fija y si los formuladores de política conocieran el *timing* y la magnitud de las consecuencias de sus

acciones, la política discrecional, es decir, la selección de aquella decisión que es mejor dada su situación actual y una evaluación correcta de la posición al final del periodo, no implica la maximización de la función objetivo social. La razón de esta aparente paradoja es que la planeación económica no es un juego contra la naturaleza, sino más bien contra agentes económicos racionales” (Kydland y Prescott, 1977).

Por el contrario, si el banco central cumple su anuncio de una inflación igual a π para todo el horizonte de planeación, entonces no habrá pérdida asociada a una inflación mayor. Por su parte los agentes racionales formularán una expectativa de inflación igual a π , es decir, $\pi = \pi^e$ para todo el periodo, lo que eliminará toda posibilidad de sorpresa inflacionaria y asegura que el resultado sea una inflación igual a π y desempleo en su nivel de tasa natural en todo momento. Esto evidencia que una política óptima es consistente si se fija una inflación π en todo momento. Sin embargo, el resultado es óptimo pero inconsistente debido a que no minimiza en todo momento la función de pérdida. Estos dos escenarios antes descritos se pueden observar con la figura 3.

Figura 3
El problema de inconsistencia dinámica



Fuente: tomado de Kindland y Prescott (1977).

La letra A representa el equilibrio óptimo e inconsistente, el cual coincide con un nivel de inflación π , y un desempleo igual a su nivel de tasa natural. En el punto B se ubica un equilibrio discrecional y consistente que coincide con una inflación donde $\pi = \frac{\alpha}{2\delta}$, la cual es mayor que π y un desempleo en su nivel de tasa natural. Es posible observar que el equilibrio B es mejor en términos de beneficio social debido a que la inflación se

mantiene en π , la cual está por debajo de $\pi = \frac{\alpha}{2\delta}$, de igual forma el desempleo se ubica en su nivel de tasa natural.

Si bien es cierto que el desempleo se ubica en el punto A en su nivel de tasa natural igual que lo hace en B, la inflación está por encima de π , lo cual redundará en un perjuicio para la sociedad. Es por ello que el problema de inconsistencia dinámica, el cual surge en un marco de políticas discrecionales y que dan lugar a sorpresas inflacionarias, se puede evitar con la adopción de reglas de política monetaria. El tratamiento de este problema por parte de Kydland y Prescott demuestra entonces que la instrumentación de una política basada en reglas ofrece mejores resultados para la economía en términos de bienestar social. Con estos desarrollos, el uso de reglas de política como guías para la instrumentación de política monetaria se propagó aún más en la literatura económica.

E. La década de los 90: John Taylor

John Taylor

Los desarrollos más recientes sobre el uso de reglas en la literatura económica se deben al economista John Taylor. Sus trabajos han influido notablemente en aquellos que conducen la política monetaria en casi todo el mundo. Mucho del instrumental analítico que hoy se estudia en el área monetaria lleva su apellido. Por ejemplo, está la curva de Taylor, el trípode Taylor, el principio de Taylor y mayormente reconocida es la regla de Taylor. Siendo uno de los economistas monetarios más influyentes en el siglo XXI, también es proponente de la hipótesis de la Gran Desviación que intenta explicar el origen de la crisis actual que aún aqueja a EU y Europa.

De acuerdo a Taylor (1996) la mejor forma de lograr que la política monetaria sea eficaz es mediante el desarrollo de reglas de política o directrices que ayuden a los encargados en la toma de decisiones de política monetaria. El uso de reglas de política en la conducción de la política monetaria no solo se explica para superar el problema de la inconsistencia dinámica, el cual fue tratado por Kydland y Prescott en 1977, sino también por diversas ventajas que el uso de reglas trae consigo. La autoridad necesita establecer las acciones de política presentes y futuras para evaluar los efectos que éstas traerán debido a que la gente tiende a anticiparse (*forward-looking*).

El uso de reglas puede reducir la incertidumbre sobre las acciones de política y por lo tanto puede hacer que la prima de riesgo en los mercados financieros baje. A los participantes del mercado les resulta difícil pronosticar acciones futuras o incluso interpretar acciones presentes del *policymaker* sin una regla de política que describa las acciones futuras de la autoridad. Las reglas de política son medios útiles para apoyar a las autoridades sobre las acciones que deberían seguir para lograr sus objetivos. Incluso, continúa Taylor, si los banqueros centrales tuvieran que ir a la escuela, sus primeras lecciones deberían ser sobre el uso de reglas de política resaltando lo que ellos deberían hacer en determinadas circunstancias y mayor aún, las reglas de política podrían facilitar la educación de los estudiantes y del público sobre las acciones que adopta la agencia más poderosa del gobierno, el banco central.

Las reglas de política proveen una vía para dotar de mayores responsabilidades a los *policymakers* de tal suerte que cuando éstos se aparten de la regla tendrán que explicar las diferencias entre sus acciones y lo que dicta la regla de política. De acuerdo a Taylor, en algún momento la autoridad tendrá que desviarse de la regla, como sucedió en 1987 en respuesta de la quiebra del mercado bursátil, la autoridad se apartó de la regla y empleó acciones discrecionales, regresando después a observar la regla. Pero a pesar de esto, con el uso de la regla la autoridad, incluyendo la justificación de si la desviación de la regla es necesaria, tenderá a enfocarse menos sobre la discrecionalidad y más sobre la regla.

Es importante considerar los aspectos que subyacen a la transición de una regla hacia otra regla de política debido a que las investigaciones sobre formulaciones de reglas de política asumen que las expectativas son racionales, lo que es aceptado cuando una regla de política ha estado en operación por un periodo de tiempo largo, en este caso las personas habrán ajustado su comportamiento a la regla de política en curso. Ahora bien, asumir que la gente formula sus expectativas en forma racional y conoce la regla en un periodo inmediato posterior de que una nueva regla de política ha sido puesta en operación es equivocado.

Por el contrario, es probable que la gente base sus expectativas analizando hechos pasados, estudiando los compromisos pasados del *policymaker* y valorando si la política en cuestión funcionará. De acuerdo a Taylor, ésto se debe a que las expectativas convergen gradualmente durante el periodo de transición y la existencia de rigideces en la economía impide al público cambiar su comportamiento rápidamente porque la gente pudo haberse comprometido en proyectos, planes, contratos salariales u otras cosas

bajo el supuesto de que la vieja política seguirá teniendo lugar. Estos elementos sugieren que la transición hacia una nueva política debe ser gradual y anunciada públicamente.

En su trabajo "*Discretion versus policy rules in practice*" de 1993 Taylor propone una regla de política que utiliza la tasa de interés, en este caso la tasa de fondos federales de EU, como el instrumento operacional. Se trata de una regla de tasa de interés con retroalimentación (*feedback*), la cual describe la política monetaria fijando una tasa de interés de corto plazo en respuesta a la desviación de la inflación de su nivel deseado o blanco (el intervalo de la inflación) y la desviación del producto de su nivel de tasa natural (el intervalo del producto). De acuerdo a él, una regla de política es útil si ésta le dice al *policymaker* como fijar los instrumentos de política en respuesta a los eventos de la economía. Poco tiempo después la literatura económica llamaría a esta regla la regla de Taylor.

La regla de Taylor fue obtenida utilizando un modelo con expectativas racionales para los países miembros del G7, en donde se utilizaron reglas de políticas con el objetivo central de lograr estabilizar la variabilidad de los precios y del producto. La regla puede ser expresada como sigue:

$$r = p + .5y + .5(p - 2) + 2$$

donde r es la tasa de fondos federales de la Fed, p es la tasa de inflación sobre los cuatro trimestres previos, y es el porcentaje de la desviación del GDP de su blanco, además, $y = 100(Y - Y^*)/Y^*$ donde Y es el producto de EU (GDP) real y Y^* es la tendencia real del GDP (igual al 2.2% por año de 1984.1 a 1992.3).

Esta regla expresa que la tasa de fondos federales debe crecer si la inflación crece por encima de su blanco de 2% o si el GDP crece por encima de su tendencia del GDP. Si tanto la tasa de inflación como el GDP real están sobre su blanco, entonces la tasa de fondos federales igualaría el 4% o el 2% en términos reales. Se utiliza la tasa de inflación de los cuatro trimestres previos en el lado derecho de la ecuación para indicar que la regla de política está expresada en términos reales, esto es porque la tasa de inflación rezagada sirve como un representante de la inflación esperada. Además, la tasa real de equilibrio del 2% es cercana a la tasa de crecimiento de estado estacionario de la economía de 2.2% para EU. Esta regla de política tiene los mismos coeficientes sobre la desviación del GDP real de su tendencia y la tasa de inflación de su blanco.

De acuerdo a su proponente la regla de política no debe ser interpretada como una fórmula mecánica ni como un marco fijo de instrumentos de política. Por el contrario, ésta debe utilizarse con cierto grado de libertad por la autoridad quien conoce el instrumento operacional que subyace y que también sabe que instrumentar la regla requiere de juicio y que éste no puede ser suplido por una computadora.

Desde la aparición en 1993 del *paper Discretion versus policy rules in practice* hasta la fecha diversos autores han replicado la regla de Taylor y lo que han encontrado generalmente es que la regla describe muy bien el actuar de la política monetaria de los últimos años. Entonces pareciera ser que la política de la Fed ha sido conducida como si ésta hubiera seguido una regla de política como la regla de Taylor y por tanto desde la óptica del autor si los miembros de la Fed creen que tal desempeño fue bueno, entonces deberían utilizar la regla de Taylor de tal suerte que ésta provea una guía para la conducción de la política monetaria en el futuro.

Otra manera de presentar la regla de Taylor puede ser mediante el desarrollo de Blanchard (2012) el cual utiliza la siguiente ecuación:

$$i_t = i^* + a(\pi_t - \pi^*) - b(\mu_t - \mu_n)$$

donde π_t es la tasa de inflación, π^* la tasa de inflación fijada como objetivo, i_t es el tipo de interés nominal e i^* es el tipo de interés fijado como objetivo, a y b son coeficientes positivo.

Tres escenarios, i) suponga que la inflación es igual a la inflación fijada como objetivo ($\pi_t = \pi^*$) y la tasa de desempleo es igual a la tasa natural ($\mu_t = \mu_n$) el banco central debe de fijar un tipo de interés nominal i_t , igual al valor fijado como objetivo i^* . Con esto la economía puede tener un desempeño con una inflación igual al objetivo y un desempleo igual a la tasa natural, ii) suponga (por el contrario) que la inflación es superior al objetivo ($\pi_t > \pi^*$), el banco central debe subir el tipo de interés nominal i_t , por encima de i^* , la subida del tipo de interés elevará el desempleo y este aumento del desempleo provocará una reducción de la inflación.

El coeficiente a debe reflejar cuánto le preocupa al banco central el desempleo en comparación con la inflación, por lo que cuanto más alto sea el valor de a más subirá el banco central el tipo de interés en respuesta a la inflación, más se desacelerará la economía, más aumentará el desempleo y más de prisa volverá la inflación al objetivo.

De acuerdo a Taylor el valor de a debe ser mayor que 1 porque lo que lo importa para el gasto es el tipo de interés real, no el tipo de interés nominal. Si el banco central quiere reducir el gasto y la producción cuando aumenta la inflación, debe de subir el tipo de interés real.

Esto significa que debe subir el tipo de interés nominal más de lo que aumenta la inflación. En su trabajo Taylor enfatiza que su regla estabilizará la inflación solo si el coeficiente del intervalo de la inflación excede la unidad. La conclusión a la que llega se conoce como el principio de Taylor y para efectos de política monetaria debe ser entendido de la siguiente manera: el banco central debe incrementar la tasa de interés nominal más que proporcional que el crecimiento de la inflación. En otras palabras, la inflación permanecerá bajo control solo si la tasa de interés nominal se incrementa en respuesta a un crecimiento de la inflación (Woodford, 2001).

iii) Suponga que el desempleo es mayor que la tasa natural ($\mu_t > \mu_n$), el banco central debe bajar el tipo de interés nominal. La reducción del tipo de interés aumentará la producción, provocando una reducción en el desempleo. El coeficiente b debe reflejar, al igual que el coeficiente a , cuánto le preocupa al banco central el desempleo en relación con la inflación. Cuanto más alto sea el valor de b , el banco central estará más dispuesto a alejarse de la inflación fijada como objetivo para mantener el desempleo cerca de la tasa natural.

En sus palabras, los resultados muestran que colocar un peso sobre el nivel de precios y el producto real en una regla de política de tasa de interés resulta adecuado en la mayoría de las pruebas y enfatiza, si se coloca algún peso sobre el producto real se obtienen mejores resultados que una regla de política simple, pero lo que no se tiene claro es si el peso sobre el producto debería ser mayor o menor que el peso sobre el nivel de precios. Una conclusión general de estos resultados sería que: colocar algún peso sobre el producto real en la función de reacción de la tasa de interés es mejor que una regla de precios pura.

CAPÍTULO II

La fundación del Sistema de la Reserva Federal de 1913

“Así terminó la larga lucha por la más grande pieza de legislación constructiva del periodo Wilson y una de las leyes domésticas más importantes en la historia de la nación”, Link (1982).

Introducción

Estudiar la historia monetaria representa un camino para evaluar las acciones de política de los bancos centrales. Mediante la historia podemos conocer cuál fue el motivo que guió al gobierno de Estados Unidos a crear un banco central, cuál era la forma en la que operaba, cómo lograba alterar la cantidad de dinero y el crédito en la economía, qué efectos generaban en el ciclo económico, cuáles eran los instrumentos que tenía para realizar política monetaria y más importante aún cuál era el rol de jugaba la política del banco central.

El capítulo II tiene el objetivo de conocer cómo se funda el Sistema de la Reserva Federal, para ello se divide en cinco apartados. El primero, *A. The First Bank of the United States* que aborda la creación del primer banco que surgió en 1791 después de que las trece colonias alcanzaron su independencia y su extinción después de un lapso de veinte años. El segundo, *B. The Second Bank of the United States* fundado en 1817

que tuvo el carácter de un banco nacional que alcanzó a tener 25 sucursales y solucionó muchos de los problemas que se heredaron de la guerra con Inglaterra.

El tercero, *C. The free banking area* el cual analiza una etapa de 30 años dominada por el desarrollo de los bancos estatales, sin la presencia de un banco que fungiera como institución central. El cuarto, *D. Pánico financiero de 1907* donde se analiza la corrida bancaria que se desencadenó en ese momento y que fue comandado por el banquero más importante, J. P. Morgan. El quinto, *E. Sistema de la Reserva Federal* que analiza desde la presentación del Plan Aldrich hasta la aprobación de la ley que crea el banco central y las dificultades por las que atravesó la Comisión encargada de designar las ciudades sedes de los doce bancos y el trazo de las líneas que definen los distritos y concluye con aspectos como la Gran Depresión que sufrió EU en 1929 y las reformas posteriores que enfrentó el Fed.

A. The First Bank of the United States

EU es la principal economía del mundo, su producto representa alrededor del 25% de la producción mundial y el Sistema de la Reserva Federal (en adelante el Fed), su banco central, es considerado como la maquinaria monetaria más poderosa del planeta. A más de un siglo de su existencia es considerada como una institución insignia de su poder económico. En 1913 había entre los líderes el consenso necesario sobre la urgencia de contar con una banca central. Sin embargo, éstos tenían más de una visión de cómo debía ser. Al final se trató de un experimento único.

Hacia el último cuarto del siglo XVIII, los poderes de las Trece Colonias, conformadas por: New Hampshire, Massachusetts, Rhode Island, Connecticut, Nueva York, Nueva Jersey, Pensilvania, Delaware, Maryland, Virginia, Carolina del Norte, Carolina del Sur, y Georgia, enfrentaban una batalla para lograr romper con el yugo de Inglaterra, esta lucha llegó a su fin y se alcanzó la independencia después de derrotar al imperio de Inglaterra en la batalla de Yorktown en 1783.

La joven nación adolecía de un gobierno central fuerte en términos políticos y económicos. Se trataba de una frágil patria que acababa de lograr su independencia, además endeudada y con posibilidades de desintegración. En el plano económico, las actividades agrícolas, comerciales e industriales habían sufrido una importante merma. Pero el problema que atraía la atención de todos era la galopante inflación que se

suscitó después de la guerra³. Estos eran los problemas y los retos que enfrentarían los líderes insurgentes del nuevo gobierno (Federal Reserve Bank of Philadelphia, 2009).

Alexander Hamilton, primer Secretario del Tesoro, sostenía que el país debía pasar de ser un país predominante agrícola a uno industrial, visión que no era compartida por todos. Las ideas de grandes economistas como Adam Smith, David Ricardo y David Hume sobre temas de gobierno, deuda pública, dinero y banca, entre otras, permeaban en su época. Los imperios erigidos hasta ese momento, como era el caso de Inglaterra, contaban con instituciones financieras novedosas que estimulaban el desarrollo de actividades económicas.

Imagen 1

Alexander Hamilton, 1771



Fuente: tomado de www.philadelphiaencyclopedia.org

La principal idea de Hamilton era crear un banco nacional. Su modelo tenía un referente, el Banco de Inglaterra, el cual era un banco de emisión, totalmente privado, cada accionista contaba con un voto en el máximo consejo de dirección y los préstamos que se otorgaban no estaban ligados a reservas en metales, entre otras características. Este era sin lugar a duda, un buque insignia y orgullo del imperio de Inglaterra reconocido en todo el mundo (Sylla *et al*, 2009).

Para esta joven nación el intento bien valía la pena. Después de diversas reuniones con los hombres más importantes de la banca, el Secretario del Tesoro en 1790 envió al

³ Para hacer frente a la guerra el Congreso Continental mandató la emisión de papel moneda, a esta moneda se le llamó “*continental*”. El dinero fue emitido en tal cantidad que generó un proceso inflacionario, el cual tuvo un alza inicial y después se aceleró.

Congreso una iniciativa para crear el First Bank (FB). Su plan recogía experiencias exitosas e incluía necesidades locales, tales como la deuda pública, la falta de fondos financieros para la administración central, el necesario control de la moneda y la injerencia de la autoridad federal sobre la banca.

La propuesta consideraba crear un banco nacional para un lapso de 20 años, con posibilidad de ser ratificado para periodos similares, y con facultades para emitir billetes y monedas, resguardar los fondos públicos, ofrecer facilidades bancarias para transacciones comerciales, actuar como agente fiscal del gobierno y facilitar el cobro y recolección de impuestos. Asimismo, estaba limitado para negociar con mercancías y los préstamos a gobiernos locales y los estados debían contar con la aprobación de los legisladores. El punto que llamaba la atención era el hecho de que el Estado poseería el 20% del capital y tendría injerencia en su dirección.

Sin embargo, la creación del FB no gustó a todos. Su principal oponente era el Secretario de Estado, Thomas Jefferson antiguo combatiente de guerra y con un gran capital político. Él representaba a los políticos y banqueros que temían que un banco nacional pudiera constituir un monopolio financiero que atentaría contra la dominancia de los bancos estatales. Los intereses locales se veían amenazados frente a una fuerza central que emergía y el banco nacional era una muestra de este avance. Se argumentaban acciones anticonstitucionales y de todo tipo. En el fondo Jefferson pensaba que el futuro de esta nación estaba en las actividades agrícolas.

Después de intensas negociaciones la ley que creaba el FB fue aprobada por los congresistas y firmada en febrero de 1791 por George Washington, primer presidente constitucional de EU. Con un permiso para operar por veinte años, el banco abrió sus puertas 10 meses después en el estado de Philadelphia. Con el paso del tiempo se abrieron sucursales en diversas partes como Boston, New York, Charleston y Baltimore en 1792; Norfolk en 1800, Savannah en 1802, Washington en 1802 y New Orleans en 1805.

Se conformó una junta de 25 directores para supervisar sus operaciones, de los cuales cinco fueron nombrados por el gobierno y el resto elegidos entre los bancos privados. Entre los miembros se hallaban comerciantes, abogados, corredores de bolsa (*brokers*) y legisladores de ambas cámaras, originarios de Philadelphia, New York, Boston, Maryland, North Carolina, South Carolina, Virginia y Connecticut. Por otra parte, Thomas

Willing, expresidente del Bank of North América, se desempeñó como su primer director (Federal Reserve Bank of Philadelphia, 2009).

Imagen 2

The First National Bank en Philadelphia, 1790



Fuente: tomado de www.okhistory.org

Las actividades del FB fueron diversas, tanto en el ámbito privado como el público. Este fungió como agente fiscal del gobierno, recaudador de los ingresos tributarios, depositario de los fondos públicos, prestamista del gobierno, facilitador de transferir depósitos del gobierno a través de la red de sus sucursales, administrador del pago de intereses de la deuda en manos de inversionistas extranjeros, además de operaciones bancarias que se realizaban a nombre del gobierno. El banco otorgaba préstamos a estados, autoridades locales y extranjeros.

Para la constitución del FB se requirieron 10 millones de dólares. El gobierno aportó dos millones y los inversionistas privados el resto. Además se realizó una oferta pública donde participaron inversionistas nacionales e internacionales. Esta recolecta de fondos se caracterizó por la emisión de pagarés o suscripciones que salieron con un precio inicial de 25 dólares redimibles en oro o en plata. El gobierno mantuvo el 20% de los títulos y los privados el 80% restante. Se trató de la oferta de títulos más exitosa hasta ese momento, su aceptación fue tal que se agoraron en muy poco tiempo.

Los billetes –también llamados notas bancarias– de los bancos estatales coexistieron con los del FB. Sin embargo, las notas bancarias de este último eran las únicas que circulaban en todo el país y eran aceptados sin ninguna restricción o descuento.

Asimismo, el pago de impuestos federales solo podía realizarse mediante éstos. Las ciudades donde se asentaban las sucursales del banco se caracterizaban por ser importantes puertos, eran puntos de encuentro del comercio de EU con el resto del mundo.

Esta situación facilitaba el cobro y la recolección de impuestos a la exportación e importación de los productos, tributos que representaban la fuente más importante de ingresos del gobierno federal en ese entonces. Además, al estar ubicadas las sucursales del FB en lugares de comercio internacional, facilitaba las transacciones y otorgaba préstamos a los particulares, con lo cual se estimulaba el comercio transoceánico. De acuerdo a los historiadores, el banco apoyó la expansión de las actividades, “el uso del dinero no paró en la costa Este, sino que se extendió muy al interior y al oeste del país”.

La filosofía bancaria dominante en ese momento era que los préstamos y los depósitos estaban ligados, es decir, más depósitos significaban más préstamos y por lo tanto más papel moneda en circulación, aunque con una limitante, que tenían que ser redimibles éstos en oro y plata. Aunque los bancos estatales podían emitir sus propios billetes cuando hacían préstamos, estos bancos no tenían el tamaño o las sucursales en diversas partes de EU como si las tenía el FB, por lo tanto su creación representaba un éxito para el gobierno.

Para el desarrollo del resto de las actividades económicas no se pudo decir lo mismo. No hay duda de que el tamaño del banco y el alcance de sus operaciones en la mayor parte del territorio le otorgaban credibilidad, característica que estaba ausente en los bancos estatales. Esta fortaleza financiera de la cual se habla se pudo constatar cuando se realizó la primera suscripción de certificados.

Fue tal su éxito que se agotaron en poco tiempo, sin embargo, lo peor comenzaba. En el mercado secundario los inversionistas intercambiaron estos títulos que llegaron a cotizar hasta 400 dólares y después caer por debajo de los 100. Estas acciones alimentaron una burbuja financiera, que trajo consigo inestabilidad bancaria, quiebras de algunos bancos e inversionistas y una zozobra en el ambiente de los negocios.

La burbuja provocó una baja considerable en los niveles del crédito, éste era cada vez menos disponible y amenazaba con colapsar la economía. Ante este escenario, Hamilton comandó compras de mercado abierto por parte del Tesoro en los mercados

financieros suministrando alivio al sistema. El Secretario del Tesoro había utilizado operaciones de mercado abierto, es decir, había comprado deuda en el mercado con el fin de suministrar liquidez al sistema bancario y evitar así su colapso.

En los hechos el FB actuó como un banco central. La dirección del banco y Hamilton trabajaron muy estrechamente de 1791 a 1811. Muchos economistas consideran que el FB actuó como un instituto central actúa en la era moderna. Hamilton se había conducido en la práctica como el primer banquero central de EU que lidiaba con una crisis financiera y utilizaba al banco para tratar de estabilizar la economía (Sylla *et al*, 2009).

Sin embargo, la tarea no recibió la misma apreciación de todos, muchos analistas en ese tiempo señalaron que el alivio fue solo temporal y que estas acciones coincidieron con el surgimiento de una nueva burbuja financiera aunque de menor intensidad. No obstante, el rumor ya se había expandido. Los ciudadanos y líderes de opinión comenzaron a relacionar a esta gran institución con quiebras y problemas financieros. Pensaban que la avaricia de los hombres del dinero generaba más males que cosas buenas y que su permanencia era un riesgo para el sano desarrollo de las demás actividades económicas. Muchos críticos esperarían pacientemente el cumpleaños número veinte del FB.

Las pláticas entre banqueros, el Tesoro y legisladores sobre la renovación del estatuto del banco para operar un periodo posterior comenzaron tres años antes de que éste concluyera. Los desacuerdos reinaron en todo momento. Los críticos relacionaban su existencia con crisis económicas y financieras más severas y lo seguían viendo como un peligro para la armonía de las pequeñas empresas fundamentalmente del campo. Finalmente la votación en ambas cámaras del Congreso dio como veredicto el término del estatuto y la liquidación del banco (Federal Reserve Bank of Philadelphia, 2009).

B. The Second Bank of the United States

Con el paso de los años el paisaje de la nación se había modificado considerablemente. Las fincas de los pequeños propietarios se habían multiplicado. La agricultura era boyante y convivía con una extensa red de comercio que se asentaba principalmente en las ciudades, las cuales aumentaban en número y tamaño. Los valores rurales convivían con un incipiente colorido urbano. La industria, el otro polo en desarrollo, generaba empleos para aquellos que se desplazaban del campo a la ciudad. Pronto los intereses de estos dos grupos comenzarían a confrontarse. Los empresarios exitosos

en uno y otro grupo comenzaban a dominar el nuevo espectro político. La necesidad de nuevas instituciones relacionadas con el dinero hacía eco entre ellos.

En 1812 el país entró en guerra con Inglaterra. La batalla concluyó en 1814 con la firma del Tratado de Ghent. Como todas las guerras, ésta desquició las actividades económicas incluyendo el comercio internacional. Las exportaciones e importaciones habían declinado provocando serias implicaciones en la industria de construcción de barcos, agricultura, comercio e industria. Como una consecuencia las aduanas registraron una merma en sus niveles de recaudación de impuestos para el gobierno.

El recién estado federal no estaba consolidado del todo. Las posibilidades de hacer frente a su abultada deuda producto de la guerra se habían reducido considerablemente. Desde la extinción del FB las finanzas públicas se habían deteriorado considerablemente, no así la necesidad de recursos del gobierno central. La guerra provocó una recesión económica y los estados habían contribuido poco para financiar la batalla contra uno de los imperios más poderosos de Europa Occidental. El país enfrentó la guerra en las peores condiciones financieras, dinero escaso y a un precio muy alto (Federal Reserve Bank of Philadelphia, 2010).

Con la ausencia de una banca nacional, la proliferación de bancos en los estados con potestad de emitir moneda, en muchos casos de manera desquiciada, habían alentado desordenes monetarios. El gobierno tenía serias dificultades para allegarse de recursos porque las oportunidades de acceder a créditos habían disminuido, era complicado trasladar los fondos de un estado a otro y los depósitos con los que contaba no eran seguros. Habían pasado cuatro años desde la extinción del FB y la necesidad de un banco similar hacía eco entre los políticos y hombres de negocios.

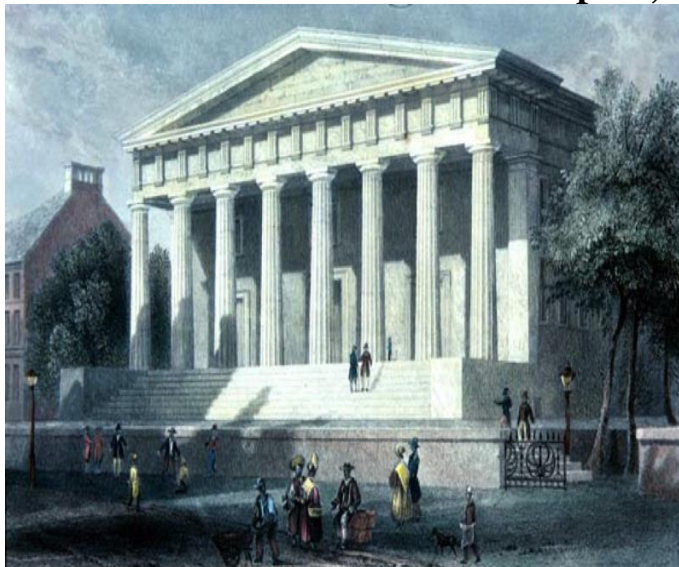
Los arquitectos del Second Bank of the United States, también llamado the Second Bank (SB) fueron John Jacob Astor, David Parish, Stephen Girard, Jacob Barker, destacados hombres ligados al sector financiero, John C. Calhoun legislador por North Carolina, y Alexander Dallas, quien fuera Secretario del Tesoro. Ellos creían que un banco nacional ayudaría a restablecer los fondos públicos para saldar la guerra, estabilizar el valor de la moneda, acabar con la inflación y dotar de un clima favorable a los negocios, entre otras cosas.

De entre estas, restablecer el control de la moneda era una situación apremiante. Para 1814 los bancos de los estados habían dejado de redimir sus billetes en oro y plata

argumentando una falta de metales. El entonces presidente Madison estaba preocupado por esta situación, creía se debía dotar al país de una moneda nacional estable. La ley que creaba el SB fue aprobada en abril de 1816 y comenzó operaciones enero de 1817 en Philadelphia, para un periodo igualmente de 20 años con posibilidad de ser ratificado para periodos posteriores iguales.

Imagen 3

The Second National Bank en Philadelphia, 1816



Fuente: www.easynotescards.com

EL SB tenía mucho en común con su antecedente inmediato el FB. Su funcionamiento y estructura eran muy similares. Éste actuaría como agente fiscal del gobierno –manteniendo sus depósitos, realizando sus pagos y emitiendo deuda pública– y regulando la economía emitiendo y redimiendo notas bancarias (billetes). Asimismo, como su antecesor el SB era un banco comercial que aceptaba depósitos y hacía préstamos al público a una determinada tasa de interés, comúnmente baja.

Su junta directiva era de 25 miembros de los cuales cinco eran nombrados por el presidente y ratificados por el Senado, el resto provenían de la iniciativa privada. La capitalización del banco era de 35 millones de dólares, monto considerablemente mayor que el FB que había sido de 10 millones, lo cual lo hacía el banco más grande e influyente en el ámbito financiero no solo de EU, sino de toda América.

La primera emisión de pagarés o también llamadas subscripciones se realizó en 1816, fijando un periodo de venta de tres semanas. Los títulos estuvieron disponibles en 20 ciudades, lo que hizo que más personas del país pudieran adquirirlos, se trató de evitar la concentración de títulos en pocas manos. Poco tiempo después de que el banco abrió

tenía 18 sucursales en las ciudades más importantes de la nación. Con el paso del tiempo el número creció hasta alcanzar 25.

Para el año de 1817 el SB contaba con 18 sucursales, ubicadas en: Philadelphia, Pennsylvania; Augusta, Georgia; Baltimore, Maryland; Boston, Massachusetts; Charleston, South Carolina; Chillicothe, Ohio; Fayetteville, North Carolina; Lexington, Kentucky; Middletown, Connecticut; New Orleans; Louisiana; New York City, New York; Norfolk, Virginia; Portsmouth, New Hampshire; Providence, Rhode Island; Richmond, Virginia; Savanna, Georgia y Washington D.C.

En los 13 años siguientes se unieron a esta red las ciudades de Mobile, Alabama en 1826; Nashville, Tennessee en 1827; Portland, Maine en 1828; Buffalo, New York en 1829; St Louis, Missouri en 1829; Burlington, Vermont en 1830; Utica, New York en 1830 y Natchez, Mississippi en 1830, para alcanzar una red de 25 sucursales. Con éstas el SB se convirtió no solo en el banco más grande por el monto de su capitalización, sino que contaban con una extensa red de sucursales que fortalecían su negocio de banca y finanzas, brindando enormes beneficios a los banqueros y sin duda alguna al gobierno federal.

La red de sucursales amplió la influencia de los negocios del país al Este, al Oeste, al Sur, al Norte, profundizando el uso de los servicios bancarios y financieros, proveyendo crédito a actividades agrícolas, industriales, comerciales, a importaciones y exportaciones. El pago de derechos del comercio exterior se realizaba en las sucursales del SB que estaban ubicadas en ciudades con alto flujo de mercancías, lo que permitió incrementar los ingresos fiscales a niveles significativos y mover el dinero de una sucursal a otra, permitiendo que el gobierno cumpliera con sus pagos. Por otra parte, el primer presidente del SB fue William Jones⁴, antiguo Secretario de Marina y reconocido político. Bajo su liderazgo, el banco extendió considerablemente el crédito por un lapso de tiempo para después restringirlo en un periodo demasiado corto. Esta situación provocó un pánico financiero, seguido de una abrupta recesión, provocando que el desempleo y las tasas de interés subieran y los precios de los productos del campo descendieran. Jones renunció al cargo en 1819 (Federal Reserve Bank of Philadelphia, 2010).

⁴ Se trataba de una persona muy poco experimentado en banca y finanzas, de hecho antes de asumir la dirección había caído en bancarrota.

El sucesor de Jone fue Langdon Cheves, un abogado de Carolina del Sur, quien había fungido como vocero de la Cámara de Representantes. Durante su gestión la mitad de los billetes del SB se redujeron a la mitad, disminuyendo el monto del crédito, se ejecutaron hipotecas pendientes y se extendió el control sobre las 25 sucursales. Además se les exigió a los bancos de los estados que respaldarán con metales sus emisiones de billetes, lo que provocó que muchos de éstos se fueran a la quiebra. La imposición de estas medidas provocó una profunda depresión con consecuencias graves en los niveles de ocupación. Cheves estuvo en el cargo hasta 1923.

Su lugar fue ocupado por Nicholas Biddle, hijo de una prominente y adinerada familia de Philadelphia, quien había trabajado en la junta de directores del SB y en la legislatura de Pensilvania. Bajo su gestión se amplió la cantidad de billetes en circulación, la mala fama del banco disminuyó, convirtiéndose en un aliado para los negocios. La economía entró en una fase de crecimiento y el banco proporcionó el capital necesario para su expansión. Los ciudadanos vivieron una etapa de bonanza que se reflejó en un mejoramiento de sus condiciones de vida.

Como puede deducirse, la existencia de un banco nacional que pudiera fungir como banco central hizo la diferencia. Es importante notar que la conducción del banco tuvo consecuencias, las cuales fueron positivas y en determinados momentos negativas, de ahí que la forma en cómo se conduzca un banco central es muy importante. En importante señalar además que a diferencia de los bancos centrales modernos, el FB y el SB no fijaban oficialmente la política monetaria y tampoco regulaban a los bancos. Sin embargo, su tamaño y la posición geográfica de sus sucursales les permitieron conducir una política monetaria “rudimentaria”.

Eso fue así porque las políticas de préstamo y de flujo de fondos del FB y del SB alteraban constantemente la oferta de dinero, el crédito y el tipo de interés para los prestatarios o usuarios del crédito. Además, los billetes del banco, respaldadas por reservas de oro y plata sustanciales le permitieron al país contar con una moneda nacional estable. Estas son algunas acciones de política monetaria que tienen vigencia y efectos hoy en día.

Para ejemplificar lo antes dicho se considera lo siguiente, el SB tenía relación con los bancos de los estados, como de hecho la tenía, en el curso de los negocios, el SB acumulaba billetes de los bancos de los estados y mantenía éstos en su bóveda, cuando el SB pretendía disminuir el crecimiento del dinero y el crédito, éste entregaba los billetes y solicitaba oro y plata, por lo tanto reducía reservas bancarias de los bancos de los

estados, poniendo el freno sobre la capacidad de los bancos estatales para poner en circulación nuevos billetes.

Por el contrario, cuando el SB pretendía incrementar el dinero y el crédito, éste recogía billetes de los estados, por lo tanto, incrementaba sus reservas bancarias y les permitía a aquellos bancos emitir más notas bancarias a través de su proceso de depósito y de préstamo. En resumen, se puede argumentar que estas acciones permitían instrumentar de forma rudimentaria, una política monetaria que incidía en la cantidad de dinero en la economía⁵. Los economistas descubrieron mediante la práctica, en el día a día, cómo es que un banco central instrumenta su política monetaria (*Ibidem*).

Regresando al problema de la crisis de 1823, aunque la depresión económica de ese año coincidió con una caída generalizada en la actividad económica en todo el mundo, el daño que sufrió el país se debió a la mala administración del SB. El efecto adverso que tuvo la administración del banco en la economía se propagó poco a poco por todos los rincones del país y contribuyó a generar una opinión adversa sobre una institución tan grande y poderosa en los negocios.

El desempeño del gigante financiero había atraído la atención de todos, principalmente de pequeños propietarios, comerciantes e industriales, quienes pensaban que esta institución representaba una amenaza real. Creían que los grandes intereses bancarios y financieros podían lograr tener una gran influencia en los asuntos públicos y privados. Este sentimiento se volcó al espectro político y fue capitalizado por algunos representantes entre ellos, Andrew Jackson, candidato a la presidencia, quien tomó como bandera el rechazo de la segunda banca nacional, resultando electo en 1828. Jackson vio su triunfo como una prueba de que la gente no deseaba el SB.

Su principal promesa de campaña había sido eliminar la enmienda de 1816. El camino para cumplir su compromiso no fue tan fácil. El entonces presidente electo recurrió al argumento de que la creación del banco se había dado contrario a lo que la Constitución señalaba. El caso escaló hasta la Suprema Corte, la cual reafirmó la constitucionalidad de la ley de 1816 que había dado vida al segundo banco. Jackson tuvo que esperar hasta 1836, año en que el decreto de creación expiraba.

⁵ Lo que estaría por definirse en las próximas décadas incluso siglos en adelante sería qué papel desempeña la política monetaria en la economía.

Cuando inicio su gestión ordenó que los depósitos federales fueran removidos del SB y colocados en los bancos de los estados, lo que provocó una merma de su tamaño e influencia. En respuesta el todavía presidente del banco Biddle restringió el monto del crédito con la intención de provocar un freno a la economía que diera marcha atrás a las acciones del presidente Jackson contra el banco. Esta acción generó daños a la economía y reforzó la mala imagen que tenía la gente hacia el SB. Biddle había sido derrotado en su intento. Al igual que en el primer caso, el banco no contó con la fuerza suficiente de los legisladores y no logró su renovación (*Ibidem*). Tendrían que transcurrir 75 años más para que se estableciera una nueva banca en la nación, el Fed.

C. The free banking era y el pánico de 1907

Los treinta años que comprendieron de 1836 a 1865 son conocidos en la literatura económica como “*the free banking era*”, etapa que fue caracterizada por la aparición de bancos privados en los estados, sin ninguna regulación federal. Estos bancos tuvieron la prerrogativa de emitir su propia moneda, la cual era redimible en oro o en especie. Sin embargo, dicha prerrogativa generó desordenes monetarios en diversas ocasiones. De entre el dinero emitido por los bancos privados, la gente lo clasificaba como dinero bueno y malo. El sistema bancario por tanto era inadecuado, riesgoso y contaba con insuficientes reservas que respaldaran los depósitos de sus clientes.

Años después el clima de los negocios bancarios se vio interrumpido por las armas. El país se enfrascaba en una Guerra Civil. En respuesta el Congreso aprobó en 1863 la ley Bancaria Nacional y un conjunto de enmiendas más en los dos años siguientes. El nuevo esquema legal que se conformó propició un poco más de certidumbre al sistema bancario y financiero. Hubo cambios significativos. En adelante solo los bancos nacionales tendrían la facultad de emitir dinero. Se impusieron requerimientos de capital para los bancos nacionales y se mandató que el dinero emitido estuviera respaldado por obligaciones que el gobierno emitiría y se creó la oficina del Contralor de la Moneda.

Aunque la nueva ley proporcionó algunas medidas de estabilidad en la moneda para la creciente nación, no llenó el vacío de un instituto central. La influencia de los bancos no fue más allá de lo local y en el mejor de los casos, regional. Por otro lado, el desarrollo del país continuaba, las principales actividades económicas crecían a pasos agigantados. Sin embargo, el sistema bancario y financiero no contaba aún con un mecanismo efectivo que fuera capaz de regular los flujos de dinero y crédito, poniendo en riesgo la economía.

En este escenario, existía cierto consenso respecto a que la ausencia de una moneda elástica y reservas bancarias inamovibles representaban verdaderas trabas para el desarrollo del sistema bancario. La cantidad de dinero en circulación dependía del valor de los bonos, los cuales estaban en manos de los bancos nacionales, en lugar de depender de las necesidades de los negocios del país. Esto representaba un verdadero problema. Otro era que si bien las reservas bancarias estaban esparcidas alrededor del territorio, éstas eran casi inamovibles donde ellas se asentaban (Federal Reserve Bank of Boston, 2011).

A principios del siglo xx había tres tipos de bancos: los *country banks*, los *reserve city banks* y los *central reserve city banks*. Los *country banks* eran bancos nacionales localizados en diversas ciudades, mismas que incluían 50 centros que eran conocidos como “*reserve*” y “*central reserve cities*”. Estos bancos tenían que conservar parte de sus reservas en forma de dinero en bóveda (*vault cash*) y el resto en la forma de un depósito con un banco nacional en un *reserve city bank* o en un *central reserve city bank*.

Los *reserve city banks* eran bancos nacionales localizados en 47 ciudades importantes. Estos bancos tenían que conservar parte de sus reservas en forma de dinero en bóveda y el resto en la forma de un depósito con un banco nacional en un *central reserve city bank*. Los *central reserve city banks* eran bancos nacionales ubicados en solo tres ciudades: New York, Chicago y St Louis. Estos bancos tenían que conservar todas sus reservas en forma de dinero en bóveda. Esta estructura de los bancos nacionales mostraba que 50 ciudades servían como reservas de los depósitos (*Ibidem*).

Los pánicos financieros y las corridas bancarias fueron eventos comunes a lo largo del siglo xix y los primeros años del xx. Algunas de estas crisis fueron más severas que otras pero la mayoría siguió el mismo patrón. Todo comenzaba con un rumor sobre el posible colapso de un banco, después el hecho se consumaba, esta situación minaba la confianza del público sobre el conjunto del sistema financiero y se volcaba para hacer fila en los bancos.

El miedo de los depositantes a perderlo todo generaba una oleada de retiros. Sin fondos líquidos para atender el tamaño de tal demanda, en un lapso breve los bancos estaban al borde de la quiebra, muchos no lograban sobrevivir y el contagio continuaba. En 1893

una corrida bancaria desencadenó una fuerte depresión⁶. Un par de años después la economía recuperó los niveles previos a la crisis. Sin embargo, era cada vez más notorio que el sistema bancario se desarrollaba en una persistente zozobra.

Lo que generalmente antecedió a un pánico financiero era un boom en el sector bursátil, su sede la City de New York, su nombre, Wall Street. La excesiva toma de riesgos, el alza vertiginosa de sus acciones y la rápida formación de fortunas, eran algunos aspectos observados antes de una crisis financiera. Para este momento, las empresas más grandes estaban constituidas por acciones y tenían un fuerte nexo con el sistema bancario y financiero. A su vez, los bancos eran copropietarios de empresas del sector agrícola, minero, industrial, comercio y de servicios. La compañía representativa estaba ligada indiscutiblemente con el sector financiero.

Aunque el descalabro financiero ocurriera en New York, éste se propagaba rápidamente por todo el territorio. Una restricción crediticia se manifestaba de inmediato. Las empresas requerían fondos líquidos para hacer frente a sus obligaciones. El costo del dinero se elevaba considerablemente. El verdadero problema recaía en la inelasticidad de la moneda y la falta de movilidad de las reservas bancarias que se manifestaban con las crisis. Posteriormente el endeudamiento excesivo y la caída en la confianza del consumidor aceleraban el debilitamiento de las actividades económicas y el empleo, trasladando la crisis financiera a la economía real (Moen y Tallman, 1999).

El conjunto de los bancos contaban con la “*New York Clearing House Comitte*” (en adelante el Comité) que era una cámara de compensación. Esta instancia totalmente privada contaba con el respaldo de los miembros más respetados e influyentes del sector financiero lo cual le daba a su actuar una profunda credibilidad y fortaleza. Desarrollaba además muchas de las tareas de regulación y vigilancia que hoy en día realiza todo gobierno entre los participantes del mercado financiero.

A finales de 1907 la pésima administración de *United Copper Company*, un conglomerado minero, se había convertido en una preocupación pública. El precio de sus títulos caía vertiginosamente y en poco tiempo acumulaba enormes pérdidas. Su administración estaba ligada con el *Mercantile National Bank* y el *National Bank of*

⁶En este episodio el sistema bancario contó con la ayuda del magnate financiero John Pierpont Morgan quien logró calmar el ánimo de los inversionistas.

Commerce. La inminente quiebra generó una profunda desconfianza que desencadenó una corrida bancaria, los ahorradores acudieron masivamente a retirar su dinero.

Cuando un pánico financiero ocurría, la prontitud con la que se lograba estabilizar el sistema financiero era determinante para aminorar el impacto en la empresa, la economía real y el empleo. Los bancos miembros del Comité anunciaron que contribuirían con fondos para cubrir los retiros que enfrentaban los bancos con problemas. Uno de éstos era John Pierpont Morgan, la figura dominante de la banca en América (Tallman y Moen, 1990).

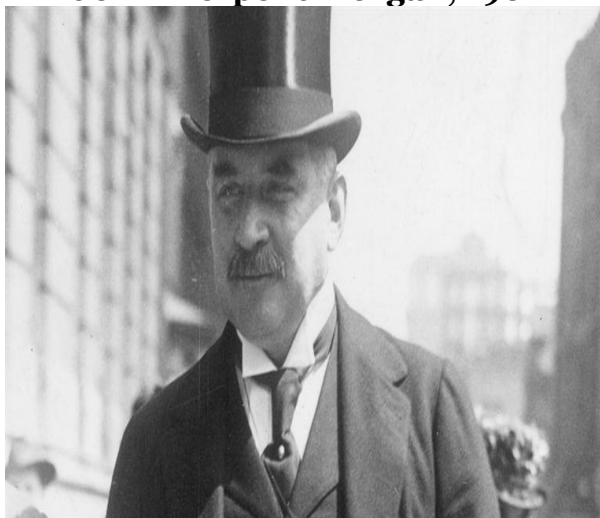
Alguien tenía que actuar para evitar el colapso del sistema financiero y de la economía. Morgan encabezó los esfuerzos para detener esta crisis, designando un comité de banqueros que tendrían como tarea auditar a las instituciones bancarias con problemas y determinar sus necesidades de capitalización⁷. George Cortelyou, entonces Secretario del Tesoro, voló a Nueva York para acordar acciones conjuntas de apoyo con Morgan. “Note que Morgan no viajó a Washington para entrevistarse con el representante del Tesoro. Hoy sería todo lo contrario”.

Cortelyou y Morgan anunciaron que pondrían a disposición de los bancos de Nueva York un fondo de 25 millones de dólares para enfrentar la emergencia financiera. Asimismo, John D. Rockefeller, el magnate del petróleo, adicionó 10 millones a dicho fondo. Sin embargo, la medida fue insuficiente para restablecer la confianza de los inversionistas sobre el sistema bancario. Los bancos continuaron enfrentando el retiro de los ahorradores. El Comité emitió certificados o pagares que fueron suministrados a los bancos en problemas.

⁷ Para enfrentar la contingencia financiera, el llamado “maestro del dinero” J.P. Morgan se encerraba por varias noches en su casa con los banqueros más prominentes de EU para establecer duras negociaciones que constituyeran los fondos de capitalización para los rescatar bancos en problemas y evitar el colapso del sistema financiero.

Imagen 4

John Pierpont Morgan, 1901



Fuente: tomado de www.biography.com

Los certificados respaldados por los bancos miembros del Comité fungieron como dinero en la ausencia de éste, se utilizaron para satisfacer las demandas de los depositantes ansiosos por retirar del sistema bancario sus ahorros, ante el temor de que la institución bancaria quebrara y su patrimonio se esfumara. Ante la ausencia de un banco central que suministrara liquidez al sistema financiero en tiempos de crisis, el Comité realizó estas acciones. Ello era posible porque su funcionamiento contaba con el reconocimiento y la credibilidad de la comunidad financiera nacional e internacional (*Ibidem*).

Estas medidas parecían aún insuficientes si no se restablecía la confianza del público en el sistema financiero. Morgan exhortó a líderes religiosos de New York a que llamaran a las personas a la calma y coadyuvaran a restablecer la confianza en las instituciones privadas. Se deseaba influir en las expectativas que se tenían sobre el desarrollo futuro de los bancos, elemento indispensable para reconducir la política bancaria y financiera. Ahora, los desarrollos económicos modernos consideran de suma importancia las expectativas de los agentes en la conducción de cualquier política económica.

Para el mes de noviembre de ese año la crisis había cedido y se había logrado estabilizar el sistema bancario. El presidente Theodore Roosevelt agradecía públicamente “la admirable forma en la cual ustedes [J.P. Morgan y otros banqueros] habían manejado la presente crisis” y aunque el primer mandatario nunca señaló a Morgan por su nombre, reconoció el trabajo de “aquellos hombres de negocios considerables y conservadores quienes han actuado en esta crisis con sabiduría y espíritu público” (Federal Reserve Bank of Boston, 2011).

Está claro que Morgan actuó en principio para frenar el deterioro del sistema bancario y evitar que un colapso de mayores dimensiones pusiera en riesgo su imperio financiero y la de los suyos. Pero lo más relevante para los fines de la investigación quizá sea el que Morgan fue reconocido por la comunidad bancaria y financiera y por el gobierno porque realizó muchas de las funciones de un banco central, institución ausente en ese momento.

En su obra "*A monetary history of the United States 1867–1960*" de 1963 Friedman y Schwartz señalan que después de la Guerra Civil se constituyó un sistema bancario en donde los préstamos y las actividades de inversión de los bancos estaban ligados con la creación de depósitos. Es decir, en 1867 por cada 1.2 dólares de depósitos existía 1 dólar en moneda en circulación. Esta relación se fue modificando en los siguientes años, incluso décadas. En 1872 la relación era de 2/1, para 1879 de 4/1, 1898 de 6/1 y de 9/1 cuando se desencadenó el pánico financiero de 1907.

Es por ello que cualquier dificultad bancaria generalizada que debilitara la confianza del público en los bancos provocaba una caída en la relación depósitos a moneda, porque el público buscaba convertir sus depósitos en monedas. El sistema bancario era altamente vulnerable a cambios en las preferencias de liquidez de la gente. Esta alta relación de depósitos a moneda hizo a los bancos más susceptibles para quebrar a través de un pánico, generando que los bancos tuvieran un fuerte incentivo en reforzar sus posiciones de efectivo al más ligero signo de retiro de depósitos.

Todo intento desordenado por parte del público por convertir sus depósitos por dinero drenaba las reservas de los bancos. En un sistema bancario unitario con más de 20 mil bancos independientes el impacto era desigual, forzando a algunos bancos a la suspensión y amenazando con una reacción en cadena por el deseo del público para convertir sus depósitos en moneda. La mayoría de las veces la respuesta de la autoridad fue la restricción de pagos, muchas veces mediante la declaración de días inactivos. Esta medida protegió el sistema bancario y dio tiempo para que el pánico pasara, así como para que la moneda estuviera disponible. Se levantaba la restricción de pagos hasta que la probabilidad de un daño generalizado disminuía.

D. El Sistema de la Reserva Federal

La mayoría de los economistas coinciden en señalar que el pánico financiero de 1907 no fue el más severo en la historia de EU pero sí fue el escenario que promovió una seria

reflexión y un ambiente de consenso sobre la necesidad de resolver los problemas de inelasticidad de la moneda y de movilidad de reservas, elementos que se abordarían con la aprobación de la ley que creaba el Fed en 1913.

La consecuencia económica de la debacle que provocó el pánico de 1907 fue considerable. Entonces el ambiente de crisis abrió el camino para la discusión de una nueva reforma al sistema bancario y financiero, así como la necesidad de contar con un sistema de banca central que resolviera de una vez por todas, los problemas de inelasticidad de la moneda y la inamovilidad de las reservas bancarias.

En los meses que siguieron el Congreso aprobó la ley *Aldrich-Vreeland*⁸ con el objetivo de hacer que la oferta de dinero fuera más elástica en momentos de emergencia en donde la moneda escaseaba. Desde el punto de vista de muchos expertos no se trató de una reforma financiera sino de un paliativo. Sin embargo, la enmienda fue valiosa porque creó una Comisión Monetaria formada por nueve representantes en cada una de las cámaras del Congreso para elaborar un estudio sobre los cambios que requeriría el sistema bancario y financiero.

La comisión estuvo liderada por el senador republicano Nelson W. Aldrich de Rhode Island, hombre polémico, considerado como el más poderoso miembro del Senado y digno representante del poder económico del Oeste del país. La comisión fue bien vista por los banqueros y principales hombres de negocios. Por el contrario, el creciente movimiento de los llamados progresistas, –que aglutinaba a los pequeños productores del campo y la ciudad, industriales y comerciantes, entre otros– rechazaban la comisión por considerarla que no representaba los intereses de la sociedad (Roger, 2010).

La tarea de la Comisión fue compleja, condujo investigaciones, consultó diversos expertos sobre el tema, visitó diferentes instituciones bancarias extranjeras, realizó audiencias en diferentes ciudades del país, entre otras labores. Al cabo de tres años de recabar información estuvo lista para presentar sus resultados. En 1911 el senador Aldrich expuso en Washington ante un grupo de banqueros y hombres de negocios su plan para reformar las instituciones del sector financiero.

El proyecto contemplaba la creación de una institución central que sería llamada *National Reserve Association* con sucursales en todo el país con el poder de emitir

⁸ Esta ley se aprobó después de muchos intentos en 1908

dinero y redescantar el papel comercial de los bancos miembros. El control de la institución residiría en una junta de directores, la cual estarían conformada en mayoría por banqueros. La reforma pretendía cambios a la estructura financiera que estuviera bajo una administración central y bajo el dominio de la iniciativa privada.

El proyecto fue ampliamente rechazado por el movimiento llamado “progresista” quien lo calificó de estar preparado bajo la influencia de los grandes banqueros del país. Su líder y tres veces candidato a la presidencia por el Partido Demócrata, Willian Jennings Bryan, había dirigido un ataque permanente sobre los banqueros y el impacto deflacionario del patrón oro, él estuvo en contra del plan argumentando que dicha reforma aumentaba el poder de los grandes banqueros y de Wall Street.

Cabe señalar que los republicanos tenían sus bases de apoyo en el Este del país. El partido republicano entonces representaba los intereses de los prominentes banqueros y hombres de negocios. Este grupo estaba interesado en reformar la organización financiera de la nación para hacerla más eficiente y centralizada. En el otro extremo, estaba el partido demócrata que enarbolaba algunas demandas del movimiento progresista, que pretendía limitar el poder de la comunidad financiera al considerar que podría llegar a dominar todas las actividades económicas.

Los temas relacionados con el sistema bancario y financiero jugaron durante buena parte del siglo XIX y principios del XX un papel determinante en la disputa por ocupar la Casa Blanca. El movimiento progresista supo muy bien cómo capitalizar el descontento social alimentado por los pánicos financieros que sucedieron. La sociedad llegó a ver al banquero como el culpable por la situación que atravesaba. Finalmente, el Partido Republicano perdió las elecciones de 1913. El demócrata Woodrow Wilson triunfó y nombró a Willian Jennings Bryan como su secretario de Estado, reconociendo la enorme influencia electoral que había tenido en la contienda (*Ibidem*).

En la conformación de la nueva legislatura fueron nombrados Carter Glass y H. Parker Willis como jefe de la Comisión de Banca y Finanzas y principal asesor de dicha Comisión, respectivamente. Esta comisión era importante porque tenía que dictaminar la ley que crearía el Fed. Glass era representante de Virginia y Willis se desempeñaba como profesor de economía en las Universidades de Washington y Lee y era editor asociado de la New York Journal of Commerce. Ellos fueron nombrados para dirigir los trabajos legislativos de la Comisión que le dio seguimiento al conocido Plan Aldrich.

Tras el cambio de poderes era obvio que el plan original sufriera cambios importantes en los meses posteriores. Glass y Wilson dieron a conocer al presidente Wilson su nueva propuesta para reformar la estructura financiera. El plan contemplaba la creación de 20 o más bancos del Fed controlados en su mayoría por los privados, los cuales tendrían una porción de las reservas de los bancos miembros, desarrollando funciones de banca central y con la facultad para emitir moneda que estuviera respaldada por activos comerciales y metales como oro.

El presidente Wilson estuvo de acuerdo con la propuesta en lo general. Sin embargo, persuadió a Glass y Wilson para agregar la figura de una Junta Central que controlara y coordinara los trabajos de los bancos del Fed. Se trataba de una Junta que iba a ser una oficina pública distinta al banco central dominante propuesto en el Plan Aldrich. Fue así como la propuesta Glass y Wilson junto con las modificaciones hechas por el presidente sentarían las bases de la ley del Fed en diciembre de 1913.

Sin embargo, la presentación del proyecto de ley, así como su discusión y aprobación por parte de los legisladores de ambas cámaras no fue una tarea sencilla. Los banqueros y los conservadores señalaban que con esta propuesta el gobierno se entrometería demasiado en la estructura financiera. Por su parte, los sectores más radicales del movimiento progresista del Oeste y Sur pensaban que la propuesta le otorgaba muy poca autoridad al gobierno frente a los bancos, voces que encontraron eco en Bryan, entonces Secretario de Estado. Ellos pedían el retiro del dinero emitido por los bancos nacionales y su sustitución por una oferta de papel moneda emitido por bancos públicos y respaldados por la promesa de pago del gobierno.

Ante la disputa a la que se enfrentaba el presidente Wilson, éste buscó el consejo de Louis D. Brandeis, un prominente y reconocido abogado que creía que los banqueros debían ser excluidos del control del nuevo sistema y que la moneda del Fed debía ser una obligación del gobierno, él sostenía que el conflicto entre las políticas de la administración y los intereses de financieros y grandes hombres de negocios eran un conflicto irreconciliable. Estos puntos de vistas estaban muy cercanos al pensamiento de Bryan, lo cual le permitía al presidente Wilson conciliar con él (*Ibidem*).

Fue así como el 23 de junio de 1913 el presidente Wilson, con un respaldo mayoritario de la clase política, presentó a los legisladores su propuesta de reforma, la cual pretendía dotar al sistema bancario de una moneda elástica y otorgar control al gobierno para que “los bancos proveyeran los instrumentos y no [fueran] los amos de los negocios

de la empresa y de la iniciativa”. La propuesta de banca central descansaba sobre un exclusivo control del gobierno de la Junta del Fed y hacía que el dinero emitido por ésta fuera de aceptación obligatoria en todo el territorio.

La mayoría de los banqueros no estuvieron de acuerdo con la propuesta, señalaban que esta representaba una amenaza al espíritu del *laisser-faire*. Muchos conservadores y banqueros eran republicanos influyentes que veían la propuesta como una medida dominada por sentimientos del Oeste y el Sur y en contra de los intereses bancarios y financieros. Los representantes bancarios de New York, Chicago y St Louis, así como aquellos de las 47 ciudades considerados como *reserve cities* no querían que los nuevos bancos del Fed fungieran como únicos tenedores de reservas de los bancos nacionales, además les disgustaba un marco de regulación gubernamental dominado por nombramientos políticos.

El siguiente paso fue convencer a la comunidad bancaria sobre la propuesta de Ley. En los días siguientes a la presentación de la iniciativa frente a los legisladores, Wilson celebró reuniones con los líderes bancarios quienes fungían como representantes de la Asociación Bancaria Americana ante la Comisión de la Moneda. La propuesta atendió solicitudes de los banqueros para que sus billetes fueran retirados gradualmente, otorgando certidumbre a grandes inversiones de los bancos en bonos respaldados por su moneda. Además, se flexibilizaba la determinación de la tasa de descuento por parte del instituto central, dando mayores responsabilidades a los bancos miembros del Fed y la creación de un Consejo Consultivo Federal integrado por representantes de la comunidad bancaria que sirviera de enlace entre los bancos del Fed y su Junta.

A pesar de haber logrado estos cambios, la comunidad financiera seguía percibiendo el plan como uno que permitía al gobierno el control de los negocios bancario y financiero. Ellos deseaban regresar al plan Aldrich, el cual en principio contemplaba un banco central con una estructura centralizada y bajo el control de los banqueros. Les seguía disgustando la idea de que el proyecto de ley del Fed contemplaba una estructura descentralizada bajo el control público, o como los conservadores lo llamaban un control “político”.

El camino hacia la aprobación de la ley estuvo lleno de baches. Un grupo de legisladores demócratas representantes del Este y Sur se manifestaron en contra de la propuesta del presidente. Este grupo, conducido por Robert L. Henry del estado de Texas, demandaba que el poder económico de los banqueros fuera disuelto antes de reformar

el sistema bancario y la moneda, creían que la ley otorgaba un control a los privados sobre los bancos de la reserva regional y lo que más les preocupaba era que la ley no contemplaba créditos agrícolas y carecía de medidas para aliviar el estado de las deudas que mantenían.

La postura política que asumió el grupo de demócratas contó con poco respaldo del resto de sus compañeros de bancada y la sociedad en general. Después de una serie de negociaciones el presidente Wilson fue capaz de controlar a este grupo agrícola opositor. La Comisión de Banca y Finanzas de la Cámara de los Representantes retomó nuevamente los trabajos para dictaminar la propuesta. Posteriormente la ley fue aprobada por una mayoría demócrata. Ahora le tocaba el turno al Senado de EU (Roger, 2010).

La minuta fue recibida por la Comisión de Banca del Senado que estaba a cargo del senador republicano Ralph Owen Brewster, quien era reconocido como un antiguo aliado del Plan Aldrich. En varias ocasiones el presidente Wilson lo invitó a la Casa Blanca, logrando que éste se retractara de sus antiguas críticas para facilitar el camino que llevara a aprobar la ley. Sin embargo, el comportamiento errático del legislador no permitió avanzar en esta dirección. Como consecuencia el Senado decidió convocar a una serie de audiencias en donde se abría la discusión sobre la conveniencia o no del proyecto de ley que crearía el Fed.

Unas semanas después de que la Cámara de Representantes aprobara la ley del Fed, la Asociación de Banqueros Americanos sostuvo su convención anual en Boston y aprobó un conjunto de resoluciones que calificaban a la citada ley como injusta, confiscatoria, socialista y anti-americana, aunado a esto, a tres de los siete senadores demócratas se les percibía cerca de la minoría republicana en el Senado. El presidente Wilson percibió que la ley estaba en peligro y comenzó a tener acercamientos con los senadores para persuadirlos.

El ambiente político se enrareció aún más cuando Frank A. Valderlip, presidente del National City Bank de Nueva York compareció ante el Comité de Banca del Senado y propuso un nuevo proyecto bancario y de moneda, al cual se le llamó el Plan Valderlip, éste contemplaba un banco del Fed con un capital suscrito por el público, el gobierno y los bancos nacionales. El Fed tendría doce sucursales alrededor del país. El control del banco descansaría totalmente en manos del gobierno federal y podría emitir moneda respaldada con activos comerciales y un 50% de reservas en oro.

La propuesta que entonces se presentaba representaba un punto intermedio entre los intereses de izquierda del sector agrícola y de derecha de los banqueros. A diversos integrantes del ala radical del sector agrícola les agradaba la idea del control gubernamental del Plan Valderlip, al igual que a muchos conservadores les simpatizaba este plan porque mantenía el control en un solo banco. Otros por su parte veían con buenos ojos que el plan representará una restricción del poder de los banqueros privados y de Wall Street, mientras otros tantos apoyaban que la banca estuviera bajo el dominio de los banqueros. Después de su presentación ocho de los doce senadores miembros de la Comisión de Banca del Senado apoyaban abiertamente la nueva propuesta.

En noviembre de 1912 el Comité de Banca del Senado tenía dos diferentes propuestas: la ley del Fed ligeramente modificada y el Plan Vanderlip. Para el mes siguiente el Senado había votado una de estas leyes. La ley del Fed fue elegida por un estrecho margen frente al Plan Valderlip por un margen de 44 votos y después aprobada por los miembros del Senado por 54 votos contra 34. Las versiones del Senado y de la Cámara de Representantes tuvieron ligeras diferencias que fueron abordadas en los siguientes dos días mediante la creación de una Conferencia integrada por miembros de las dos Cámaras.

Entre las diferencias destacaba el número de bancos que formarían parte del Fed. Lo aprobado por la Cámara de Representantes contemplaba 12, mientras el Senado mandataba máximo doce y mínimo ocho. Los trabajos legislativos de la Conferencia terminaron por aceptar la propuesta del Senado. El 23 de diciembre de 1913 el presidente Wilson firmó la ley que creaba el Fed, manifestando que se trataba de un beneficio para los negocios. Su aprobación había requerido de una enorme negociación política para persuadir a los radicales del movimiento progresista y los banqueros y hombres de negocios más prestigiados de la nación.

Con la ley del Fed aprobada, el paso siguiente era levantar la estructura que diera finalmente vida a la banca central. Para ello, se debían atender los siguientes aspectos: el número de bancos regionales de la reserva, determinar su localización, trazar las líneas que debían corresponder a los distritos del Fed, dotarlos del personal para trabajar y nombrar a la Junta del Fed.

La ley recién aprobada contemplaba la conformación de un Comité de Organización (en adelante la Comisión) el cual fue integrado por el Secretario del Tesoro, William G.

McAdo, el Secretario de Agricultura, David F. Houston y el Contralor de la moneda, John Skelton Williams quien fue designado posteriormente. Su tarea era elegir las ciudades donde los bancos regionales debían asentarse y dividir el territorio en distritos donde se colocaría un solo banco atendiendo “la conveniencia y el acostumbrado curso de los negocios” como la ley señalaba.

La labor de la Comisión para decidir el número de bancos y sus lugares de residencia fue igualmente una tarea difícil. La ley establecía la existencia de no menos de ocho bancos y no más de doce. Sin embargo, aquellos que fueron partidarios del Plan Aldrich, el cual contemplaba la creación de un solo banco central, creían que ocho bancos regionales eran suficientes e insistieron en que el banco del Fed de New York fuera una institución grande y que los restantes siete fueran bancos de menor tamaño.

El considerar un banco enorme en New York serviría para cubrir importantes centros financieros como Boston y Philadelphia, es decir, la parte Noreste de la nación. En San Francisco y Chicago podrían situarse bancos más pequeños y los restantes cinco podrían ser todavía más pequeños y ser asignados en otras ciudades de menor tamaño. Si esto era así, el banco de New York podría fungir en los hechos como un banco central, entonces funcionaría como una banca centralizada con apariencia de tener un toque regional. Esta idea era muy atractiva para aquellos que no se resignaban con una banca central descentralizada.

Por el otro lado estaban integrantes del movimiento progresista quienes habían conseguido que el banco central quedara en manos del gobierno y que tuviera un carácter descentralizado. Ellos pensaban que doce bancos regionales eran insuficientes aunque se conformaban con este número máximo. Señalaban que los bancos debían ser en la medida de lo posible del mismo tamaño y que ninguno de ellos debería dominar a los demás. Había entonces una controversia clara entre grupos que debía ser resuelta en los hechos por la Comisión.

La Comisión comenzó sus trabajos con visitas a las ciudades más importantes. La primera fue la Ciudad de New York donde sostuvieron reuniones con líderes bancarios y financieros. Uno de ellos fue Morgan, quien señaló que el banco del Fed de esta ciudad debía ser el más grande, para ser dominante y que pudiera recibir el reconocimiento de los bancos centrales de Europa. Algunos banqueros argumentaban que el distrito de New York debería de incluir al estado de New England y otros querían que incluyera desde Ohio hasta el Oeste de Washington (Roger, 2010).

La siguiente ciudad que fue visitada por la Comisión fue Boston. Este lugar era dominado por quienes habían apoyado el Plan Aldrich, es decir, un banco central único y centralizado. Los líderes políticos de los negocios y de la academia apoyaban el establecimiento de un banco dominante en New York, del cual Boston debía tener una sucursal. El fuerte poder que ejercían los negocios bancarios y financieros les daba razones para demandar la residencia de un banco del Fed en Boston. Esto les permitiría enfrentar en mejores condiciones los problemas financieros cuando aparecieran, argumentaban.

Después partieron a Washington para sostener reuniones con representantes de otras ciudades de la costa Este del país. En ese lugar se apoyaba la idea de un banco fuerte en New York que estuviera ligado a Philadelphia mediante una sucursal o bien un banco del Fed. El mismo trabajo de la Comisión continuó en más de 40 ciudades, entre ellas destacaron Chicago, St Louis, Kansas City, Lincoln, Denver, Seattle, Portland, San Francisco, Los Angeles, El Paso, Austin, New Orleans, Atlanta, Cincinnati y Cleveland.

Los trabajos que realizó la Comisión en las distintas ciudades de EU mostraban, entre otras cosas, que cada localidad se pronunciaba por contar con un banco regional del Fed, pero la ley contemplaba como máximo doce y esto fue con lo que tuvo que lidiar el Comité cuando formuló sus conclusiones. Sin importar qué ciudades resultaran elegidas para ser sedes de uno de los bancos del Fed, las inconformidades de los líderes locales iban a surgir por no ser favorecidos con los resolutiveos de este grupo de trabajo.

Hubo de todo, muchos banqueros que tenían su residencia fuera de New York les disgustaba la idea de formar un banco gigante en esta ciudad, muchos seguían apoyando el Plan Aldrich de contar con un solo banco, sin embargo, la ley aprobada contemplaba al menos ocho. Los miembros de la Comisión declararon en varias ocasiones que el orgullo local y las especificaciones regionales debían ser tomados en cuenta al momento de decidir las ciudades en donde finalmente se asentarían los bancos del Fed, además coincidían en que el número máximo de bancos debería ser a los más de doce.

En el momento en que se discutían las ciudades que debían ser elegidas, tres de ellas ya fungían como ciudades de reserva (*cities reserve*), éstas eran New York, Chicago y St. Louis. Los banqueros de estas dos últimas se oponían a que el banco del Fed de New York fuera una institución tan grande que hiciera parecer a las *cities reserve* pequeñas. Ellos creían que su estatus como *cities reserve* les daba el derecho de contar

con un banco del Fed en sus ciudades. De acuerdo a ellos, estos bancos debían ser en tamaño cercanos al del Fed de Nueva York pero debían ser más grandes que el resto de los otros bancos del Fed.

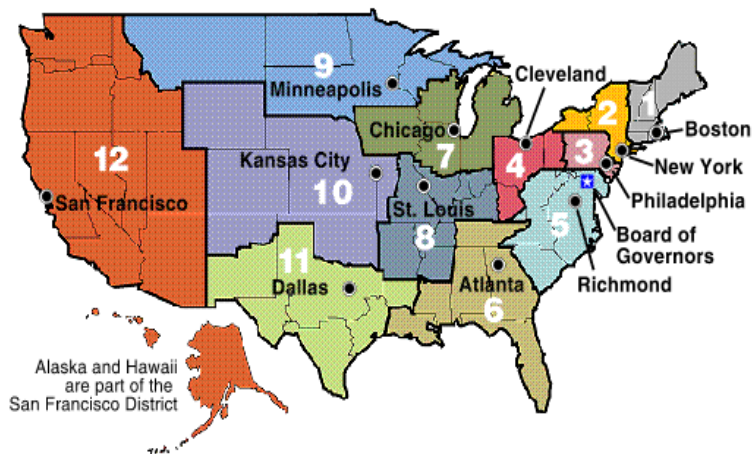
Por otro lado, el resto de los banqueros que estaban situados en otras ciudades se pronunciaban porque el número de bancos del Fed fuera doce. Ellos consideraban que el banco del Fed de New York representará uno más y no debía ocupar un papel dominante. Algunos consideraban que debía solo cubrir la parte baja de la isla de Manhattan y el resto pertenecer a un banco o distrito. Creían que este tipo de medidas podía acotar la influencia sobre el resto de los bancos miembros del Fed.

El siguiente trabajo de la Comisión fue encuestar a las instituciones financieras sobre sus preferencias para las ciudades sedes de los bancos del Fed, preguntando en cuál de ellas se afiliarían, contemplando una primera, segunda y tercera opción. De acuerdo a Johnson (2010) los bancos no tenían idea de cómo iban a ser trazadas las líneas de los distritos, así que muchos de ellos basaron sus respuestas en la ciudad en que ellos deseaban se asentará el banco de la Fed de su preferencia.

Algunos analistas señalaron que había razones suficientes para creer que esta encuesta de bancos nacionales fue el factor más importante en determinar las ciudades en donde se asentaron los bancos del Fed, mientras que otros afirmaron lo contrario. En abril de 1914 la Comisión anunció que Atlanta, Boston, Chicago, Cleveland, Dallas, Kansas City, Minneapolis, New York, Philadelphia, Richmond, St. Louis y San Francisco serían las doce ciudades sedes de los bancos del Fed. A su vez los distritos fueron trazados (véase Imagen 5).

Imagen 5

Mapa de los distritos de la Fed



Fuente: tomado de www.federalreserveonline.org

Ante las dudas que generaba tal decisión, la Comisión publicó los criterios básicos que, desde su opinión, normaron los criterios de la elección de las 12 ciudades, estos fueron: la capacidad de los bancos miembros dentro del distrito para poseer un capital mínimo de cuatro mil dólares requerido para cada banco del Fed conforme a la ley, las conexiones mercantiles, industriales y financieras existentes en cada distrito, la capacidad del banco del Fed en cada distrito para atender la demanda de los negocios que existen en cada localidad, factores geográficos, una red de transporte existente de transporte y comunicación, la población, el área y las actividades de negocios que prevalecían en los distritos.

Asimismo, la Comisión se inclinó porque el número de bancos fuera el máximo posible y que el tamaño de banco del Fed de New York fuera limitado. Aunque, este principio dominó desde el principio, este banco se limitó al estado de New York con un capital base de 20 millones de dólares, cuatro veces la capitalización de los bancos del Fed de menor tamaño. Para el caso de los bancos del Fed de Atlanta y Minneapolis su capital fue de cinco millones para cada uno.

En los hechos fue imposible evitar que el banco del Fed de New York se erigiera como el más grande y dominante entre los demás debido a la enorme cantidad de recursos financieros asentados en esta ciudad. Sin embargo, cabe señalar que resultó ser más pequeño de lo que la comunidad financiera solicitó desde un principio. Como se ha señalado, una vez que las ciudades fueron elegidas, entonces las líneas de los distritos fueron dibujadas alrededor de ellas.

No todos quedaron conformes con la resolución de la Comisión. Las ciudades de New Orleans y Baltimore esperaban ser consideradas como sede de un banco del Fed debido a su tamaño e importancia relativa en el sector financiero. Ambas ciudades reclamaban el derecho sobre aquellas que siendo de menor tamaño, habían sido elegidas, tales eran los casos de Richmond, Dallas, Atlanta, Kansas City y Minneapolis. Las ciudades inconformes realizaron significativas protestas en Washington en demanda de una rectificación que las beneficiara con alguna sede en el conjunto de bancos del Fed.

Las críticas también surgieron por las ciudades que habían sido favorecidas. Siguiendo con Roger (2010) la justificación de algunas ciudades por parte de la Comisión resultó muy difícil. Algunos hablaban de favoritismos políticos en la selección. Por ejemplo, John Skeltor Williams, Contralor de la Moneda, era de Richmond la ciudad más impugnada; Newton D. Baker, Secretario de Guerra, era originario de Cleveland; James

Reed era senador por Kansas City; David Houston, miembro de la Comisión, era de St. Louis y Champ Clark originario también de Missouri.

Las controversias sobre la decisión que había tomado la Comisión permanecieron por algún tiempo. El congreso se convirtió en la caja de resonancia para la disputa entre los líderes locales. A pesar de ello, las doce ciudades seleccionadas por este grupo de trabajo no se modificaron y hasta la fecha han permanecido sin ningún cambio. Solo se puede hablar de que la Junta del Fed realizó cambios menores sobre trazos de los distritos en años posteriores atendiendo peticiones de los bancos en determinados puntos del país para reclasificarlos.

Nuevas disposiciones se debían aplicar. De acuerdo a la nueva ley los bancos comerciales existentes debían formalizar su relación con el nuevo sistema público, mediante la suscripción de un porcentaje de su capital. Los bancos asociados debían además elegir a quienes los representarían. Para ello, la Comisión dividió los bancos privados de cada distrito de acuerdo a su nivel de capitalización en: *i)* los más grandes, *ii)* los medianos y *iii)* los más pequeños.

Cada grupo debía elegir dos directores por distrito. Un director llamado clase A que representaba a los banqueros y un director clase B, que presentaba liderazgos en sectores tales como la agricultura, la industria, el comercio u otro sector representativo del distrito que no tuviera relación con el sector bancario y financiero. Estos tres grupos debían elegir tres directores clase A y tres directores B.

La ley también contemplaba los directores clase C, que debían ser elegidos por los miembros de la Junta del Fed a razón de tres para cada banco miembro del sistema, de entre los cuales uno ocuparía el cargo de presidente y otro de vicepresidente. En el caso de la Junta del Fed, ésta debía ser integrada por cinco miembros propuestos por el presidente y ratificados por el Senado para un periodo de 10 años. A estos cinco se sumarían el Secretario del Tesoro y el Contralor de la Moneda.

En mayo de 1914 el Senado recibió los nombres propuestos por el presidente Wilson para conformar dicha Junta. Se trataba de Richard Olney, abogado conservador de Boston y Secretario de Estado de Cleveland; Harry A. Wheeler, hombre de negocios de Chicago y antiguo presidente de la Cámara de Comercio; Paul M. Warburg, socio de inversión de la firma Kuhn en Wall Street, Loeb and Company y un oponente de la ley del Fed cuando ésta se estaba discutiéndose en el Congreso; Adolph C. Miller, un

antiguo profesor de economía de la Universidad de California y William P. G. Harding, presidente del First National Bank de Birmingham, Alabama.

El rechazo a las designaciones del movimiento progresista no se hizo esperar. Los opositores percibían a estos candidatos muy cerca de los intereses de Wall Street. Tiempo después Richard Olney y Harry A. Wheeler declinaron y en su lugar se propuso a Charles S. Hamlin, un demócrata de Boston y a Thomas D. Jones, un hombre de negocios de Chicago. Este último no obtuvo el apoyo de los legisladores por lo que su nominación se retiró y en lugar se propuso a Monon Railroad.

Finalmente, las cinco nominaciones fueron aprobadas por el Senado. Charles S. Hamlin fue designado gobernador y Frederic A. Delano vicegobernador de la Junta del Fed. Algunos asuntos tales como la elección de los directores clases A y B, la selección del personal de los bancos, la provisión del espacio de oficinas, las directrices para el tipo de papel comercial que los bancos miembros podrían redescantar, un mecanismo práctico para el redescuento de tal papel, el diseño y reproducción de los nuevos billetes del nuevo banco central retrasarían el comienzo de las operaciones del Fed, a éstos se sumaría el comienzo de la Primera Guerra Mundial en Europa (*Ibidem*).

Es así como en 1914 el Fed empezó a desplegar sus funciones, entre ellas ejecutar el control sobre la oferta monetaria. De acuerdo a Friedman (1991) esta función sería:

Sencilla en principio, porque la oferta monetaria será la que la autoridad quiera que sea; [pero] complicada en la práctica, porque las decisiones de la autoridad monetaria dependerán de numerosos factores. Entre éstos figuran las necesidades burocráticas de la autoridad, las creencias y los valores personales de los personajes responsables, las tendencias actuales o supuestas de la economía, las presiones políticas que reciben esas autoridades, y así en inacabable sucesión de detalles.

Cuando la guerra estalló en 1914, los bancos comenzaron a operar normalmente gracias a la moneda de emergencia que fue emitida bajo la Ley Aldrich-Vreeland of 1908. Sin embargo, el mayor impacto provino de la capacidad de los bancos del Fed para descontar las notas (obligaciones) de los banqueros. Mediante este mecanismo, EU suministró un cuantioso flujo de bienes a Europa, ayudando indirectamente a financiar la guerra hasta 1917, año en el que EU declara oficialmente la guerra a Alemania.

Imagen 6

Sede del Comité Federal de Mercado Abierto del Fed en Washington D.C.



Fuente: tomado de www.newworldencyclopedia.org

Con la guerra en curso, Benjamín Stron, Jefe del Fed de New York de 1914 a 1928 (año en que murió), reconoció que el patrón oro representaba una limitante para el control del crédito. Posteriormente, en 1923 dirigió una agresiva acción para detener una recesión mediante una gran compra de bonos de gobierno, lo cual evidenció el poder de las operaciones de mercado abierto para influir en la disponibilidad de crédito en el sistema bancario. Durante la década de los veinte del siglo xx, el Fed reconoció a este instrumento como una herramienta de su política monetaria. Además, durante el mandato de Stron el Fed estableció relaciones de acercamiento con el banco central de Inglaterra.

Durante los años veinte del siglo pasado, Carter, representante de Virginia, alertó que la especulación del mercado bursátil podría conducir a graves consecuencias. En 1929 sus predicciones parecían ser una realidad cuando sucedió el crack de Wall Street y la economía entró en una profunda recesión. De 1930 a 1933 cerca de 10 mil bancos habían quebrado.

En marzo de 1933 el entonces presidente Franklin Delano Roosevelt declaró algunos días de asueto, mientras el gobierno ganaba tiempo para contener la incertidumbre que imperaba en el sistema financiero. Muchos economistas acusaron que el Fed había fracasado en atajar la ola especulativa que había conducido al crack y algunos otros señalaron que un inadecuado entendimiento de la política monetaria aisló las acciones del Fed de políticas de compra que pudieron haber reducido la gravedad de la depresión.

En respuesta a la Gran Depresión, el congreso aprobó en 1933 una ley bancaria, mejor conocida como la Ley Glass-Steagall, la cual separó la banca comercial y la banca de inversión y exigió el uso de bonos del gobierno como colaterales para las notas (obligaciones) de la Fed. La ley también contempló la creación de Federal Deposit Insurance Corporation, lo que colocó a las operaciones de mercado abierto bajo responsabilidad del Fed y pidió que las compañías bancarias conocidas como “holding” estuvieran bajo su supervisión, una práctica que tendría profundas implicaciones en el futuro. Además como parte de estas reformas, Roosevelt retiró todos los certificados de oro y plata poniendo fin al patrón basado en oro y otros metales.

La ley bancaria de 1935 introdujo algunos cambios en la Junta del Fed, con lo cual fue nombrada en adelante como Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal. Esta instancia se conformaría con siete miembros propuestos por el presidente y ratificados por el Senado para un periodo de 14 años. Con la reforma cesó la participación de los titulares del Tesoro y del contralor de la Moneda en la Junta de Gobernadores del Fed, máximo órgano de decisión de la política monetaria.

Sobre estas modificaciones Friedman (1991) señala que el cambio de nombre de la “Junta de la Reserva Federal” por un nombre más largo como “Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal” se dio por una parte, para elevar el prestigio de este órgano de gobierno, debido a que en la historia de los bancos centrales, el director siempre se ha llamado gobernador, ese es el título de prestigio. Antes de 1929, los jefes de los doce bancos del Sistema se llamaban gobernadores, atendiendo el deseo de los fundadores, que había sido el establecer un sistema verdaderamente regional y descentralizado.

Anterior a la reforma, en la Junta de Gobierno del Fed, sólo el presidente ostentaba el título de gobernador, los otros miembros eran sencillamente eso, miembros de la Junta de Gobierno. En 1935 con la ley bancaria, los directores de los 12 bancos se llamarían presidentes, y los miembros de la Junta de Gobierno del Fed se les nombraría gobernadores, lo cual mostraba en los hechos, la transferencia real del poder de un sistema regional hacia uno centralizado que lo aglutinaba todo en Washington, distinto a lo que sus fundadores habían logrado.

Continuando con Friedman, el ejercicio de este poder discrecional que se derivó de la reforma en comento ha sido algunas veces beneficioso, pero más a menudo ha sido perjudicial. El Fed fue testigo de la multiplicación de los precios en más del doble desde

que empezó a operar en 1914 hasta la Primera Guerra Mundial. Posteriormente reaccionó de una manera exagerada, lo que provocó la subsiguiente y grave depresión de 1919–1921. Tras un breve periodo de estabilidad en los años veinte, sus medidas intensificaron significativamente la contracción de 1929–1933. En épocas recientes el Fed fue responsable de la inflación galopante de los años setenta, para citar solo unos cuantos ejemplos del uso real que ha hecho de su poder.

En el año de 1951 el entonces Presidente Harry Truman y Secretario del Tesoro John Snyder apoyaban el que las tasas de interés bajas permanecieran fijas. El presidente sentía que disminuir el valor de los bonos era su derecho. A pesar de la opinión de Truman y Snyder, la Fed se enfocó en la necesidad de contener las presiones inflacionarias que se agudizaron cuando se estaba desarrollando la Guerra de Corea. Muchos de los que integraban la Junta de Gobernadores incluyendo a Marriner Eccles entendían que el obligar a la Fed a mantener fijas las tasas de interés producía una excesiva expansión monetaria que alimentaba la inflación.

Después de un acalorado debate entre la Fed y el Tesoro sobre el control de las tasas de interés y de la política monetaria, su disputa concluyó en un acuerdo conocido como “el acuerdo Tesoro–Fed”, el cual eliminaba la obligación del banco central para monetizar la deuda del Tesoro a una tasa fija. Este acuerdo llegó a ser esencial para la independencia del banco central y para definir el nuevo entendimiento de cómo la política monetaria es implementada por la Fed.

CAPÍTULO III

La Gran Inflación de 1964 a 1981

“La inflación de los setentas representó el fracaso de un experimento de una política monetaria activista que disfrutó de amplio apoyo popular y profesional” Hetzel (1998).

Introducción

La Gran Inflación, como se le llama en la literatura económica, forma parte de la historia monetaria de EU, periodo que va de 1964 a 1981 que se caracterizó por una inflación que alcanzó niveles de dos dígitos de forma sostenida durante casi dos décadas, situación nunca antes vista en tiempos de paz en aquel país. La Gran Inflación fue un evento monetario que permitió conocer más sobre el funcionamiento del Fed creado en 1913 y la incidencia de sus acciones en la inflación, el producto y el empleo. La Gran Inflación, junto con la Gran Moderación representan dos de los experimentos monetarios más significativo del siglo XX, con influencia en todo el planeta y que permitió delinear en parte la política monetaria que hoy se instrumenta en casi todos los bancos centrales del mundo.

Este capítulo se titula *“El periodo de la Gran Inflación de 1964-1984”* y se divide en cuatro apartados, el apartado A. *El inicio de la Gran Inflación en 1964* analiza el inicio de los altos niveles de inflación destacando factores como: la ley de pleno empleo, el

financiamiento del déficit público por parte del banco central y la falta de una teoría de la inflación, el apartado *B. La presidencia de William M. Martin Jr. de 1953-1970* aborda el giro que tuvieron sus acciones al frente del Fed, sus planteamientos analíticos sobre la economía, las presiones políticas que enfrentó y la inflación resultante, el *C. La presidencia de Burns y Miller de 1970-1979* destaca los elementos que determinaron la conducción de la política monetaria al frente del Fed, el alza de la inflación y el freno del producto y el *D. El fin de la Gran Inflación en 1981* analiza el proceso de desinflación que inicio en los años ochenta con las acciones de Paul Volcker al frente del Fed.

A. El inicio de la Gran Inflación en 1964

La Gran Inflación es un periodo que va de 1964 a 1981 que se caracteriza por mostrar los más altos niveles de inflación registrados en tiempo de paz en EU y que se mantuvieron en esos niveles de forma sostenida en un periodo de casi veinte años. La Gran Inflación fue protagonizada por cinco presidentes de EU, Lyndon B. Johnson, Richard M. Nixon, Gerard R. Ford, James E. Carter, Ronald W. Reagan, dos del partido demócrata y tres del republicano, quienes en este lapso alternaron el poder, lo que muestra que la inflación marcó por igual a los dos partidos que gobernaron aquel país.

Asimismo, estuvieron cuatro presidentes del Fed a cargo de la política monetaria con una duración distinta en sus respectivos mandatos. El periodo de la Gran Inflación abarcó el último tercio de la gestión de William M. Martin Jr. quien estuvo al frente del Fed 17 años, después le continuó Arthur F. Burns con una duración de ocho años, siguió George W. Miller con tan solo un año y el primer tercio del mandato de Paul A. Volcker, quien estuvo al frente ocho años y quien logró poner fin a la inflación ya entrada la década de los ochenta del siglo XX.

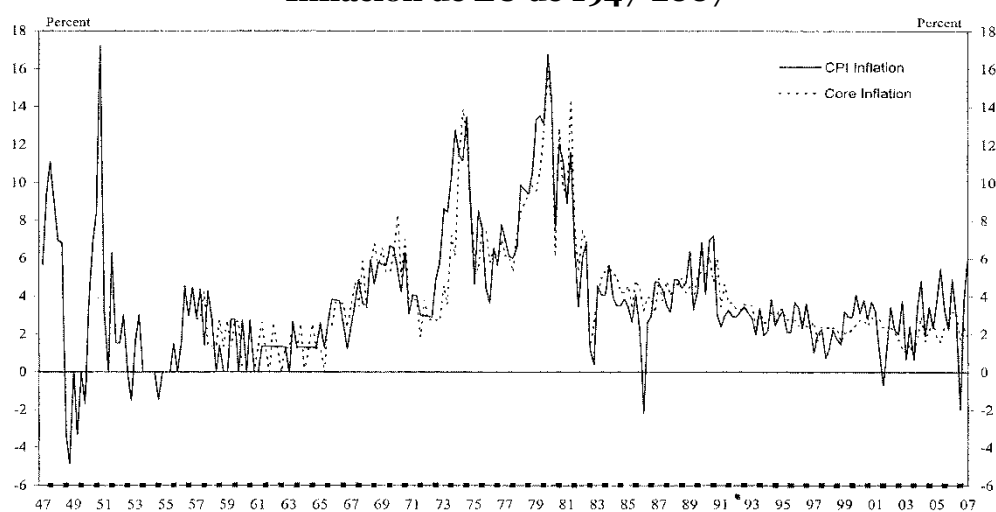
Para Meltzer (2005) la Gran Inflación fue el evento monetario más significativo de la última mitad del siglo XX, Friedman (1992) considera que este periodo es una muestra de que si los gobiernos ponen la mira en variables reales, tales como un desempleo bajo y unas tasas de crecimiento altas como objetivos de política, el resultado será por un lado, un crecimiento y nivel de desempleo preocupantes y por el otro, una inflación al alza, para Taylor (1992) la Gran Inflación es resultado de creer en la existencia y operatividad de un *trade-off* de largo plazo entre el nivel de desempleo y el nivel de inflación por parte de los responsables de la política monetaria y el gobierno.

La inflación comenzó a crecer en EU de forma sostenida a partir de 1964 durante la gestión de William M. Martin Jr. en el Fed. Sin embargo, en los primeros años de su gestión la inflación se mantuvo en niveles bajos. Martín estuvo 17 años dirigiendo la política monetaria de EU, los primeros diez años de su gestión la inflación no fue un problema, en 1952 el incremento de los precios promedio anual era de entre 1 y 2%, en 1954 y 1955 la economía observó una ligera deflación, en los años que siguieron se repitió este fenómeno, en 1959 y 1960 el promedio anual se ubicó entre 0 y 2%, menor a lo presentado en 1957 y 1958 cuando los precios observados oscilaron entre 3 y 4%.

Iniciada la década de los sesenta la estabilidad de precios dio un vuelco, la inflación comenzó a crecer de forma sostenida y permanente en los cinco años que siguieron, el último tercio del mandato de Martin Jr. se caracterizó por una inflación a la alza, su mandato concluyó en 1970. Arthur Burns llegó al Fed con el máximo encargo de devolver a EU la certidumbre de precios bajos, sin embargo no lo consiguió, la inflación continuó escalando niveles más altos, cifras de dos dígitos en años siguientes, su mandato se caracterizó por episodios de freno y arranque tanto en la inflación como en el producto y el empleo, en 1978 dejó el encargo de la política monetaria con una situación económica peor que como había comenzado su gestión.

La nueva responsabilidad fue para George W. Miller, quien llegó al Fed en medio de una crisis económica y política, sus excelentes antecedentes en el mundo financiero y de negocios no fueron suficientes para lograr bajar la inflación, por el contrario ésta siguió al alza y dejó el Fed al año siguiente de su llegada en 1979. El arribo de Paul Volcker marcó el inicio de la desinflación, su mandato se caracterizó por un descenso del nivel de precios, que era en ese momento ya la principal preocupación de los ciudadanos, los años que siguieron no fueron distintos, para mediados de los ochenta el nivel de precios estuvo cercano al 2%, ver gráfico 1, Paul Volcker se mantuvo al frente del Fed por ocho años.

Gráfico 1
Inflación de EU de 1947-2007



Fuente: tomado de Hetzel (2008).

B. La presidencia de William M. Martin Jr. de 1953-1970

El periodo de la Gran Inflación comenzó en la década de los sesenta del siglo XX, específicamente en 1964 mientras William McChesney Martin Jr. era presidente del Fed, los años que siguieron constituyeron el periodo del ascenso de la inflación, Martín llevaba ya 13 años en la conducción de la política monetaria de EU y había conseguido varios éxitos en la contención de la inflación, el presidente Truman lo había propuesto para dirigir el Fed en sustitución de Thomas McCabe, quien en 1951 terminó su encargo.

Martín Jr. era hijo del prestigiado William McChesney Martin quien, siendo senador de la república por el partido demócrata, había redactado la ley del Fed por encargo del presidente Woodrow Wilson en la década de los diez del siglo XX. Una vez creado el Fed, Martin padre fue también presidente del banco del Fed de St Louis. Martín Jr, su hijo, no era economista, por el contrario se había formado en la lengua inglesa y el latín, sus intereses por la economía, los negocios y la política vinieron después.

Imagen 7

William M. Martin Jr.



Fuente: tomado de www.businesshistory.com

Para Meltzer (2005) Martin Jr. era un hombre afín a una política fiscal conservadora, de finanzas públicas sanas, sus contemporáneos se referían a él como un sujeto que parecía pertenecer al siglo XIX, llegó a pronunciar muchos discursos en los cuales se opuso a los presupuestos que incurrieran en déficits fiscales, a los desequilibrios en la balanza de pagos y al derroche fiscal en sus diversas formas. Martin Jr. no parecía ser la persona que estuviera al frente del Fed en los inicios de la Gran Inflación. La inflación no era algo nuevo en 1964 y tampoco era algo desconocido para el presidente del Fed, él ya había sido exitoso en poner fin a la inflación que siguió al término de la Guerra de Corea de 1950 a 1953.

Para Meltzer el inicio de la Gran Inflación se debe a la falta de liderazgo de Martin Jr. y sus creencias, ni Martin Jr. ni ninguno de sus colegas al interior del Fed tuvo una teoría adecuada de la inflación, lo que si tenían era un conjunto de creencias de cómo la economía funcionaba, además, los arreglos institucionales de ese momento impidieron o retardaron la toma de decisiones oportunas y por lo tanto incrementaron la inflación.

De acuerdo a Hetzel (2009) Martin Jr. era un presidente del Fed altamente respetado por el mundo intelectual, financiero y político de EU, creía profundamente en la independencia del Fed frente al Gobierno porque Martin Jr. había sido una pieza clave en el importante acuerdo de 1951 entre el Fed y la oficina del Tesoro, en el cual se reconoció la independencia del instituto central para conducir su política monetaria.

Hasta antes del acuerdo del Fed con el Tesoro en 1951, el Estado dominaba las decisiones de tasas de interés que fijaba el Fed, esto lo hacía con el objeto de conseguir condiciones financieras favorables de endeudamiento para el gobierno federal, el Fed se veía limitado a incrementar sus niveles de tasas de interés cuando lo consideraba necesario para enfrentar la inflación, esta situación llegó a su fin en 1951 y en este acontecimiento Martín Jr. había jugado un rol importante en la negociación (Walsh, 1993).

Siguiendo con el autor, Martín Jr. enfrentó todo tipo de dificultades para sostener la independencia del banco central debido a que recibió presiones de los presidentes Truman, Eisenhower, Kennedy y Johnson. El acontecimiento más significativo fue cuando el presidente Johnson lo presionó para que no incrementara la tasa de descuento en el segundo semestre de 1965, temiendo que el alza frenara la expansión del producto y el empleo, el Fed por su parte pretendía contener la inflación, la presión fue tal que Martín Jr. terminó cediendo frente al gobierno, el incremento finalmente sucedió pero hasta diciembre de 1965, argumentando que él tenía la responsabilidad de mantener buenas relaciones con el gobierno federal.

Para Meltzer (2009), Martín Jr. no era una persona confrontativa, dogmática o sin voluntad para aceptar nuevas formulaciones, por el contrario, él admitía errores y respetaba el desacuerdo de los miembros de la Junta de Gobierno con sus decisiones. Si la mayoría de éstos no estaba de acuerdo con una postura de política monetaria, él esperaba hasta lograr una mayoría que le diera la oportunidad de implementar un cambio y en ese lapso podía pasar mucho tiempo. El trabajo del Fed no era y no sigue siendo fácil, debido a que sus acciones inciden sobre variables importantes de la economía que son los precios, el producto y el empleo.

Martin Jr. definió la independencia de la banca central con la frase: “el banco central como independiente dentro del gobierno, no independiente del gobierno”. El acuerdo de 1951, en el cual él había participado, liberó el Fed del control del Tesoro de los niveles de tasas de interés, pero retuvo la responsabilidad para la administración de la deuda. El Tesoro tenía que emitir sus notas a la luz de las condiciones de mercado de dinero. Martin explicó que el Congreso de EU votaba el presupuesto y aprobaba el déficit fiscal, el Fed no podía negarse a financiar éste y ahí terminaba la independencia del banco central (*Ibidem*).

En la administración del presidente Eisenhower, el déficit fiscal pasó a ser un superávit fiscal en los años de 1959 y 1960, así que la administración de la deuda desempeñó un rol menor y no hubo incrementos sustanciales en el tamaño de la deuda financiada por el Fed. Sin embargo, éste no fue el caso en la administración de Johnson, a la muerte del presidente Kennedy, aumentó el gasto por la Guerra de Vietnam y para soportar su programa "The Great Society". El déficit presupuestal representó el 3% del producto nacional y el Fed tuvo que financiar parte de este gasto (Hetzl, 2009).

Entrada la década de los sesenta, Martín Jr. relacionó el desempleo con causas estructurales y ajenas a políticas fiscales y monetarias. Los economistas de la administración de Kennedy culpaban a las políticas de disciplina fiscal, de restricción monetaria y a la insistencia de que el presupuesto alcanzara un equilibrio antes de que la economía alcanzara el pleno empleo. Se estaba a favor de una reducción de impuestos permanente, acompañada de una política monetaria expansiva que financiara parte del déficit fiscal. En su formulación, la coordinación de políticas fiscal y monetaria significaba que el gobierno emprendiera acciones fiscales para ajustar la economía. La intervención del Fed evitaría un incremento en el mercado de las tasas de interés.

Para Meltzer (2005) el inicio de la Gran Inflación se debe a la falta de una teoría económica sólida sobre la inflación, Martín Jr. no estaba de acuerdo con el análisis y con las formulaciones de política, él no era experto pero aceptaba que el Fed debía apoyar para financiar el déficit porque el Congreso aprobaba éste. Con el paso de los años, el déficit se incrementó y el tamaño de los requerimientos financieros del Tesoro también lo hicieron. Martín Jr. dijo en repetidas ocasiones que la política monetaria actuando sola no podía evitar la inflación o lograr un equilibrio en la balanza de pagos. La inflación no era considerada un fenómeno monetario.

Adicional a lo anterior, Martín Jr. tuvo poco interés en explicaciones económicas sobre la inflación, no ponía atención en el mercado monetario y desconfiaba de la exactitud de los datos económicos. Como ejecutor de políticas al frente del Fed, no logró articular una teoría coherente o explicación de la relación de las políticas del Fed hacia la actividad económica y los precios. Otros miembros del Fed mantuvieron una gama amplia de visiones sobre la política monetaria, muchos miembros más eran hombres prácticos sin mucho interés en explicaciones teóricas sobre la inflación o la actividad económica.

La visión keynesiana aunque dominante en aquel momento, era compartida por pocos al interior del Fed, por el contrario sus miembros estaban a favor de hacer juicios basados en datos observables, esto significa que no había consenso para actuar sobre la inflación y el empleo hasta que su trayectoria estaba bien definida, es decir, no se podían anticipar a los eventos futuros. Además, en cada reunión del Fed se respondía a los datos actuales, es decir de coyuntura. Los integrantes no tenían un marco analítico para relacionar cambios presentes con desarrollos de largo plazo. Muchos de los cambios a los cuales ellos respondían eran transitorios, la mayoría eran movimientos aleatorios. Martin Jr. siempre fue escéptico sobre el uso de modelos económicos y de pronósticos basados en estos modelos, sin embargo, nunca propuso algo para resarcir esta carencia (Meltzer, 2005).

Cuando la inflación comenzó a subir ya iniciada la década de los sesenta, algunos miembros del Fed pensaron que la inflación podría bajar la tasa de desempleo, a otros les preocupaba el incremento temporal en el desempleo como resultado de la baja en el nivel de los precios, el famoso *trade-off* entre inflación y desempleo. Otros más aceptaban que poco se podía hacer mientras el banco central financiara los déficits presupuestales. Como se señaló anteriormente, no había consenso sobre un marco general que relacionara el desempleo, la inflación, el déficit presupuestal, la balanza de pagos y las acciones del Fed, y por lo tanto no había una estrategia de largo plazo para la instrumentación de la política monetaria. Los miembros del Fed no distinguían entre tasas de interés real y nominal.

Para Hetzel (2009) una forma de evadir la responsabilidad de la inflación fue dirigir la atención hacia otras causas. Los políticos y algunos expertos en la materia culpaban a las demandas de los sindicatos por alentar el incremento de la inflación, asumiendo que las demandas salariales alimentaban la escalada de precios. Muchos de los miembros del Fed compartían esta visión, lo que condujo a querer controlar el incremento de los salarios y los precios. Martin Jr. rechazó la idea de que las acciones de la banca central pudieran reducir el desempleo en principio y responder a la inflación después, lo que implicaba el razonamiento de la curva de Phillips dominante en los círculos académicos y políticos en este momento.

De acuerdo a Friedman (1992) en 1964 sucedió un experimento interesante, el recién creado Consejo de Asesores Económicos (CAE) propuso un recorte a los impuestos argumentado que el déficit creado mediante esta acción, era deseable y temporal. Sin embargo, una vez que el Congreso aprobó este recorte impositivo, los ciudadanos

supusieron que éste no sería temporal, en contrapartida el Fed tenía que favorecer al Tesoro para lograr que este déficit fuera financiado con tasas de interés bajas, para aminorar el impacto presupuestal en el gobierno. Martin Jr. no estaba convencido del todo pero entendía que debía colaborar con el gobierno en su búsqueda por alcanzar el pleno empleo, creía en la independencia del Fed, mientras el CAE pugnaba por el trabajo coordinado del gobierno y el instituto central.

El CAE dejó entrever que el recorte impositivo podría perder fuerza si el Fed incrementaba su nivel de tasas de interés. Martin Jr. se vio sometido a presiones políticas para evitar este acto, en sus juntas que tuvo con el presidente Johnson supo que éste estaba interesado en que las políticas monetaria y fiscal actuaran de forma coordinada. Una vez más en 1965 el CAE recomendó una mayor expansión del producto y para ello propuso una reducción de los impuestos y un presupuesto deficitario. Esta acción se enmarcó en un ambicioso programa llamado "The Great Society" que incrementaba los fondos para los programas de pobreza y bienestar. La contribución de la política monetaria en estas acciones de gobierno era importante.

El banco central intervino en el mercado de dinero para mantener bajas las tasas de interés y lograr que el gobierno financiara sus actividades a un costo reducido y aminorar el monto financiero de la deuda pública, además una tasa de interés baja podía alentar el consumo de las familias, incentivar la inversión y la expansión de los negocios. Estas acciones se realizaron a pesar de que la economía había mostrado cierto dinamismo económico y que la tasa de desempleo estaba llegando a niveles bajos mostrados en el largo plazo. Pronto la tendencia inflacionista se hizo notar, la más pronunciada desde hace muchos años, la enorme cantidad de oro que salió de EU mandó una señal de que algo estaba sucediendo.

Si este estímulo adicional que experimentó la economía era considerado un error, no fue el último, más significativos fueron los esfuerzos de gasto en el verano siguiente sobre el rubro militar para apoyar la Guerra de Vietnam, ante esto, el Fed fue objeto de más presiones, se le pidió que no moviera su postura monetaria frente al incremento de los precios, se pensó que esta acción podría limitar la expansión de la economía y la generación de empleo, el Fed cedió a estas presiones y dio apertura al incremento de la base monetaria que subió a niveles no observados desde inicios de la década de los cincuenta del siglo XX. El Tesoro de EU requirió de la colaboración del Fed en todo momento para financiar el monto de gasto de presupuesto en su parte deficitaria, la Gran Inflación ya había comenzado (*Ibidem*).

El instituto central no logró abatir la inflación una vez que comenzó, desde la óptica de Meltzer (2005) Martin Jr. pretendió que el Fed alcanzara un consenso antes de que éste actuara, pretendió que el desarrollo de los hechos permitiera visualizar qué estaba pasando en realidad, sin embargo, los miembros del Fed terminaban por apoyar las acciones del gobierno y no la intervención de la banca central, Martin Jr. creyó que tenía el deber de prever la inflación y mantener el valor del dólar, lo cual se contradecía con su firme creencia de que el Fed era independiente dentro del gobierno, es decir, autónomo pero al final era parte del gobierno, es decir, si el Legislativo aprobaba un presupuesto público deficitario, el banco central debía financiar parte de éste.

Siguiendo con el autor, Martin Jr. supo que podía hacer público ese descontento, interna y externamente sobre el Fed pero al final él mismo reconocía que no tenía otra opción más que colaborar con el gobierno federal, además, pensó que la coordinación de políticas, la política monetaria, la política fiscal y otras políticas de la administración debían buscar los mismos objetivos y darle la misma importancia al empleo, a la estabilidad de precios y el desequilibrio en la balanza de pagos.

La coordinación de políticas le ató las manos a Martin Jr. en su afán de incrementar el nivel de tasas de interés y enfrentar el alza de los precios, sacrificó la independencia del Fed por lo que creyó era una colaboración del gobierno como si todos juntos formaran un equipo en búsqueda del mayor crecimiento económico y empleo para la sociedad. Sin embargo, su colaboración le permitiría ser reelegido para un nuevo periodo al frente del Fed en 1967.

Por su parte Friedman (1992) señala que el equipo de colaboradores técnicos del Fed y algunos miembros negaron por varios años que la inflación había comenzado y que ésta estaba creciendo, se supuso una teoría de los precios diferente a la actual dominante, que considera que los precios se incrementan solo una vez, se pasó de una concepción de inflación de demanda a una inflación de costos, lo que eliminaba la responsabilidad del Fed en el control de la inflación porque ésta no se consideraba un fenómeno monetario. Para marzo de 1966 el índice de precios al consumidor había alcanzado niveles altos, los más altos en ocho años.

En 1966 había entre la clase política un temor a que la inflación siguiera en aumento y en el primer trimestre de ese año, el Fed apretó muy fuerte el freno, espero demasiado antes de actuar y luego actuó demasiado fuerte, el resultado fue una política monetaria muy ajustada, bajo la cual la cantidad de dinero no creció en los siguientes meses del

año y por el contrario el gobierno instruyó una política fiscal muy expansiva. Los economistas de la demanda supusieron que la política fiscal dominaría y apostaron porque el producto y el empleo seguirían creciendo en 1967. Por el contrario, los economistas de la oferta, señalaron que la política monetaria se impondría y terminaría frenando la actividad económica y eso fue lo que pasó, la producción experimentó un retroceso en el primer semestre de 1967.

En ese mismo periodo, el Fed modificó su política monetaria y empezó a expandir la base monetaria, meses después, el consumo y la inversión se recuperaron y comenzó una rápida expansión de la actividad económica. La política monetaria se había impuesto una vez más a la política fiscal. Algo similar sucedió en 1968 cuando en el gobierno de Johnson, los legisladores incrementaron los impuestos para los ciudadanos con el objetivo de bajar la inflación, algunos expertos esperaban que esta medida fuera muy recesiva y terminara por frenar la economía, el Fed compartiendo este sentir, decidió relajar su política monetaria para apaciguar el efecto impositivo sobre la producción, el resultado fue que la inflación continuó con su tendencia al alza (*Ibidem*).

C. La presidencia de Burns y Miller de 1970-1979

Martin Jr. concluyó su mandato en el Fed en 1970 y en su lugar Arthur Burns fue nombrado presidente del Fed, siendo el primer economista en ocupar el cargo, se había desempeñado como un cercano colaborador del presidente Nixon, del partido republicano. Para Hetzel (2008) Burns creyó tener el conocimiento de cómo apoyar al gobierno cuando éste intervenía en la economía para prevenir una recesión o aliviar una inflación, podría mostrar cómo controlar la inflación sin provocar una recesión prolongada. Para Burns el problema fue que la política monetaria constituía solo una parte del arsenal de armas que se necesitaban, Burns deseaba influir en otra arma de este arsenal, la cual era la política fiscal, además pedía una intervención del gobierno federal en las decisiones de los salarios y precios del sector privado.

Imagen 8
Arthur F. Burns



Fuente: tomado de www.azquotes.com

Burns fue un fuerte promotor del control de precios como una medida para controlar la inflación. En lo inmediato, Burns mostró simpatía por un enfoque gradualista para reducir suavemente la inflación con poco incremento en el desempleo. En el primer momento en que ocupó la silla en el Fed, la economía se encontraba en plena recesión con una tasa de desempleo de 4.5%, cifra alta según los asesores del presidente Johnson. Burns, muy atento a este dato, promovió enseguida una política monetaria expansiva a pesar de que la economía experimentaba una inflación del 6%, esta acción marcó el desempeño de Burns al frente del Fed.

El nuevo presidente del banco central consideró que el pleno empleo era el objetivo supremo de la economía y no la estabilidad en el nivel de precios, pensaba que los economistas, aun los más conservadores y hombres de negocios compartían esta idea. En ese momento la coordinación de políticas y la independencia del instituto central seguían en conflicto. De acuerdo a Meltzer (2005) este brete se expresaba concretamente cuando los bancos centrales decidían sobre el peso que éstos debían asignar a la inflación por un lado y el empleo por el otro, esta acción estaba relacionada con la existencia de una curva de Phillips de corto plazo. Estaba claro, señala el autor, que los políticos electos para un cargo de cuatro años estaban pugnando por el empleo todo el tiempo y nunca por el control de la inflación.

Burns tuvo una visión ecléctica de la inflación, supuso que no había una causa que explicara los altos precios, sino muchas, entre éstas la más importante era la espiral de los precios de los salarios causada por las expectativas de inflación, pensó que si

muchos consumidores, hombres de negocios y sindicatos laborales esperaban que los precios crecieran, ellos actuaban en la forma en que esperaban se comportaran los precios. Burns no consideró al dinero como una importante fuerza sobre la actividad económica o la inflación, para él el determinante fundamental de la actividad económica era la confianza de los hombres de negocios, señaló además que el dinero es importante solo si éste afecta las tasas de interés por lo que la política monetaria podía ser restrictiva incluso si la tasa a la cual crecía el dinero fuera rápida.

Para Hetzel (1998) Burns formó parte de un entorno popular, intelectual y político con el que contó el gobierno para controlar la economía. A principios de los años setentas del siglo XX el sistema político y los profesionales de la economía estaban de acuerdo en que la tasa de desempleo era de 4% y se aceptaba que el gobierno era responsable de mantener la tasa de desempleo en 4% o menos mediante el activismo de la política fiscal y monetaria. Burns aceptó esta visión y le dio preponderancia para alcanzar esta meta. En ese momento el país estaba dividido por la Guerra de Vietnam. Cuando la tasa de desempleo alcanzó la cifra del 6%, Burns consideró necesario una combinación de políticas que creyó tenían la capacidad de restaurar por un lado la estabilidad de precios y el pleno empleo por otra parte.

En palabras de Meltzer (2005) "Burns no apeló a los errores, ni a la mala suerte ni a la desinformación sino a las creencias políticas y filosóficas". Burns permitió que la inflación se incrementara y continuara debido a que trató el shock petrolero de 1973-1974 como un debilitamiento de la economía y respondió con más estímulo monetario y el gobierno hizo su parte con la política fiscal. Estas acciones aceleraron aún más la inflación, se creyó que factores tales como presiones sobre costos, el poder de los sindicatos, los programas de bienestar y las expectativas de que la inflación seguiría alimentaban la inflación. Burns mantuvo igual que su antecesor, una visión no monetaria de la inflación.

Durante la administración de Nixon se diseñó un programa de control de precios y salarios sobre el supuesto de que el poder monopólico de los sindicatos laborales estaba produciendo una inflación de costos. Dicho programa de controles autorizó a las corporaciones a incrementar los precios en línea con los incrementos en los costos, con estrictas limitaciones. Las empresas debían pasar un conjunto de pruebas antes de que éstas pudieran incrementar sus precios en respuesta a incrementos en los costos. Las más grandes corporaciones tenían que recibir permisos del gobierno antes de incrementar sus precios. El programa de controles se realizó siguiendo todas las

indicaciones de sus formuladores, sin embargo, los precios de los bienes y servicios continuaron creciendo.

Se consideró que los controles directos funcionaban para el control de la inflación, fue así como durante la presidencia de Nixon se impusieron controles de salarios y precios, sin embargo la inflación creció a niveles de dos dígitos para 1973. En respuesta Burns atribuyó el incremento de los precios a factores especiales, tales como incrementos en los precios de los alimentos por las pobres cosechas y a los precios del petróleo por la restricción en la producción de petróleo. Al respecto, Hetzel (1998) señala que se trata de eventos que ocurren una sola vez, por lo que la inflación debió ceder en 1974 una vez que los efectos de esos incrementos se disiparon, pero la inflación permaneció en niveles de dos dígitos.

Burns estaba a favor de implementar controles a los salarios y a los precios, así lo dejó manifestó en su constante asistencia a conferencias, foros nacionales e internacionales, congresos universitarios, además, había generado un amplio apoyo público al respecto y al final lo consiguió, las medidas de control impuestas en el segundo semestre de 1971 dieron muestra de ello. Burns creyó que era un requisito para una política monetaria expansiva, la cual era anhelada por la administración de Nixon y el Congreso. Con la puesta en marcha de dichos controles, Burns estuvo dispuesto a relajar aún más la política monetaria, creyó que una medida de esta naturaleza que contara con controles sobre salarios y precios no presionaría la inflación.

De acuerdo a Nelson (2004) durante 1971 la política monetaria fue fuertemente expansiva por parte del Fed, la cual jugó un rol muy destacado porque monetizaba los altos déficits del gobierno federal, asumiendo el papel de banquero del gobierno federal. La política de relajamiento cuantitativo se pudo realizar una vez que la política de controles fue puesta en marcha, esa fue la condición que había puesto Burns a la administración Nixon. La puesta en marcha de los controles, relacionados con el supuesto de que la inflación responde menos rápido que el producto a los estímulos monetarios, desató esta nueva coordinación de políticas, la política monetaria acompañó a la política fiscal para evitar en el corto plazo un alza en la tasa de interés.

Cuando la inflación repuntó en 1973, los expertos en el tema culparon a la inflación de oferta antes que a los efectos de las acciones expansionistas del Fed, ese era el consenso dominante de la época y el Fed se inscribía muy bien en ese acuerdo tácito. Burns culpó a los abusos del poder económico representado en las grandes empresas

y los sindicatos laborales. De acuerdo a él, si el Fed hubiera instrumentado una política monetaria restrictiva en esta fase del ciclo hubiera provocado efectos adversos en el producto y el empleo y quizá ninguno en la contención de la inflación que experimenta la economía. En esos momentos, la inflación de oferta asechaba la economía, en 1973 se vivió un fuerte shock petrolero.

Burns y los economistas de la administración de Nixon creyeron que los factores que estaban haciendo que la inflación creciera en 1973 podrían ceder en 1974 y consecuentemente la inflación podía bajar, sin embargo la inflación permaneció en niveles de dos dígitos en 1974. Por esa razón Burns se convirtió en un fuerte promotor de políticas de ingreso para controlar la inflación. En los meses que siguieron nada había cambiado, el nivel de precios no cedía. Hacia el segundo semestre de 1974 con una política de ingreso en decadencia y con una inflación al alza, Burns señaló que el gasto de gobierno y los déficits primarios eran las causas de la inflación, atribuyendo el efecto del déficit sobre la inflación a su influencia sobre la psicología de los hombres de negocios, porque el déficit simboliza una ausencia de disciplina gubernamental, debilitando la confianza de los inversionistas (Meltzer, 2005).

Para Hetzel (1998) la inflación continuó debido a la falta de voluntad de los policymakers de insistir en una política de desinflación con un costo social y político alto. A partir de la segunda mitad de la década de los sesenta del siglo XX hubo poco apoyo político por parte del Congreso para una política des-inflacionaria y nadie en la administración permitió que el desempleo se ubicara por encima del 4%. La inflación no era un tema relevante en la agenda del gobierno federal aún.

La inflación ocupaba el quinto lugar en la agenda de temas que más preocupaba a los individuos, el Fed no siguió una política para mantener baja la inflación sino que se ocupó en evitar o terminar una recesión y restablecer el pleno empleo, es decir, el desempleo se volvió su principal objetivo y la inflación era el segundo objetivo. A principios de la década de los setenta se presentó con mayor fuerza un nulo crecimiento económico e inflación alta y persistente, lo que recibió el nombre de “estanflación”, esto era algo realmente misterioso para los expertos en estos temas económicos (Meltzer, 2005).

El presidente Ford dejó claro, tan pronto tomó las riendas de la administración en el segundo semestre de 1974, que no usaría los controles de precios y salarios de forma obligatoria para combatir la inflación señalando que las mejores armas contra la subida

de precios eran un sólido presupuesto y una sólida política monetaria, lo cual coincidió con la forma de concebir la inflación por parte del presidente del Fed, quien consideraba que la mayor causa de la inflación era el déficit fiscal que alimentaba la demanda agregada y obligaba a una política monetaria acomodaticia, sin mencionar que esta acción promovía acciones monetarias muy relajadas (Nelson, 2004).

Sin embargo, el presidente Ford estuvo de acuerdo con el análisis de presiones sobre costos, al declarar que los precios de los alimentos y del petróleo en los EU eran los principales elementos que incidían en la inflación al alza. En consecuencia, instrumentó pronto un programa antiinflacionario dirigido a afectar los precios de productos específicos entre los que se incluyeron los crecientes precios de los alimentos, un endurecimiento de las leyes antimonopolio y esfuerzos para reducir los efectos inflacionarios de las actividades regulatorias del gobierno y acciones tendientes a crear un movimiento popular en contra del incremento de los precios, adicionalmente, a principios de 1975 el titular del ejecutivo anuncio una reducción de impuestos, propuesta que fue bastante elogiada.

No obstante, los esfuerzos realizados por el gobierno para combatir el alza de los precios, la inflación trepó sin parar en la segunda mitad de la década de los setenta, el programa antiinflacionario y el recorte de impuestos implementados por la administración de Ford no lograron su cometido. Gerard Ford dejó el poder en medio de una crisis económica y política, la inflación y el nulo crecimiento azotaban a los ciudadanos, esta situación le cobró la factura al partido republicano que había gobernado durante ocho años sin lograr abatir la inflación. El sucesor fue el candidato demócrata Jimmy Carter quien ofreció lograr mejores resultados que su antecesor en materia de estabilidad de precios, sin embargo, Burns, como presidente del Fed, no tuvo nada distinto que ofrecer en el primer año del nuevo gobierno, en 1978 su mandato concluyó.

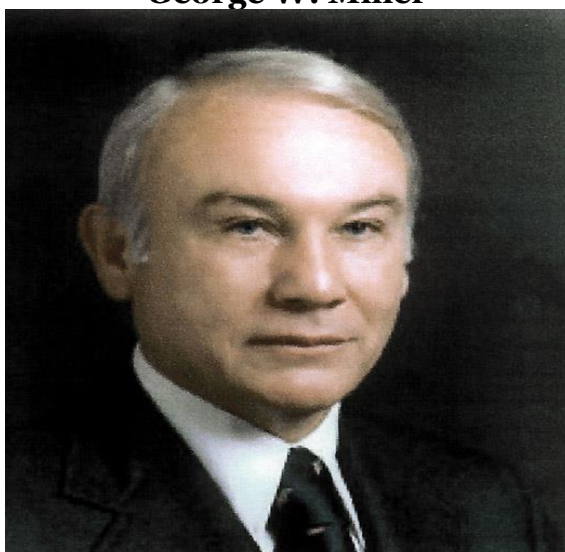
La administración de Carter persiguió reducir la inflación, dinamizar el producto y bajar el desempleo, se fijó como objetivo abatir la escalada de precios y hacer que el producto se acercara a su nivel de producto potencial. Se buscó el pleno empleo mediante el impulso a la demanda agregada y el control de la inflación mediante políticas de ingreso, se fijaron entonces blancos para el producto y la inflación de 6% y 4%, respectivamente. El presidente Carter rechazó restringir la demanda agregada como una herramienta antiinflacionaria e implementó un programa para combatir el alza de los precios en la

economía, el cual recayó en políticas de ingreso, con una característica en particular, restringir el crecimiento de los salarios de los trabajadores del gobierno federal.

De acuerdo a Nelson (2004) las políticas de ingreso fueron los principales instrumentos para el control de la inflación en los inicios de la nueva administración, Carter lo caracterizó como: “un programa anti inflación equilibrado que vincula una restricción del gobierno responsable con una restricción de los precios y salarios responsables”, para sus formuladores la restricción fiscal no tendría ningún efecto en la demanda agregada o en la cantidad de dinero, sino que actuaría a través de un efecto psicológico sobre los ciudadanos porque mostraría la seriedad del gobierno al recortar su gasto y daría un ejemplo a los demás sobre lo que deberían hacer.

William G. Miller se volvió el nuevo presidente del Fed en 1978 y en ocupar la dirección de la maquina monetaria más importante del mundo en medio de un ambiente económico y social muy deteriorado. El nuevo presidente del Fed tenía una formación de abogado, había desempeñado diversos cargos de dirección en la iniciativa privada, como director del banco del Fed de Boston y había sido asesor del gobierno del presidente Carter. La sucesión presidencial no estuvo exenta de los shocks petroleros. Cuando Miller asumió la responsabilidad de la política monetaria privilegió políticas monetarias acomodaticias y se negó rotundamente a restringir la política monetaria para provocar un alza en la tasa de interés de referencia.

Imagen 9
George W. Miller



Fuente: tomado de www.federalreservehistory.org

Con algunos meses con Miller al frente del Fed, el dólar experimentó fuertes devaluaciones respecto al marco alemán y el yen japonés, lo que desató una marcada inestabilidad en el mercado financiero internacional. La economía sufrió intensos momentos de estanflación, combinando nuevamente nulo crecimiento económico e inflación a la alza. La inacción de Miller para enfrentar la inflación causó angustia entre la administración del presidente Carter, quienes lo culminaron a incrementar la tasa de interés, a lo cual Miller se opuso y recibió la desaprobación de la comunidad económica, financiera y política por lo que fue removido, a un año de su llegada al Fed, el presidente Carter nombró a Miller Secretario del Tesoro y su lugar lo ocupó Paul Volker.

D. El fin de la Gran Inflación en 1981

Paul A. Volcker desempeñó cargos de dirección en el sector financiero, fue subsecretario de la oficina del Tesoro, presidente del Fed de Nueva York, –principal banco del Sistema de la Reserva Federal y cargo que antecede para ocupar la presidencia del Fed–, el presidente Carter lo nombró para conducir la política monetaria en medio de la destitución y del desprestigio de Miller, el reto de Paul Volker no era sencillo, la inflación era el enemigo número uno de los ciudadanos en ese momento.

De acuerdo a Hetzel (2009) bajo el enfoque dominante de que la inflación estaba dada por factores reales, entre ellos el crecimiento de los costos, como principal determinante de los precios de los bienes y servicios, la depreciación observada del dólar con otras monedas fue visto como un elemento significativo que atizaba sobre el incremento de los costos y por tanto de la inflación, por lo que la depreciación de la moneda disgustó al banco central como a la administración de Carter. La inflación no logró el consenso para que el Fed incrementara el nivel de tasas de interés, pero la depreciación si lo consiguió y dominó las posturas posteriores de la política monetaria, el énfasis fue anular la relación depreciación-inflación.

Era ampliamente aceptado la relación entre el diferencial internacional de tasas de interés y el tipo de cambio, por lo que restringir la política monetaria era una acción apropiada para contrarrestar la depreciación del dólar, el Fed argumentó esto para dar un giro a sus acciones monetarias, la administración del presidente Carter apoyó abiertamente esta acción, los expertos aceptaban que un incremento en las tasas de interés afectaría el desempeño de la actividad económica, pero lo validaban como una medida para apuntalar el dólar, porque consideraban que esta medida formaba parte

de la lucha contra la inflación, asumiendo que un dólar fuerte, disminuía el precio de las importaciones y disminuía la inflación.

Para Nelson (2004) este hecho marcó un punto de inflexión en la conducción de la política monetaria debido a que el Fed incrementó la tasa de interés a niveles altos, incluso de dos dígitos, lo que terminó frenando la demanda agregada, desacelerando el producto, provocando más desempleo y limitando el crecimiento de la inflación. El Fed asumió una postura monetaria agresiva y restringió el crédito y empujó a las tasas de interés de la economía a niveles de dos dígitos, estas acciones marcaron el proceso de desinflación que experimentó la economía a finales de la década de los setenta y que continuó en los años ochenta del siglo XX, el fin de la Gran Inflación ya había comenzado.

Para Hetzel (1998) los errores analíticos contribuyeron con una política inflacionaria, el Fed no hizo ningún esfuerzo por conseguir un marco analítico claro sobre las causas de la inflación, no entendió que en el largo plazo la inflación es causada por un crecimiento del dinero por encima del crecimiento real y la política del Fed produjo un exceso en el crecimiento en la cantidad de dinero porque éste no permitió un incremento suficiente de la tasa de interés. Por lo tanto, es necesario ver a la inflación de los setentas como parte de un proceso de aprendizaje, el actual consenso de que los bancos centrales son responsables de la inflación habría sido imposible de establecer en el entorno intelectual de los 1970s.

CAPÍTULO IV

La Gran Moderación de 1982 a 2006

“La Gran Moderación es resultado de múltiples acontecimientos mundiales que condujeron a una expansión del capitalismo de libre mercado...” Greenspan (2008).

Introducción

El presente capítulo analiza el periodo de la historia monetaria de EU de 1982 a 2006, el cual se conoce en la literatura económica como la Gran Moderación. Esta etapa de la historia se caracterizó porque el producto y la inflación mostraron una variabilidad muy baja, la economía experimentó las dos expansiones económicas más largas y las dos recesiones más cortas, situación sin precedente en la historia moderna de EU, y que fue compartida por países desarrollados. La Gran Moderación puede ser atribuida a diferentes causas, entre las que se encuentran el manejo de la política monetaria, un cambio en los inventarios de las empresas y la buena suerte. Este apartado analiza estas causas, pero pone el énfasis en la gestión de la política monetaria por parte de los banqueros centrales al frente de la maquina monetaria.

El capítulo 4. La Gran Moderación se divide en tres apartados, el primero A. El origen y sus causas analiza los elementos que explican el origen de la Gran Moderación que surgió con el fin de la Gran Inflación en 1981, el impulso que dio a la actividad económica y la experiencia que se presentó a nivel internacional en el mundo desarrollado. En el

apartado *B. La presidencia de Paul Volcker de 1979 a 1987* analiza la gestión de Volcker al frente del Fed, poniendo fin al periodo de la Gran Inflación en 1982 y sentando las bases de la Gran Moderación, se destaca el acento en la credibilidad de la institución. El tercero *C. La Presidencia de Allan Greenspan de 1988-2006* analiza la gestión de Greenspan en la conducción de la política monetaria, los desafíos que enfrentó EU tales como el choque de productividad, los ataques terroristas del 11 de septiembre de 2001 y la crisis de las hipotecas *subprime*, para finalizar con el origen de la Gran Recesión en 2006, periodo que aún continua.

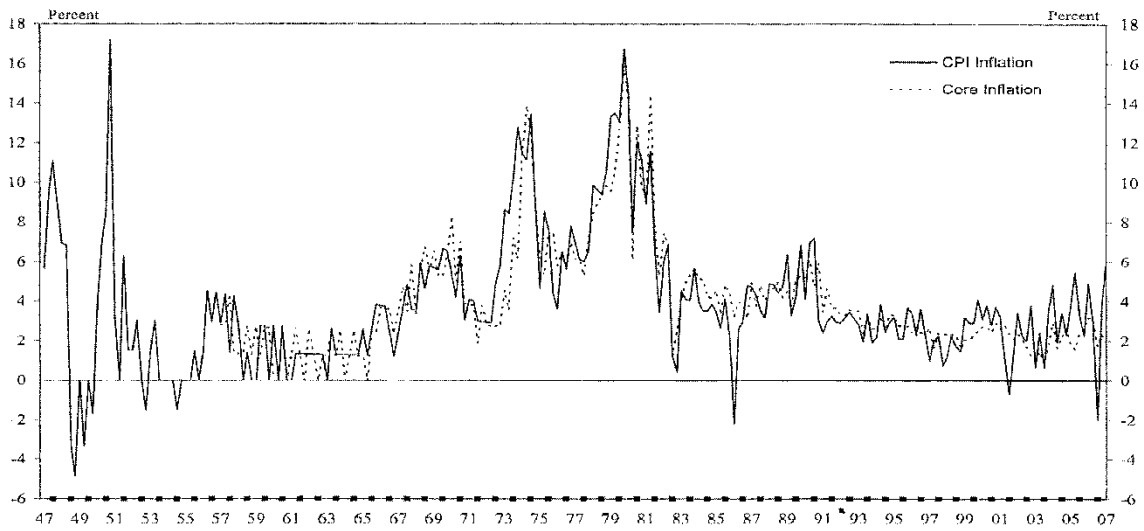
A. El origen y sus causas

El periodo de la historia económica que va de 1982 a 2006 se conoce en la literatura económica como la Gran Moderación. En este tiempo EU experimentó las dos expansiones económicas más largas y las dos recesiones más cortas de su historia. Esta etapa se caracteriza principalmente porque el producto y el nivel de precios, las dos variables macroeconómicas más importantes, mostraron una reducción considerable en su volatilidad, es decir, tanto la actividad económica como los precios de la economía tuvieron unos desempeños más estables.

La Gran Moderación comenzó en 1982 cuando finalizó la Gran Inflación y fue precisamente el inicio de la Gran Recesión en 2006 lo que puso fin a la Gran Moderación, la cual continúa. Durante los 24 años que duró la Gran Moderación EU fue gobernado por cuatro presidentes, tres republicanos, Ronald Reagan de 1981-1989, George H. W. Bush de 1989-1993, George W. Bush de 2001-2009 y un demócrata, Bill Clinton de 1993-1993. En el periodo que abarcó la Gran Moderación estuvieron al frente del Sistema de la Reserva Federal, que es el banco central de EU, solo dos presidentes debido a sus éxitos en la gestión monetaria, Paul Volcker de 1979-1987 y Alan Greenspan de 1987- 2006.

La Gran Moderación ocurrió bajo la administración de presidentes republicanos y demócratas, la economía vivió sus mejores momentos, las ventas de las empresas se multiplicaron, las bolsas de valores alcanzaron máximos históricos, los ingresos de las familias se incrementaron notablemente, ocurrió un incremento de la productividad sin precedente y el presupuesto público pasó de un fuerte déficit a uno con superávit en poco tiempo. La Gran Moderación se trató sin lugar a dudas de un nuevo experimento monetario con resultados opuestos a la Gran Depresión y Gran Inflación, ver gráfico 2 y 3.

Gráfico 2
Inflación de EU de 1947-2007



Fuente: tomado de Hetzel (2008).

Gráfico 3
Desempeño del producto durante la Gran Moderación de 1982-2001

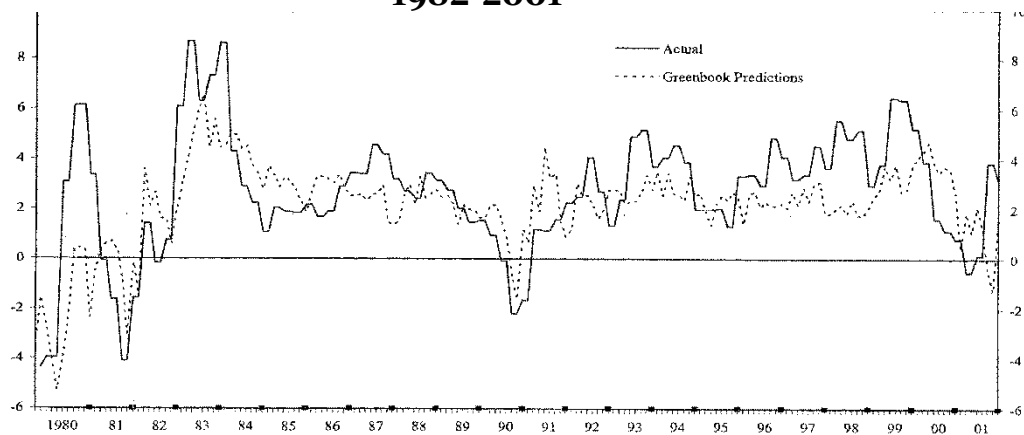


Figure 13.2. Actual and Predicted Real Output Growth. *Notes:* Observations correspond to FOMC meetings. Predictions are from the Greenbook and are for the annualized two-quarter rate of growth of real output (GNP before December 1991 and GDP thereafter). If an FOMC meeting is in the first two months of a quarter, the predicted growth rate is for the contemporaneous and succeeding quarter. If it is in the last month of a quarter, the predicted growth rate is for the succeeding two quarters. Actual growth is the subsequently realized growth rate, measured using the data available at the time of the publication of the “final” GDP estimate for the final quarter of the two-quarter growth rate. The final estimate is released in the last month of the quarter following a particular quarter. Heavy tick marks indicate a December FOMC meeting.

Fuente: tomado de Hetzel (2008).

De acuerdo a Blanchard y Simon (2001) el declive en la volatilidad no es un desarrollo reciente, sino un proceso que comenzó en la años cincuenta, que se interrumpió en los setenta y hasta inicios de los ochenta, con el retorno de la tendencia a finales de los ochenta del siglo XX y que continuó en los primeros años de la década de los dos mil de este siglo. La desviación estándar del crecimiento del producto trimestral había declinado considerablemente en el periodo, generando grandes expansiones. Cuando

los autores analizan la relación entre la volatilidad del producto y la inflación, encuentran una fuerte relación entre estas variables.

Desde inicios de los años ochenta del siglo pasado la economía de EU experimentó dos largas expansiones. La primera, desde 1982 a 1990 que duró 33 trimestres. La segunda, la cual comenzó en 1991, aunque con signos de debilidad, se constituyó con mucho como la más larga expansión de EU, concluyendo en 2006. Para algunos, estas dos largas expansiones son el resultado de la suerte, de la ausencia de choques adversos sobre los últimos veinte años, donde destaca un declive en la volatilidad del producto. Para otros, estas dos largas expansiones son producto del talento de Paul Volcker y de Alan Greenspan en la conducción de la política monetaria.

De acuerdo a Bernanke (2004) en la Gran Inflación se tuvo un conocimiento incompleto de la política monetaria y se valoró a ésta más allá de sus funciones estabilizadoras, se desconocía el funcionamiento de los canales de transmisión y de los rezagos que existen por la tardanza en que fluye la información. En este periodo la política monetaria fue expuesta a experimentos que incrementaron los precios, a niveles altos, lo que elevó la volatilidad del producto y del empleo, generando la mayor inestabilidad que experimentó EU. Por el contrario, el autor destaca que la Gran Moderación fue resultado de una más inteligente y hábil, política monetaria contra cíclica, que condujo a una mejor estabilización del producto desde los años ochenta.

En el caso de Summers (2005) la Gran Moderación que experimentó EU se dio poco tiempo después de que el Fed implementara grandes cambios. La conducción de la política monetaria se transformó significativamente con el nombramiento de Paul Volcker al frente del Fed en 1979. El periodo pre-Volcker, que va de 1960 hasta mediados de 1979, podría ser caracterizado por una política monetaria acomodaticia con respecto a la inflación anticipada, en donde ésta no era independiente, la inflación no era un fenómeno monetario, la falta de una tasa natural de desempleo, la aceptación de una curva de Phillips de largo plazo y un activismo por parte del banco central para promover el pleno empleo.

Durante el periodo pre-Volcker, el banco central respondió menos que uno a uno a los cambios en la inflación, la autoridad monetaria provocó incrementos en la inflación esperada y por lo tanto en la inflación actual. En contraste a partir de mediados de 1979, la política monetaria redujo y entonces estabilizó la inflación esperada y la inflación actual u observada. Además, la política monetaria posterior a 1979 probablemente

contribuyó a bajar la volatilidad del producto mitigando los efectos de choques imprevistos en la economía. Bajo este argumento se señala que la política monetaria desempeñó un papel central para reducir el grado de volatilidad en la inflación y por ende de la inflación.

Para Hetzel (2007) la Gran Moderación es resultado de las acciones que el Fed desarrolló mediante el uso de una regla de política, él atribuye este periodo a la estabilidad monetaria, considera que la conducción de la política monetaria mediante una regla provocó la estabilidad en la inflación y en el producto. Con el desarrollo del enfoque de política inflation targeting que surgió en los años noventa del siglo XX se materializó un consenso de que los bancos centrales deberían mantener la trayectoria de la inflación en un nivel bajo, de ahí que los institutos centrales deberían poseer independencia en los instrumentos, es decir, la posibilidad de incrementar la tasa de interés al nivel necesario para conseguir resultados.

La independencia de los instrumentos se deduce de la desaparición de la política basada en el análisis de las causas de la inflación prevalecientes en el periodo pre-Volcker respecto a presiones de demanda, presiones de costos, factores especiales y una espiral de precios-salarios. Los bancos centrales dejaron de basar su política sobre el supuesto de que la política monetaria es solo un instrumento junto con la política fiscal para tratar la inflación de demanda y es inapropiada para tratar con otros tipos de inflación. La Gran Moderación se caracterizó porque los bancos centrales dejaron de usar la política de apoyarse contra el viento, la cual consiste en que es banco central incrementa su tasa de referencia cuando el producto crece por encima de su tendencia y la utilización de recursos se incrementa.

Por el contrario la política monetaria en la era Volcker-Greenspan se instrumentó con un comportamiento como de regla con credibilidad con un componente real y nominal. La disciplina impuesta para restaurar la estabilidad de las expectativas perdida, hizo que el Fed implementara una regla con credibilidad de tal manera que la inflación se mantuvo sin cambios. Este resultado anuló el anterior consenso monetario y la ciencia económica se centró en tres elementos abstractos, uno, el nivel de precios en un fenómeno monetario, segundo, el sistema de precios funciona con los cambios en la tasa de interés real que mantiene al producto en su nivel potencial y tercero, las expectativas son racionales porque el público aprende cómo hacer sus expectativas de inflación conforme a la parte constante de la política monetaria.

Imagen 10
Alan Greenspan, Paul Volcker y Ronald Reagan
(de izquierda a derecha)



Fuente: tomado de www.blows.wsj.com

De acuerdo a Greenspan (2008) la Gran Moderación es resultado de múltiples acontecimientos mundiales que condujeron a una expansión del capitalismo de libre mercado, el cual ayudo a disminuir la inflación y llevar los tipos de interés a dígitos únicos a escala global. El desarrollo económico mundial llevó a un desplazamiento de una porción significativa del pib del planeta al mundo en vías de desarrollo, éstos países poseían unos índices de ahorro muy superiores a los de las naciones industrializadas, en parte porque las redes de seguridad social de esos países son más débiles y por tanto los hogares, como es natural, reservan más dinero para imprevistos y jubilaciones. En ausencia de culturas de consumo afianzadas, por ejemplo, los hogares tienen menos inclinación a gastar.

El desplazamiento de porciones del PIB mundial de países desarrollados poco ahorradores a países en vías de desarrollo propensos al ahorro a partir de 2001 incrementó el ahorro mundial, en el que su crecimiento agregado a escala planetaria ha superado con creces la inversión planificada. El proceso de mercado que equipara ahorro global real e inversión, provocó un considerable descenso en los tipos de interés reales, es decir, la oferta de fondos en busca del rendimiento de una inversión creció más rápido que la demanda de los inversionistas.

El aparente exceso de ahorro, combinado con la globalización, los aumentos en la productividad fruto de la tecnología y el desplazamiento de economías planificadas a economías de mercados competitivos, contribuyó a contener los tipos de interés tanto reales como nominales y los índices de inflación de todas las naciones desarrolladas y

en desarrollo. Es por eso que los índices anuales de inflación de casi todo el mundo se ubicaron en solo un dígito, una de las pocas ocasiones, tal vez la única que esto sucedió desde el abandono del patrón oro y la adopción del dinero fiduciario o papel moneda, en la década de 1930, de acuerdo a él:

La política monetaria de los bancos centrales no fue la causa primordial del persistente descenso en los índices de inflación y los tipos de interés a largo plazo, pero los banqueros centrales optamos por alterar nuestras políticas para maximizar los beneficios a largo plazo de esos desplazamientos tectónicos en las finanzas globales (*Ibídem*).

La caída de los tipos de interés reales de largo plazo que se produjeron en las últimas dos décadas estuvo relacionado con los crecientes ratios precio-beneficio de las acciones, las propiedades inmobiliarias y a de casi todos los activos rentables. El valor de mercado de los activos de todo el mundo creció en consecuencia entre 1985 y 2006 a un ritmo superior que el PIB mundial nominal (con excepción de 2001-2002). Eso generó un importante aumento de la liquidez mundial. Los precios de acciones, bonos, viviendas, inmuebles comerciales, cuadros, y muchos otros se sumaron al auge.

De acuerdo a Blinder y Reis (2005) el éxito de la Gran Moderación en la parte relativa al mandato de Alan Greenspan se debe al uso adecuado del *fine-tuning*, es decir una política de suave precisión, que es definida por el autor como: perseguir una política de estabilización activista que trata de conservar la inflación o el desempleo o ambos cercano a sus niveles blancos y usar frecuentemente pequeños cambios en el instrumento del banco central para tratar de conseguir los blancos del banco central con bastante precisión. Se trata entonces de la instrumentación de una política monetaria con un seño de discrecionalidad, por lo que los autores no se atreven a atribuir el periodo de la Gran Moderación a la suerte. Este punto se aborda más ampliamente en el apartado C de este capítulo.

Cuando Alan Greenspan se convirtió en presidente del Fed, la noción sobre las políticas monetaria y fiscal, que deberían ser usadas para una precisión suave de la economía, había sido desechada. Se sostenía que los complejos mecanismos de transmisión de la política monetaria, los cambiantes rezagos y la fuerza de los efectos a través de diferentes canales se combinaban para impedir el uso de *fine-tuning* en la política monetaria. Sin embargo, de acuerdo a los autores, durante la era Greenspan se trató de acciones *fine-tuning*, imprimiendo nuevos aires para demostrar que ésto es de hecho posible, pero además se trató del más exitoso *fine-tuning* de la historia.

Diversos autores (Summers, 2005; Bernanke, 2005; Blanchard y Simon, 2001) documentan la existencia de una fuerte relación entre movimientos en las volatilidades del producto y la inflación. Según ellos, esta asociación explica el declive en la tendencia en la volatilidad del producto en la Gran Moderación, lo que quizá se deba a una disminución de la volatilidad en el gasto del gobierno, una disminución en la volatilidad del consumo, entre otras variables. Entre todos estos elementos, el debate en torno a las causas de la Gran Moderación se centra en tres aspectos: *i*) una mejor política monetaria, *ii*) cambios estructurales en el manejo de los inventarios y *iii*) buena suerte.

Una mejor política monetaria. Se señala que el origen de la Gran Moderación descansa en un mejor manejo de la política monetaria por parte del Fed, lo que condujo a que el producto y los precios observarán una menor volatilidad. Esta explicación no descansa sobre la idea de que la política monetaria ha reducido directamente la volatilidad del producto, de hecho no hay acuerdo sobre si la política monetaria haya tenido un efecto directo sobre la actividad económica, por el contrario, el argumento es que la política monetaria podría haber sido importante en reducir la volatilidad de la inflación, provocando que esta sea más baja y más estable y generando por lo tanto una menor volatilidad en el producto y el empleo.

En la década de los setenta del siglo XX, la economía de EU fue afectada por incrementos fuertes en los precios de las materias primas, incluyendo el petróleo, la inflación se incrementó y posteriormente descendió en los ochenta. Estos choques y quizá la inflación misma han conducido a más volatilidad del producto. El incremento temporal en la volatilidad del producto en los años setenta y ochenta está relacionado con el incremento temporal del nivel de inflación. La volatilidad del producto parece estar relacionada a la volatilidad de la inflación.

Se sugiere que en un entorno de precios más bajos y estables la política monetaria provee un escenario adecuado para el desarrollo de la actividad económica. Este ambiente de mayor estabilidad podría contribuir a un crecimiento del producto más estable de distintas formas. Una inflación más baja reduce distorsiones nominales, como aquellas que son generadas por los impuestos. Precios más estables eliminan el factor de incertidumbre que paraliza las decisiones de inversión de las firmas. Finalmente, una inflación más baja y estable se traduce en una inflación esperada más estable. Los encargados de gestionar la política monetaria contarán con mayor flexibilidad para responder a eventos imprevistos como crisis bancarias o financieras.

Para Bernanke presidente del Fed de 2006-2014, la reducción en la volatilidad de variables fundamentales como el producto y los precios, tiene beneficios, por ejemplo, una menor inflación mejora el funcionamiento de los mercados, ya que permite planear, a su vez una menor volatilidad en el producto implica mayor estabilidad en el empleo y evitar altibajos con la pérdida y creación de empleos, por lo que mitiga la incertidumbre para las familias, empresas y gobierno. Se puede argumentar que menos volatilidad en el producto y el empleo generan que las recesiones sean menos frecuentes y menos severas.

Cambios en el manejo de los inventarios. Se argumenta que el manejo de los inventarios actúa como un mediador entre la producción y las ventas, el exceso de producción sobre las ventas conduce a una acumulación de inventarios, un exceso de ventas sobre la producción puede atenderse con los inventarios, al menos en el momento en que éstos están disponibles. El manejo de los inventarios como un factor que explica la Gran Moderación sugiere que la volatilidad de las ventas en los bienes durables ha declinado en un grado similar al del producto. La adopción generalizada de tecnologías de la información ha permitido cambios en la naturaleza de la producción, en los procesos de distribución y en su relación con las ventas finales especialmente con los bienes durables.

Esta explicación toma fuerza con la extensa y rápida adopción de las tecnologías de la información en la producción de bienes durables desde principios de la década de los ochenta del siglo pasado. Tales cambios podrían haber ocurrido en al menos dos vías, primero, haciendo a la producción o a las ventas menos sensibles a los inventarios, el uso de los pronósticos de las ventas o el manejo de inventarios podría haber reducido la volatilidad o la inversión en inventarios dentro de una particular industria, segundo, mejoras similares en la oferta, en la distribución y en las redes de transporte probablemente hayan ayudado a reestructurar las conexiones entre las industrias.

Buena suerte. Se argumenta que la buena suerte ha jugado un rol protagónico en la reducción de la volatilidad económica desde mediados de los años ochenta del siglo pasado, es decir, la existencia de buena suerte, que contempla que si la volatilidad es el resultado económico de grandes eventos adversos, entonces la volatilidad declinara si tales eventos desafortunados (o mala suerte) suceden menos o temporalmente cesan. Se podría formular la pregunta respecto a que si lo que se ha observado en los últimos 24 años es simplemente la ausencia de grandes choques y nada más.

Otro elemento a destacar es que la Gran Moderación ocurrió en otras partes del mundo, precisamente en aquellas economías que eran desarrolladas, este desempeño económico fue una característica solo del mundo desarrollado. De acuerdo a Summers (2005) la Gran Moderación ocurrió en EU y en el resto de los países del G7 y en Australia, en aquellos países el declive en la volatilidad del producto fue similar entre países, aunque con tiempos diferentes. Por ejemplo, la volatilidad macroeconómica cayó considerablemente en EU a inicios de los años ochenta del siglo pasado. La naturaleza y el tiempo de los cambios vario considerablemente entre países.

En Australia, Francia, Italia y EU, la moderación sucedió relativamente rápido, en Canadá, Alemania, Japón y el Reino Unido el fenómeno se presentó de forma diversa. Mientras la magnitud de la moderación fue similar entre países, el tiempo en que esta ocurrió no. Algunos países experimentaron este fenómeno en la década de los setentas, otros lo experimentaron hasta la década de los ochentas. Entonces con enormes diferencias en el tiempo, una causa particular para explicar la Gran Moderación parece poco probable.

Se argumenta que mientras el tiempo de los choques en los precios del petróleo fue común para todos los países, el tamaño del choque dependió de varios factores. Uno, el precio del petróleo estuvo en dólares, por lo tanto, el tamaño del choque dependió sobre el precio del petróleo medido en la moneda de aquel país. Dos, los choques en los precios del petróleo eran medidos por la inflación, por lo que diferentes tasas de inflación entre países conducían a diferentes tamaños de choques entre países. Tres, las diferencias que hay entre los países respecto a la dependencia petrolera y su eficiencia energética quizá causarían los mismo incrementos en los precios del petróleo pero afectó a los países en una forma diferente.

Siguiendo con el estudio de Summer si se analizan los elementos como *i)* una mejor política monetaria, *ii)* cambios en el manejo de inventarios y *iii)* buena suerte como factores que explican la Gran Moderación a nivel internacional se encuentra que en el caso *i)* una mejor política monetaria contribuyó a la Gran Moderación bajando o estabilizando la inflación. Inflación más baja y más estable parece haber jugado un rol en al menos algunos de los países examinados. En cinco de los ocho la tasa de inflación declinó antes o con la reducción de la volatilidad en el crecimiento del producto. Sin embargo, en Francia, Alemania e Italia la caída en la volatilidad parece haber sido posterior al declive de la inflación promedio.

La evidencia de un vínculo entre la volatilidad de la inflación y la volatilidad del producto es más convincente para el periodo después de 1975 que antes. En los ocho países, el nivel de inflación y la volatilidad de la inflación fueron relativamente bajos en el comienzo y el fin del mismo periodo. La inflación se incrementó y llevó a ser más volátil de los años sesenta hasta la mitad de los setenta provocando que la volatilidad de producto fuera también más alto en los sesenta. El autor enfatiza que la relación de las volatilidades de la inflación y del producto respalda un vínculo entre buena política monetaria y una baja volatilidad en el producto.

En el caso del *ii)* un manejo de los inventarios se argumenta sobre la existencia de un nexo entre el cambio en el patrón de los inventarios y la volatilidad del producto. La volatilidad en los inventarios tiende a declinar con o antes de una más baja volatilidad del producto. Es preciso mencionar que la existencia de nuevos métodos para administrar los inventarios no solo en EU, sino internacionalmente. De acuerdo a Summer, la fuerte relación positiva entre la volatilidad del producto y la volatilidad de los inventarios en los ocho países es representativa. La combinación de política monetaria mejor, la cual ayudó a una inflación más baja y estable y a un manejo más adecuado de las técnicas de inventarios probablemente contribuyó a obtener una baja en la volatilidad del producto.

Respecto al tercer elemento, *iii)* la buena suerte se plantea que en el ámbito internacional el tamaño de los choques de los precios del petróleo difiere considerablemente entre países dependiendo de los movimientos del tipo de cambio y de la inflación doméstica. Aunque choques en los precios del petróleo más pequeños no parecen explicar la Gran Moderación desde una perspectiva internacional, estos han jugado un rol en algunos de los países del estudio.

B. La presidencia de Paul Volcker de 1979-1987

Paul Volcker se convirtió en el doceavo presidente del Fed en EU, después de que el 6 de agosto de 1979 el presidente demócrata Jimmy Carter lo propusiera al cargo. Posteriormente en 1983 el presidente republicano Ronald Reagan lo ratificó para un segundo periodo. Volcker jugó un papel protagónico para poner fin a la Gran Inflación y comenzar lo que posteriormente dio en llamarse la Gran Moderación. El mérito de Volcker fue haber sentado las bases de una inflación baja y controlada que se apartó de las tesis activistas del banco central para imprimirle un carácter estabilizador tanto del producto como del empleo.

Para Hetzel (2008) el nombramiento de Volcker como presidente del Fed cambió el entorno de la práctica monetaria en EU. Burns y Miller, presidentes del Fed en 1970-1978 y 1978-1979, respectivamente, habían llevado al banco central de una ruta distinta de la que fue llevada por Martin, presidente del Fed en 1951-1970, cuando la Fed era responsable de la inflación. Volcker utilizó su conocimiento sobre los mercados financieros en la Fed de Nueva York y su trabajo de supervisión en el Sistema Bretton Woods en el Tesoro de EU.

Imagen 11
Paul Vocker



Fuente: tomado de www.marketwatch.com

El análisis de esta etapa de la historia monetaria de EU requiere de dos etapas, la Gran Desinflación y la Gran Moderación. El periodo de la Gran Desinflación comenzó con el nombramiento de Volcker al frente del Fed. Volcker recobró la independencia del Fed, la cual se perdió durante el periodo de la Gran Inflación. La historia de la desinflación es lo opuesto de las historias de la Gran Depresión y de la Gran Inflación las cuales están relacionados con una falta de independencia y de gestión monetaria activista. En palabras de Meltzer (2007) "Volcker fue hecho a la medida para su trabajo. Banqueros centrales del extranjero y de Nueva York lo conocían y tenían confianza de él".

En los años que siguieron, el desempeño económico fue excelente, la volatilidad del producto y de la inflación fue baja, las expansiones fueron largas y las recesiones fueron poco frecuentes y relativamente cortas. Del fin de la Gran Inflación en 1981 a 2006, EU experimentó dos de sus más largas expansiones interrumpidas por dos breves recesiones. La política del Fed contribuyó a este cambio conocido como la Gran Moderación. Para Meltzer, Volcker puso gran peso sobre el control de la inflación, el

Fed no atendió presiones políticas y no se dejó llevar por teorías equivocadas, su marco de política se caracterizó por ser un comportamiento predecible como de regla.

Volcker se enfocó en las expectativas, además apostó por una política monetaria creíble que pudiera moldear aquellas expectativas. Con tal creencia, Volcker desafió la ortodoxia dominante de aquella época, la cual sostenía que el alto nivel de inflación de los años setenta era resultado de presiones de costos y de choques de oferta, principalmente. Las expectativas en forma de un espiral de precios y salarios propagaban aquella inflación, debido al origen no monetario y la propagación de la inflación, un intento de controlar esto con política monetaria sin políticas de ingreso crearía altos niveles de desempleo, se pensaba desde el enfoque dominante.

Volcker trabajo para restaurar la estabilidad de las expectativas de la inflación mediante la credibilidad. Si la baja inflación requería una recesión, entonces la credibilidad significa el cese del patrón de fases de *arranque* siguiendo fases de *freno*. El banco central podría incrementar el nivel de tasas sin que el público esperara una baja en el nivel de tasas nuevamente para promover el desempleo. Para finales de la década de los setenta, comenzaba el desarrollo de los agregados monetarios y las expectativas racionales en la teoría monetaria. Volcker adoptó algunos de estos avances con la intención de lograr un acuerdo visible que disminuyera la tasa a la cual crecía la cantidad de dinero, para lograr credibilidad (Hetzel, 2008).

Desde la óptica de Meltzer (2008) Volcker necesitó unir a un Fed dividido, su tarea al frente del instituto pronto se enfrentó con divisiones internas y a la falta de credibilidad para enfocar su atención sobre blancos monetarios en lugar de la tasa de fondos, él aceptó la posición monetarista de que solo un banco central puede controlar la inflación. La Fed entonces asumió ser responsable de la inflación. En septiembre de 1979 la inflación continuaba creciendo a una tasa de doble dígito “impulsada por los precios de la energía”, el crecimiento económico se debilitaba. El Fed votó por un ligero incremento en la tasa de fondos, algunos miembros se opusieron y hubo oposición por parte del gobierno.

El presidente del Fed también entendió las dificultades de usar un instrumento de tasa de interés dadas las expectativas tan volátiles de la inflación, él creyó que el imperativo era controlar la psicología inflacionaria la cual se manifestaba en las actividades especulativas en los mercados de *comodities* y de divisas. Una postura antiinflacionaria creíble requería un incremento significativo de las tasas de interés, pero había

incertidumbre sobre la magnitud de ese incremento requerido. Una solución era permitir a las tasas de interés crecer en una proporción que, de acuerdo al mercado, pudiera cumplir con el blanco monetario planteado para M1.

El nuevo procedimiento permitía el uso del lenguaje del control monetario para comunicar al público la necesidad de un incremento en las tasas de interés. Se decía que el uso de blancos de cantidad de dinero proveería un medio para comunicar los objetivos de política. La posibilidad de definir una estrategia anti-inflacionaria en términos de blancos intermedios de tasas de crecimiento de dinero de largo plazo con apoyo de una comunicación interna y externa no sería distinta a un blanco de tasas de interés.

En ese momento, el público no podía saber si estas declaraciones representaban solo una fase de *freno* más en el recurrente ciclo *freno-arranque*. Solo cuando la Fed no inicio una fase *arranque* subsecuente, el banco central comenzó a ganar credibilidad. De hecho, Volcker encontró apoyo entre los políticos y el presidente Ronald Reagan respaldó la independencia del Fed. Sin embargo, el Fed no tuvo progreso en reducir las expectativas inflacionarias. Previo a su reunión de octubre de 1979, la tasa de los bonos a treinta años era 9.3%, dos meses después ésta se incrementó a 10%, para alcanzar en diciembre 13%, después de que la URSS invadió Afganistán y el presidente Carter propusiera un incremento del gasto militar.

Meltzer señala que el esfuerzo de la desinflación casi se aborta, la Fed retrasó el incremento en la tasa de fondos por una petición del presidente Carter de imponer controles de crédito en marzo de 1980. Sin embargo, esto solo empeoró la situación económica y fueron abandonados. La medida no tuvo resultados para el control de la inflación porque mandó señales a los individuos de que el Fed había abandonado su política contra la inflación, esta acción debilitó la credibilidad del Fed. Con la economía claramente en recesión, el Fed levantó los controles en julio de 1980.

En 1980 como un resultado de la interacción entre el plan del control del crédito y el nuevo consenso monetario, el Fed produjo una pequeña versión del ciclo freno-arranque, mismo que había determinado no repetir. Aquella experiencia reforzó su determinación para no iniciar una política expansionista en respuesta a la recesión. El Fed permaneció enfocado en restablecer su credibilidad. A principios de 1982, la Fed se probó, aunque la economía se estaba contrayendo, el instituto central incrementó la tasa de fondos.

En la medida en que la caída avanzó, se hizo evidente que la economía había experimentado una recesión, se trató solo de una reacción temporal por el control del crédito, posteriormente la economía creció fuertemente. El Fed entonces incrementó las tasas de interés rápidamente, alcanzó en 1981 una tasa de 20%. Como un indicador del comportamiento del rendimiento de los bonos, el Fed no pudo lograr acumular credibilidad. La política monetaria se restringió nuevamente en 1981, esto hizo declinar la inflación, la atención de la política monetaria siguió sobre la inflación y ésta continuo declinando y permaneció en niveles bajos durante la década de los ochentas y noventas del siglo pasado. Debido a que el Fed continuó implementando su procedimiento de control monetario, las tasas de interés cayeron precipitadamente.

La política monetaria fue altamente restrictiva en 1981. En enero la tasa fue de 20%, en mayo y junio fue de 19% y en agosto de 18%. En febrero de 1982, un susto deflacionario desafió la credibilidad de la Fed, en este entorno, la tasa de los bonos, la cual había caído debajo de 13% a finales de noviembre de 1981, se incrementó en febrero de 1982 a 14.7%. El Fed incrementó la tasa de fondos de 12.5% en diciembre de 1981 a 14.5% en febrero de 1982.

En los inicios de 1982, la política se enfocó en mitigar los miedos inflacionarios. Sin embargo, conforme los meses avanzaron, la inflación se moderó. También fue evidente que la economía había entrado en recesión. En este entorno, el Fed podría relajar su preocupación de credibilidad y responder a la debilidad de la economía. La preocupación sobre la situación de la deuda internacional fue el elemento que provocó que el Fed abandonara el nuevo procedimiento adoptado desde octubre de 1979.

La apreciación de dólar en 1982 así como la continua alza en el nivel de las tasas de interés hizo a numerosos mercados emergentes, entre ellos México, incapaces de pagar sus deudas externas. El Fed comenzó a negociar con el Banco de México para suministrar reservas bajo acuerdos de *swaps*. Posteriormente, surgió un temor en la Fed de que algunas naciones en desarrollo pudieran caer en quiebra por la imposibilidad de pagar sus deudas. Para hacer frente a la situación de la deuda internacional se requirió una reducción en el nivel de tasas de interés de EU.

De acuerdo a Hetzel (2008) las razones del banco central para bajar su política de tasas fueron, primero, debido a que mucha de la deuda de los países en desarrollo era de corto plazo, por lo que tasas de interés más bajas facilitarían el pago y limitarían la apreciación del dólar, segundo, esta deuda estaba denominada en dólares, tercero,

tasas más bajas estimularían la economía de EU e incrementarían las exportaciones de las naciones deudoras y cuarto, tasas de interés más bajas permitirían a los bancos centrales de otros países desarrollados disminuir sus tasas de interés para dinamizar sus economías e incrementar sus importaciones.

A mediados de julio de 1982, el Fed comenzó a bajar la tasa de fondo, de junio a agosto la tasa de fondos cayó de 15 a 9%. La reducción sustancial en la inflación en 1982 había incrementado la credibilidad de la Fed. La reducción en la tasas de interés terminó en diciembre de 1982 cuando una reducción en la tasa de descuento bajó para producir una disminución en la tasa de los bonos de EU.

En sus dos primeros años como jefe, Volcker experimentó repetidos ejemplos en la cual la tasa de fondos cayó y entonces la tasa de bonos se incrementó, lo cual mostraba falta de credibilidad. Con la caída en la tasa de bonos en la segunda mitad de 1982, lo cual acompañó una baja en la tasa de fondos federales, la Fed pasó una importante prueba, la siguiente prueba vendría en la primavera de 1983 cuando la tasa de bonos comenzó a crecer con la tasa de fondos sin cambio.

A pesar de una inflación que iba disminuyendo, el Fed incrementó la tasa de fondos. Con este incremento, Volcker comenzó la creación de una nueva ancla nominal, ésta no fue un blanco monetario respaldado por los monetaristas, sino en su lugar se estableció la expectativa de inflación baja y estable. Posteriormente, Volcker definió el objetivo del Fed en términos de expectativas, asumiendo que la política monetaria puede formar el entorno de las expectativas en la cual los fijadores de precios se conducen.

De acuerdo a Hetzel el fin del periodo de Volcker en 1987 se dio en medio del nerviosismo de los mercados internacionales y de la zozobra mundial. Los líderes de las economías más avanzadas encabezadas por EU trabajaban para lograr apuntalar la débil economía internacional, el consenso se llamó el Acuerdo de Louvre. El dólar se depreciaba fuertemente hacia 1985, el dólar cayó de febrero a noviembre 20% contra el yen japonés y 15% contra el marco alemán y el franco francés. EU, Alemania Occidental, Japón, Gran Bretaña y Francia estuvieron de acuerdo en intervenir para disminuir el valor del dólar, los trabajos condujeron a la firma de dicho acuerdo.

En febrero de 1987 EU, Alemania, Japón. Francia, Gran Bretaña y Canadá firmaron el acuerdo de Louvre. Los países con grandes superávits de comercio, Alemania y Japón,

estimularían sus economías incrementando sus exportaciones. EU reduciría su déficit fiscal, lo que se consideraba, causaba su déficit en cuenta corriente. Todos estuvieron de acuerdo en intervenir en el mercado de cambios, el Fed apoyó la intervención. El Acuerdo del Louvre terminó tirando el mercado de valores y produjo el lunes negro el 17 de octubre de 1987. El acuerdo fue débil porque la credibilidad del Louvre dependió de la disponibilidad de EU de reducir su déficit fiscal y porque el acuerdo pendió de un entorno económico que no requirió de un incremento de las tasas de interés.

En 1987, un susto inflacionario desafió el Fed. El susto vino de un choque inflacionario producido por la depreciación del dólar. La depreciación del dólar incrementó la tasa de los bonos en dos vías, primero, se temía una inflación creciente, dos, reducir la disponibilidad de los japoneses para invertir en activos denominados en dólares. En abril de 1987, un incremento en la tasa de los bonos a 30 años de 7.4 a 8.5% significó un susto inflacionario.

En respuesta el Fed de Volcker incrementó la tasa de fondos a 6.5 y después a 6.75%. Sin embargo, la tasa de bonos permaneció alta y promedio 8.6% en julio, 9% en agosto, 10.25% en octubre. Para Hetzel lo que continuó fue una salida de su procedimiento para dar marcha atrás a los incrementos en las expectativas de la inflación, el Fed dejó la tasa de fondos sin cambios en 6.75%. Durante el susto inflacionario, el presidente Reagan no volvió a nombrar a Volcker, generando su salida una verdadera sorpresa para los mercados.

C. La presidencia de Alan Greenspan de 1988-2006

Allan Greenspan fue el décimo tercero en ocupar la silla de la presidencia del Fed, su nombramiento sorprendió a los líderes empresariales y los actores de la alta finanza en Wall Street por su poca experiencia en el servicio público. Greenspan tuvo que aprender muy rápido cómo funcionaba la máquina monetaria más grande del planeta. Sin embargo, con el paso de los años logró acumular reconocimientos en EU y en diversas partes del mundo. Fue ratificado en cuatro ocasiones, por cuatro presidentes, tres republicanos, Ronald Reagan, George H. Bush y George W. Bush y uno demócrata, Bill Clinton, duró su encargo 19 años.

Allan Greenspan llegó al instituto central el 11 de agosto de 1987 y se retiró el 31 de enero de 2006 en medio de aplausos, que junto con William McChesney Martin Jr, representan los dos hombres que más han permanecido al frente del Fed (17 años). Sin

lugar a dudas sus resultados y la experiencia que acumuló en la conducción de la política monetaria avalaron y justificaron sus continuas ratificaciones por presidentes de ambos partidos políticos. Greenspan se convirtió en un referente para conocer el estado y el rumbo que tomaba la economía, sus declaraciones por igual cimbraban y apuntalaban la actividad económica y financiera no solo de EU, sino que influían en la economía mundial, su mandato es conocido como la *era Greenspan*.

Imagen 12

Alan Greenspan



Fuente: tomado de www.blows.wsj.com

Greenspan había estado al frente de la empresa de automóviles Ford y había dirigido una comisión nacional sobre la reforma a la seguridad social en el gobierno federal, él carecía de la estatura y la credibilidad que había logrado Volcker con cuatro años en la Fed. Muchos actores de los mercados financieros dudaron sobre si Greenspan tendría la estatura que demandaba un banquero central y si podría ser independiente de la administración federal. Pronto, Greenspan centró sus atención en las expectativas inflacionarias al señalar que “La Fed presumiblemente está manteniendo un ojo sobre las tasas de interés de largo plazo como un calibrador de las expectativas inflacionarias” (Meltzer, 2005).

De acuerdo a Hetzel (2008) la ortodoxia de los bancos centrales como lo señaló Bagehot en su momento, apuntaba a que en una crisis financiera el banco central debería proveer liquidez a tasas de interés altas. Sin embargo, Greenspan en su primera crisis, respondió bajando la tasa de fondos federales en respuesta a la volatilidad del mercado. A pesar del leve ciclo *freno–arranque* que comenzó con el Acuerdo de Louvre, toda la

atención del Fed por estabilizar la inflación esperada creó un entorno de baja inflación y estabilidad económica.

En la década de los ochenta del siglo XX la economía continuaba expandiéndose, la administración del presidente Reagan entraba en su cuarto año de gobierno. El índice Dow Jones se había elevado por encima de los 2000 puntos por primera vez desde 1984, la bolsa acumulaba un rendimiento de 40%, para situarse alrededor de los dos mil 700 puntos en 1987. El sector bursátil experimentaba verdaderos días soleados. Ese año, Greenspan lideró una subida en la tasa de fondos federales de 5.5 a 6%, pretendió frenar la actividad económica ante el temor de que la inflación escalara un nivel alto.

Esta acción generó pérdidas en el mercado de valores, entre las que destacó una disminución de 22.5%, la mayor pérdida en un día de la historia, peor incluso que la del día en que empezó la Gran Depresión, el famoso viernes negro de 1929. La Fed de Greenspan continuó con los incrementos en la tasa de fondos ante los indicios de presiones inflacionarios y teniendo en mente que el auge de la *era Reagan* estaba llegando a su punto máximo de crecimiento y el paro estaba en su nivel más bajo en 8 años. La tasa de fondos federales pasó de 6 a 6.5%. De acuerdo a Greenspan, éste comunicó a Jim Baker, quien fungía como Secretario del Tesoro, y posteriormente, Jefe de Gabinete Electoral del George Bush, quien en principio mostró su desacuerdo pero al final respetó la independencia del Fed.

Greenspan había intentado un aterrizaje suave, es decir, incrementar el costo del dinero en la economía para detener el alza de la inflación, al parecer no lo logró, a lo que siguió después una desaceleración pronunciada de la actividad económica, la cual se volvió difícil, en palabras de Greenspan “nada de lo que hacíamos en la Fed parecía funcionar”. La Fed había comenzado a rebajar la tasa de fondos previendo que una recesión apareciera, pero no tuvo éxito. Entre julio de 1989 y julio de 1992, el banco central había disminuido 23 veces el costo del dinero. Sin embargo, la recuperación de la economía y de los empleos fue muy lenta. De acuerdo a Greenspan, funcionarios de alto nivel le demandaban recortes de la tasa de fondos más agresivos y más rápidos, en palabras de Greenspan:

Cuando terminó mi periodo en la presidencia del Fed en verano de 1991, hubo una reunión entre bastidores en la que el secretario del Tesoro andaba a la caza de un compromiso para relajar más aún la política monetaria a cambio de una segunda presidencia. Nick afirmó más tarde que yo había suscrito ese pacto. En la práctica no tenía ningún modo de comprometerme a eso, aunque hubiese querido. Con todo el presidente Bush volvió a nombrarme. Creo que concluyó que era un mal menor: la Fed a decir de todos,

funcionaba bien, no había otro candidato al que Wall Street pareciese preferir y un cambio habría alborotado los mercados (Greenspan, 2008).

En los años que siguieron, la recuperación parecía que cobraba fuerza, precisamente ésta coincidió con el inicio de la campaña para remplazar la presidencia de la república. Los datos indicaban que la economía crecía a una tasa superior al 4%. De acuerdo a Greenspan, no obstante la fuerza con la que se estaban creando empleos, George Bush perdió la reelección, culpándolo de lo que había sucedido. En una cadena de televisión manifestó “yo lo reelegí y el me fallo” haciendo mención de la actuación de Greenspan frente al Fed. En el recuento de los hechos y en contra de los desánimos generalizados, EU creció a una tasa anual de 2% en la primera mitad de 1998 y 5% en la segunda. Es ampliamente conocido que estadounidenses evalúan su situación económica cuando acuden a las urnas.

En la década de los noventa del siglo XX, el Fed de Greenspan enfrentó una fuerte batalla por la transparencia en la conducción de la política monetaria. La lucha la encabezó el presidente del Comité de Banca de la Cámara de Representantes, Henry B. González, quien acusaba al Fed de concentrar gran poder y enorme secretismo y demandaba que el Fed hiciera públicas sus reuniones y que fueran televisadas. Sin embargo, Greenspan argumentó que si las deliberaciones eran del dominio público, con detalles de quien dijo cada cosa, las sesiones se convertirían en una serie de cosas insípidas y escritas, y se perderían las ventajas del debate sin restricciones para la formulación de políticas.

A pesar de esto, la acción de Greenspan de que nada cambiara no prosperó. En principio, se acordó que las deliberaciones del Fed se hicieran públicas tras un intervalo de 5 años. Poco a poco, estos cambios dotaron de mayor transparencia las decisiones de política monetaria y generaron nuevos medios de comunicación del Fed con los mercados. Sin duda no eran los cambios que González pretendió. A inicios de los años noventa, los mercados de deuda se estaban volviendo lo bastante amplios y líquidos. Sin duda, el hecho de que los participantes del mercado pudieran prever las futuras maniobras del Fed promovidas mediante la transparencia se tomó como un factor estabilizador de estos mercados.

Sobre este punto, Blinder y Reis (2005) señalan que durante la era Greenspan el Fed llegó a ser más comunicativo, de hecho la transparencia no existió durante el mandato de Volcker. Durante el primer trecho de la gestión de Greenspan, éste puede ser

caracterizado como de la vieja escuela, debido a que él creía que el Fed debía hablar poco y de una manera enigmática. Sin embargo, esta situación cambió hacia el segundo tramo de su periodo. La apertura del Fed comenzó en 1994, para 1996 y 1997 se hicieron públicas solo una declaración por año. En 1998, éste había hecho tres declaraciones todas en conjunto relativas al su reacción frente a la crisis financiera global.

En 1999 se elevó a seis, en 2000 fue de ocho, una por cada reunión del Fed y para marzo de ese año, se comenzaron a hacer públicas las declaraciones de cada uno de los miembros, así como el sentido de sus votos. En mayo de 2003, hizo públicos los cambios al enfoque de balance de riesgos. En febrero de 2005 se presentaron las minutas de las reuniones en donde el Fed acordaba su postura de política monetaria. En un origen, las minutas se presentaban hasta tres días antes de la siguiente reunión y después se hicieron públicas tres semanas después de cada reunión.

Siguiendo con los autores, la Fed se volvió transparente, lo cual ayudó a gestionar la política monetaria, debido a que los mercados de deuda, particularmente el de bonos se hizo más amplio y líquido, se observó que las tasas de interés de largo plazo reflejan las expectativas de inflación de los participantes del mercado. Si el Fed comunica sus intenciones futuras exitosamente, los mercados moverán las tasas de interés de largo plazo a la alza o a la baja en la dirección que el Fed quiere, anticipándose de los movimientos futuros en la tasa de fondos, por lo que se argumenta que mayor transparencia reduce los rezagos y aumenta el poder de la política monetaria. Para Meltzer (2005) la transparencia del Fed reduce el riesgo de que el mercado interprete de forma equivocada las acciones del banco central.

Para 1993 la economía crecía fuertemente, se expandía a una tasa anual de 5.5%. La inversión, el consumo, las ventas de las empresas y el empleo crecían vigorosamente. El Fed de Greenspan llevaba tiempo observando este dinamismo en la actividad económica y alistaba su arsenal monetario para subir la tasa de fondos federales por primera vez en cinco años, debido a que resurgieran las presiones inflacionarias. Durante muchos meses, mientras los créditos fueron restrictivos, se había mantenido el tipo de los fondos federales en un nivel del 3%. El Fed intentaba adelantarse encareciendo el costo del dinero, antes de que la economía se sobrecalentara seriamente.

De acuerdo a Greenspan (2008) se optó por aprovechar la relativa tranquilidad para actuar de manera suave y preventiva, antes de que la inflación apareciese, él insinuó que era inminente un cambio de política, señalando “los tipos de interés a corto plazo están anormalmente bajos, en algún momento, a falta de un debilitamiento inesperado y prolongado de la actividad económica, tendremos que alterarlos”. Asimismo, visitó la Casa Blanca para poner sobre aviso al presidente y sus asesores, les dijo: “No hemos tomado una decisión definitiva, pero las opciones son quedarnos de brazos cruzados, en cuyo caso probablemente tendremos que subir más los tipos o introducir unos leves aumentos ahora”, a lo que el presidente Clinton respondió que lo entendía.

Llegada la cita, el 4 de febrero la Fed anunció la subida de la tasa de fondos federales, se experimentó con 25 puntos base, la tasa pasó de 3% a 3.25%, al final del día el índice Dow Jones había descendido un 2.5%. De acuerdo a Greenspan algunos expertos del área financiera recomendaban un aumento mayor, sin embargo, él abogó para que el alza fuera en principio pequeña, pensando en evitar una respuesta abrupta del mercado. Durante 1994 el Fed continuó encareciendo el costo del dinero hasta llegar a una tasa de 5.5% a finales de 1994. Posteriormente, en febrero de 1995 el aumento fue de 0.5% para dejar la tasa en 6%, el doble de su valor desde que comenzó la escalada de precios, de acuerdo a Greenspan:

Avanzábamos a tientas [...] en un ciclo de endurecimiento, si se para demasiado pronto, las presiones inflacionarias resurgirán y será muy difícil contenerlas, en consecuencia se procura un aumento adicional de la tasa de fondos federales consciente de que no sea necesario. Poner fin a tratamiento de antibióticos monetarios demasiado pronto nos expone a un rebrote de la infección inflacionaria (*Ibidem*).

La economía creció 4% en 1994, las empresas tuvieron beneficios, la productividad aumentó y la inflación no se aceleró por primera vez desde 1960, acumulando tres años con una tasa por debajo del 3% anual. Greenspan calificó este proceso como un “aterrizaje suave” para la economía, una desinflación sin pérdida de empleos y la cancelación de una recesión. En 1995 el crecimiento económico perdió fuerza y en 1996 la economía aceleró su velocidad. Ese año el presidente Clinton logró la reelección, los electores aprobaron la gestión de su gobierno. La estabilización del producto y de la inflación por parte del banco central había sido todo un éxito, del cual la administración de Clinton salió beneficiada.

El dinamismo económico tomó fuerza en 1996, la producción creció a una tasa de 6% en la primera mitad de 1996 lo que ponía en entredicho el blanco de la tasa natural de

desempleo de 5.5% planteada por los especialistas monetarios, de acuerdo a ellos, un crecimiento del producto por debajo de esta tasa generaría presiones inflacionarias y al interior del Fed las opiniones se encontraban divididas al respecto. Hacia el último trimestre de 1996, –habían pasado ocho meses y siete reuniones desde que la tasa de fondos experimentó su última baja– algunos miembros ya se pronunciaban por incrementar nuevamente el costo del dinero para prever un brote inflacionario, en palabras de Greenspan “querían retirar la fuente del ponche otra vez” (*Ibíd.*).

Los beneficios empresariales seguían subiendo, el desempleo estaba disminuyendo por debajo del 5.5% y los salarios continuaban subiendo. De acuerdo a Greenspan las interrogantes giraban en torno a ¿si aquello no era un ciclo económico normal? ¿Y si la revolución tecnológica había, por lo menos temporalmente, aumentado la capacidad de la economía para expandirse? Si ese era el caso, aumentar la tasa de fondos sería una equivocación, para él se trataba sin duda de un incremento en la productividad que EU estaba experimentando, gracias al auge tecnológico de la década de los noventa y que había ampliamente sido interiorizado por las empresas, las familias y el gobierno.

El choque de productividad que experimentó EU tuvo resultados buenos en el empleo, este indicador bajo del 6% en 1994 a menos de 4% en 2000. Sobre este punto, Greenspan rechazó el blanco de la tasa natural que los analistas tenían como consenso, argumentando que su cálculo era difícil debido a que se trata de una variable inobservable y superando esta dificultad, los modelos econométricos tienden a escapar de la realidad. Al final, los analistas aceptaron revisar a la baja la tasa natural de desempleo, era un hecho que la tecnología había modificado la estructura productiva de EU.

Greenspan convenció a los miembros del Fed para mantener la tasa de fondos sin cambio en 5.25% durante seis meses y entonces ésta se incrementó a 5.5%. La actividad económica siguió creciendo a un ritmo sostenible sin alentar brotes inflacionarios durante los siguientes meses y años, él argumentó que a medida que el mundo absorbía la tecnología de información y aprendía a sacarle partido, se había entrado en lo que se demostraría un prolongado periodo de menor inflación, menores tipos de interés, mayor productividad y pleno empleo.

De acuerdo a Blinder y Reis (2005) la productividad laboral creció a una tasa anual de 1.4% de 1973-1995, sin embargo, ésta comenzó a crecer en los años que siguieron, 2.5% anual de 1995-2001 y 3.7% de 2001 a 2004. Este cambio en la productividad de

la economía fue una sorpresa para los analistas, quienes tenían en mente una productividad baja y sin cambios. Para el presidente del Fed, una lenta productividad no coincidía con un incremento modesto de los precios, ganancias crecientes, precios de los activos al alza y constantes reportes sobre los avances de la tecnología de la información. El problema era que estos rasgos de la economía no podían observarse en los datos oficiales.

Para Greenspan (2008) el crecimiento de la productividad es un buen escenario para un banco central porque le permite hacer mejor su trabajo, sin embargo esto también demandaba acciones monetarias, la pregunta que él se hizo, de cuánto y en qué sentido, además el momento en que se desarrolló y la forma que adoptó ese incremento en la productividad requiere saber por qué un crecimiento de la productividad se tradujo en un desempleo más bajo en lugar de un producto más alto. Para Greenspan, el uso de una regla de Taylor no hubiera podido identificar el cambio en la tendencia de la productividad. No obstante, la Fed valoró muy de cerca este fenómeno y estuvo cerca de las estimaciones que se pueden hacer a la luz de la historia.

Siguiendo con el autor, el hecho de que el Fed no se apresurase a incrementar la tasa de fondos a la luz del choque de productividad, hizo que el auge económico más largo del periodo de posguerra siguiera, para el presidente del Fed esta valoración fue una muestra del por qué la autoridad monetaria no puede limitarse a decidir su postura monetaria en base a un modelo econométrico. Esta consideración se puso en marcha nuevamente por parte del banco central cuando la economía mundial enfrentó las crisis de las monedas de algunos países en desarrollo, para lo cual se decidió bajar el costo del dinero en tres ocasiones entre el 29 de septiembre y el 17 de noviembre de 1998, esta medida fue acompañado por otros bancos centrales de Europa y Asia.

El presidente del Fed tomó la decisión de apoyar estas bajas recargándose en acciones discrecionales en lugar de reglas, ante este escenario de debilitamiento de la economías de EU y del mundo, los modelos matemáticos, entre ellos principalmente de la regla de Taylor, mostraron que era probable que las economías siguiera expandiéndose, no obstante, el Fed decidió intervenir. Se decidió sopesar los costos y los beneficios, esto generó ir más allá de los modelos econométricos para considerar otros elementos.

En contraste algunos expertos monetarios simpatizantes del uso de reglas de política en la conducción de la política monetaria argumentaron que la discrecionalidad resultaba difícil, compleja, riesgosa, indisciplinada y sin ningún sustento matemático. En

respuesta Greenspan señaló que la gestión monetaria se da en tiempo real, con datos incompletos y un temor de humano irracional por saber si se está actuando bien, por lo que los modelos econométricos no están aún en condiciones de ofrecer fórmulas de política, por lo que el Fed optó por un enfoque de administración de riesgos en lugar de uno optimizador que se apoya de los modelos matemáticos y computacionales. Esta polémica ha sido sin duda el centro de discusión de qué enfoque genera mejores resultados en la estabilización del producto, el empleo y el nivel de precios.

Para el año de 1999, el Fed se estaba preparando para echar a andar su política de estímulos de reversa, la economía crecía con vigor y la inflación se mostraba como una amenaza real. Entre mediados de 1999 y 2000, Greenspan subió el tipo de los fondos de 4.75% a 6.5%, argumentando que se debía retirar la liquidez que se había proporcionado en 1998 con la intención de paliar la crisis internacional. La Fed se estaba arriesgando a practicar otro aterrizaje suave en espera de un cambio en el ciclo económico, se temía una reacción brusca a la hora de pinchar la burbuja tecnológica, esta acción representó un nuevo desafío para la conducción de la política monetaria y en particular para el enfoque que de acuerdo a Greenspan estaba basado en la administración de riesgos con apego a la discrecionalidad.

Al finalizar el siglo XX el nuevo intento del Fed por conseguir un aterrizaje suave se estaba complicando, el desinfe de la burbuja tecnológica había golpeado fuertemente los mercados en 2000, el Nasdaq, el Stand and Poor y el Dow Jones habían bajado 50%, 14% y 3%, respectivamente. El ajuste financiero se trasladó a la economía real, a producción de automóviles y otras manufacturas se desaceleraba, los beneficios de las empresas también disminuían, las existencias de las empresas aumentaban, se debilitaba la confianza del consumidor y las peticiones de apoyo por desempleo aumentaban. Estos rasgos hacían pensar a las autoridades monetarias la posibilidad de que la economía enfrentara una recesión después de muchos años.

El Fed de Greenspan respondió bajando el costo del dinero en enero de 2001 en 50 puntos base, en los siguientes meses siguieron mayores ajustes, la tasa que permanecía en 6.5% terminó en 2001 en 3.75%. La velocidad y la magnitud de las rebajas representaban en los hechos la preocupación del Fed por intentar amortiguar la caída en la actividad económica y la pérdida de empleo. Pareciera ser que el freno que pisó el banco central desde 1999 había enfriado de más la economía. El atentado del 11 de septiembre en las torres gemelas de Nueva York, la bancarrota de Enron que

comenzó en diciembre de ese año y los escándalos de contabilidad que siguieron, agudizaron aún más el débil y mediocre desempeño del producto y el empleo.

Sin embargo, las malas noticias no terminaron, la polémica del financiamiento de las campañas, los asesinatos del francotirador de Washington, D.C., el atentado terrorista en un barrio de clubes nocturno de Bali, el hundimiento del gigante de las telecomunicaciones WorldCom, la neumonía atípica que comenzó en China y durante semanas perturbó los viajes de negocios y el comercio. A lo largo de ese periodo, el gobierno de EU intensificaba sus ataques contra Saddam Hussein y en marzo y abril de 2003 la invasión de Irak y el derrocamiento de Saddam.

El Fed respondió con una reducción agresiva de la tasa de fondos, que contempló siete recortes que comenzaron a principios de 2001, después de los atentados terroristas, el banco central los rebajó cuatro veces más, y luego con los escándalos empresariales de 2002, para octubre de ese año, el tipo de los fondos federales se situó en 1.25%, una cifra que a decir de Greenspan “la mayoría habríamos considerado inconmensurablemente baja una década antes, los tipos no estaban tan bajos desde los tiempos de Dwight Eisenhower” y continua, “la experiencia de realizar semejantes rebajas se nos hacía marcadamente extraña”, aun así, la economía era a todas luces presa de la desinflación. De modo que la inflación al menos por el momento no era una preocupación.

Entre 2000 y 2003 los tipos de interés a largo plazo siguieron bajando, los bonos del Tesoro a 10 años cayó de 7.5% a menos de 3.5%. Para 2003, la debilidad económica y la desinflación duraban tanto tiempo que la Fed de Greenspan tuvo que enfrentar un nuevo desafío, una deflación, que consistía en la posibilidad de que EU estuviera entrando en una espiral de desinflación como la que había obstaculizado el crecimiento en Japón por más de una década. Fue así como la deflación se volvió el blanco de una preocupación dentro de la Fed, en la reunión de junio, el banco central rebajó aún más los tipos de interés para dejarlos en 1%, en palabras de Greenspan:

acordamos la reducción a pesar de nuestro consenso en que la economía probablemente no necesitaba aún otra bajada de tipos. La bolsa por fin había empezado a revivir y los pronósticos presentaban un crecimiento del PIB mucho más fuerte en la segunda mitad del año. Queríamos cancelar la posibilidad de una deflación corrosiva, estábamos dispuestos a arriesgarnos a que la rebaja de tipos propiciara una burbuja, un auge inflacionario de algún tipo, que a renglón seguido tendríamos que solucionar [...] el tiempo diría si habíamos tomado la decisión correcta, pero al menos había sido bien ponderada (*Ibíd.*).

El abaratamiento del costo del dinero por parte del banco central tuvo efectos positivos en la economía, el consumo y la inversión pronto se recuperaron, alimentando la recuperación de la economía y de un sector en particular, la vivienda. El número de hipotecas sobre casas residenciales empezó a crecer y después se extendió a los sectores de medianos y bajos ingresos, alimentado por la disminución en las tasas de interés. En 2003 las hipotecas a 30 años estaban por debajo del 6%, su nivel más bajo desde la década de los sesenta del siglo pasado.

Los precios de las viviendas subieron en promedio un 7.5% anual entre 2000 y 2002, más del doble de lo experimentado años antes. El sector de la construcción arrastró a los demás sectores de la economía. El auge de la vivienda estuvo alimentado por incentivos gubernamentales y programas de hipotecas de bajo costo, permitiendo a las minorías, entre ellas los negros y los hispanos, poseer por primera vez una casa. Para 2006 el 69% de los hogares eran propietarios de vivienda, en comparación con el 64% en 1994 y el 44% en 1990. Las tasas de interés bajas predominaron en la mayor parte de las economías del mundo, Gran Bretaña, España, Francia, China, entre otros. Sin embargo, el auge se estaba agotando al finalizar 2005 y el periodo de la Gran Moderación estaba llegando a su fin.

CAPÍTULO V

La Gran Recesión de 2007 a 2014

“La crisis económica se gestó años atrás, en el periodo de 2002 a 2005 cuando las decisiones de política de la Reserva Federal, estuvieron muy por debajo de lo que recomendaba la regla de Taylor” (Taylor, 2008).

Introducción

La Gran Recesión es un periodo de la historia monetaria de EU que comenzó en 2007 con el estallamiento de la crisis hipotecaria en EU y que continua a la fecha, se caracteriza porque el producto de EU muestra un desempeño débil y mediocre estimulado por acciones monetarias por parte del Fed. El origen de la crisis que puso fin a la Gran Moderación es parte de un gran debate entre los principales economistas monetarios del planeta. *El capítulo V. La Gran Recesión de 2007 a 2014* se divide para su tratamiento en cuatro apartados.

El primero A. Episodios básicos de la crisis y la respuesta de la autoridad de 2007 a 2014 analiza las etapas que siguió la crisis desde su estallamiento en el sector hipotecario, la crisis financiera que le continuó y su contagió a la economía real con la caída de Lehman Brothers, además expone las acciones que realizó la Fed en su

gestión y contención de la crisis. El segundo, *B. La hipótesis de la Gran Desviación* de 2008 presenta la tesis de Taylor quien acusa a la Fed de desviarse de la regla de Taylor y que generó un ambiente de mucha liquidez. El tercero, *C. Enfoques institucionales frente a la crisis* de 2008 a 2009 presenta los argumentos de las duplas Greenspan–Khon, Bernanke–Mishkin y de Svensson respecto al origen de la crisis.

El cuarto, *D. Los monetaristas frente a la crisis* señala los argumentos de los herederos de la tradición monetarista creada por Milton Friedman en el siglo XX, sobre el origen de la crisis, es el caso de Hetzel, Schwartz y Meltzer quienes tienen algunas diferencias. Hetzel por ejemplo acusa a la Fed de haber implementado una política monetaria contraccionista durante 2008, mientras Schwartz y Meltzer coinciden con Taylor en señalar que una política monetaria muy laxa en el periodo previo a la crisis creó las condiciones para el estallamiento de la crisis años después.

A. Episodios básicos de la crisis y la respuesta de la autoridad

1. La burbuja y la crisis hipotecarias. Hacia el segundo semestre de 2007 el incumplimiento en el pago de las hipotecas se intensificó, fundamentalmente las de bajo costo. Este sustancial aumento perjudicó el mercado secundario para hipotecas residenciales y de bajo costo, lo cual contribuyó a una reducción de nuevas hipotecas. En respuesta a esta débil demanda y altísimos inventarios de casas sin vender, los constructores recortaron sus planes de inversión. Por otra parte, el precio del petróleo y otros *commodities* había estado incrementándose durante 2005 y 2006. La amenaza de una crisis atraía la atención de las autoridades con mayor fuerza.

Simultáneamente, las pérdidas sobre hipotecas de bajo costo y los productos de inversión estructurados relacionados a éstas, conocidos como *derivados*, continuaron exhibiéndose en todo el mundo. La pérdida potencial de estos valores reforzó las preocupaciones de aquellos que habían invertido grandes cantidades de dinero en adquirirlos, generando enormes presiones en los mercados. Los inversionistas llegaron a ser cada vez más escépticos sobre el respaldo de sus valores, generando una ola de ventas, lo que llevó sus precios a mínimos. En la medida en que la información sobre los tenedores de estos activos se hizo pública los mercados financieros reaccionaron súbitamente a la baja.

Como consecuencia de la incertidumbre que imperaba, los bancos llegaron a ser más conservadores para desplegar su liquidez y cuidar la capacidad de sus hojas de

balances, hecho que llevó a restringir las condiciones de crédito en la economía. De esta manera se desataron enormes presiones en los mercados financieros, el escenario económico se enrareció y entonces la crisis hipotecaria se vislumbró como una amenaza posible para el desarrollo de las actividades económicas. Los analistas estaban atentos a los datos económicos que día a día se presentaban sobre la deteriorada salud de la mayor economía del mundo (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2008a).

Imagen 13
Ben Bernanke



Fuente: tomado de www.blows.wsj.com

En septiembre de 2007 el Fed respondió recortando en 50 puntos base su blanco de tasa de fondos federales, la cual pasó de 5.25 a 4.75%, dando un giro a su postura de política monetaria. Esta acción representó el primer recorte después de una larga sucesión de incrementos constantes de 2004 a mediados de 2007, caracterizados por un ciclo de crecimiento constante del producto y una endeble amenaza inflacionaria. Dicho recorte, por su parte, fue el anuncio de una nueva etapa que experimentaría el ciclo económico, caracterizada por el debilitamiento del producto y el empleo. Al primer recorte le siguieron dos más: de 25 puntos base en los meses de octubre y diciembre, respectivamente.

Para enfrentar la incipiente crisis financiera, el Fed tomó una serie de medidas adicionales, las cuales fueron: *i*) inyecciones masivas de capital mediante operaciones de mercado abierto, ajustes a la tasa de descuento y préstamos en garantía, *ii*) establecimiento del programa Term Auction Facility para alentar a los bancos a pedir prestado desde el Fed, con este programa las instituciones bancarias podrían evitar ir a la ventanilla de descuento y hacer ofertas públicas de recursos a el Fed, el principal

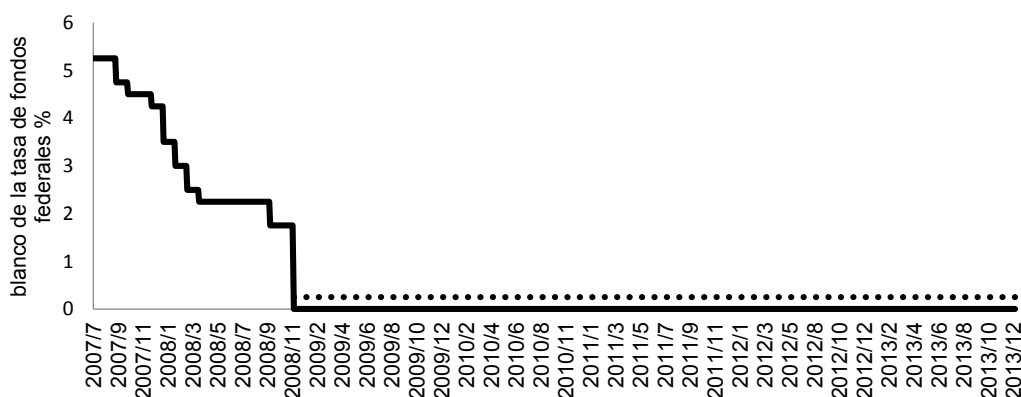
objetivo fue reducir el diferencial de las tasas de préstamo, *iii*) introducción de acuerdos con *swaps* de divisas con bancos centrales extranjeros para satisfacer la demanda de dólares que estos institutos enfrentaban en sus jurisdicciones.

2. El pánico financiero y su contagio a la actividad económica. Hacia los primeros meses de 2008 las condiciones de los mercados financieros se deterioraban rápidamente, imperaba la incertidumbre y alta volatilidad. En respuesta a estas presiones, en enero de 2008 previo a su junta el Fed recortó el blanco para la tasa de fondos federales en 75 puntos base y días después la recortó en 50 puntos más. Para los siguientes meses de marzo y abril el objetivo fue recortado en 50 y 25 puntos base, respectivamente. En este breve lapso de tiempo el blanco de la tasa había sido recortado 225 puntos base, pasando de 4.50 a 2.25%, véase Gráfico 4, evidenciando notablemente el deterioro de la economía, (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2008b).

La debilidad de la economía norteamericana continuó hacia la segunda mitad de 2008. Las instituciones financieras de mayor tamaño seguían teniendo grandes pérdidas, situación que terminó por cimbrar las estructuras de Fannie Mae y Freddie Mac, empresas dominantes y dignas representantes del sector hipotecario, de Bear Stearn Companies, Inc, el mayor banco de inversión y de American International Group, una de las compañías líder en seguros. Ante esta situación el gobierno inyectó a estas firmas cuantiosas sumas de capital como fondos de garantía con el objetivo de evitar su quiebra. Además, facilitó la adquisición de Bear Stearns Companies, Inc por parte de JP Morgan and Co, con estas acciones evitaría el colapso de las empresas nombradas *too big to fail*.

Gráfico 4

Movimientos del blanco de la tasa de fondos federales, 2007-2013



Fuente: elaboración propia con datos de la Board of Governors of the Federal Reserve System (varios años).

En agosto de 2007 ocurrió la devastadora quiebra de Lehman Brothers, de inmediato, el sistema financiero se cimbró, provocando una estrepitosa caída del conjunto de las plazas bursátiles del mundo, producto de la desbordante salida de inversionistas que escépticos de lo que pasaba, buscaban protegerse de un inevitable contagio. El Fed reaccionó bajando la tasa blanco de fondos federales en 50 puntos base en el mes de octubre. Inevitablemente el pánico financiero terminó colapsando los distintos segmentos del mercado financiero. Como un reflejo del enrarecimiento de los mercados, la actividad económica disminuyó aún más hacia finales de 2008. Este hecho generó para muchos analistas el traspaso de la crisis financiera a la actividad económica y marco sin duda, el punto más severo de la crisis (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2009a).

El valor de los activos financieros continuó cayendo y las condiciones crediticias se restringieron aún más. En diciembre de ese año el blanco de la tasa de fondos federales disminuyó nuevamente al terminar en un rango de 0 a 0.25%, anunciándose que permanecería en niveles bajos durante un período prolongado. Producto del pánico, la mayoría de los mercados y las instituciones financieras permanecieron bajo considerable estrés, provocando que los recursos financieros no fluyeran. En respuesta, el Fed, el Tesoro y la Corporación Federal de Seguros de Depósitos pusieron en marcha un conjunto de programas buscando aliviar la aguda escasez de recursos que imperaba en distintos segmentos de la economía.

Los programas son:

- i)* The Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility para apoyar el mercado de papel comercial,
- ii)* The Money Market Investor Funding Facility también para apoyar el financiamiento del mercado de papel comercial que se vio afectado tras la caída de Lehman Brothers,
- iii)* The Term Asset-Backed Securities Loan Facility para estimular los mercados de securitización y el crédito para los consumidores,
- iv)* Agency-Guaranteed Mortgage-Backed Securities que es un programa de recompra de valores de hipotecas garantizados por el gobierno y valores gubernamentales con el fin de aliviar las tensiones en el mercado de la vivienda,
- v)* Ley de Estabilización y Emergencia Económica aprobada por el Congreso, que contemplaba un inyección masiva de recursos mediante la compra de acciones preferentes a las empresas y finalmente,

- vi) Temporary Liquidity Guarantee, bajo el cual se ofrecían garantías a empresas que carecían de éstas, con el propósito de aliviar las trabas para conseguir recursos financieros (*Ibídem*), como lo muestra el Cuadro 1.

Cuadro 1

Programas de inyección de liquidez

En el segundo semestre de 2007
The Term Auction Facility Liquidity Swaps Lines with Foreign Central Banks
En el Segundo semestre de 2008
The Term Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility The Money Market Investor Funding Facility The Term Asset Backed Securities Loan Facility Agency-Garanteed Mortgage-Backed Securities Agency securities Temporary Liquidity Guarantee Program
De finales de 2010 a mediados de 2011
Agency-Garanteed Mortgage-Backed Securities Agency securities Longer-term Treasury securities
De finales de 2011 a finales de 2012
Longer-term Treasury securities Shorter-term Treasury securities
De Septiembre de 2012 a la fecha
Agency-Garanteed Mortgage-Backed Securities Longer-term Treasury securities

Fuente: elaboración propia con información de la Board of Governors of the Federal Reserve System (varios años).

Hacia la segunda mitad de 2009 lo peor del riesgo sistémico había pasado y después de año y medio de caídas en el producto las autoridades anunciaban el repunte de la economía norteamericana. Los mercados bursátiles reaccionaron al alza, la volatilidad financiera había cedido un poco, la confianza de los inversionistas comenzaba a recobrase y los consumidores mostraban menor pesimismo con respecto a meses anteriores. Las autoridades repetían una y otra vez que lo peor de la crisis había pasado. Sin embargo, el desempleo continuó creciendo y alcanzó niveles altos, tasas cercanas al 10%, las más altas desde la década de los ochenta del siglo pasado.

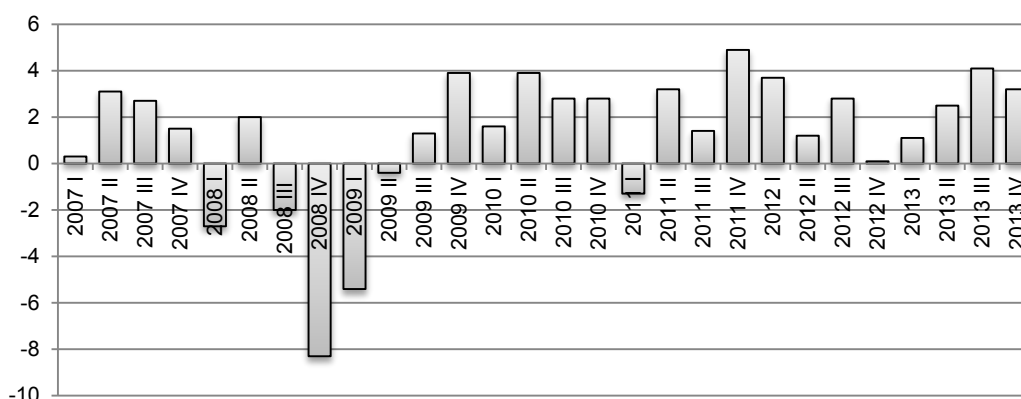
Para generar un estímulo monetario adicional en un contexto en que el blanco de la tasa de fondos federales permanece en un nivel de 0 a 0.25%, por más de cinco años, el Fed implementó una serie de programas de compra de activos de gran escala, por sus siglas en inglés, large-scale asset purchase (LSAP). De finales de 2008 a principios de 2010 el instituto central compró 1.7 trillones de dólares en obligaciones de largo plazo del Tesoro, deuda pública y obligaciones que respaldaban hipotecas en manos del

gobierno, mortgage-backed securities (MBS). De finales de 2010 a mediados de 2011 se implementó nuevamente los LSAP, que involucró compras de 600 billones en obligaciones del Tesoro de largo plazo.

De septiembre de 2011 a finales de 2012 el Fed implementó un programa de extensión de vencimiento bajo el cual se adquirieron 700 billones en obligaciones de largo plazo y se vendieron una cantidad similar de obligaciones de corto plazo. En septiembre y diciembre de 2012 el Fed anuncio compras de MBS y obligaciones del Tesoro de largo plazo en un monto inicial de 40 billones y 45 billones por mes, respectivamente. En el mes de diciembre las compras de MBS se realizaron a un ritmo de 35 billones y de 40 billones para las obligaciones de largo plazo del Tesoro por mes, respectivamente. Esta situación cambio en enero de 2013, los MBS se movieron a una ritmo de 30 billones y las obligaciones de largo plazo del Tesoro a razón de 35 billones por mes, respectivamente. Estas compras se realizaron para presionar a la baja las tasas de interés de largo plazo, apoyar el mercado de hipotecas y generar que las condiciones financieras fueran más acomodaticias de lo que ya eran.

3. Recuperación titubeante y crecimiento económico mediocre. La actividad económica repuntó en la segunda mitad de 2009 y la expansión del producto en los años siguientes se caracterizó por ser débil y vacilante, véase Gráfico 5. En el periodo que va de 2007 a 2013 el crecimiento económico no fue autosostenido, sino que dependió fundamentalmente de estímulos monetarios y en casos excepcionales de apoyos fiscales. A comienzos del segundo semestre de 2009 EU se sumó a los problemas de deuda y estuvo muy cerca de declarar una suspensión de pagos motivada por la falta de acuerdo en el poder legislativo, lo que motivó a Standard & Poor's a rebajar la calificación de su deuda por primera vez en su historia. Esta situación, junto con una revisión a la baja del crecimiento económico de EU y el temor de los inversionistas financieros a una nueva recesión, sacudió nuevamente las plazas financieras de todo el mundo, lo que hizo revivir el fantasma de la quiebra de Lehman Brothers en los mercados financieros.

Gráfico 5
Comportamiento del PIB, 2007 I.—2013 IV.
 –Δ% trimestral–



Fuente: elaboración propia con datos del Bureau of Economic Analysis.

Además, diversos factores restarían fuerza a la ya de por sí débil recuperación económica. En 2010 Grecia, Irlanda, España y Portugal cayeron en una profunda crisis fiscal debido a la abultada deuda que habían acumulado, producto en parte, de sus políticas fiscales contracíclicas. En marzo de 2011 un terremoto y un tsunami golpearon la costa del pacífico de Japón provocando la interrupción en diversas cadenas productivas de aquel país con el resto del mundo, los riesgos de un desastre nuclear y la posibilidad de una recesión sembraron de nueva cuenta el nerviosismo en los mercados financieros mundiales. EU resistió los problemas que atravesó Japón, la crisis fiscal y contingencia bancaria de Europa en el segundo semestre de 2011.

En 2012 la recuperación se hizo lenta y la creación de empleos disminuyó, la tasa de desempleo en enero de ese año fue de 8.2%. Los desórdenes financieros se intensificaron ante la posibilidad de que Grecia saliera de la zona del euro. Asimismo, las enormes pérdidas de los bancos españoles despertaron dudas sobre su sistema financiero. Como respuesta a estas fuertes presiones financieras, el Fed señaló que el blanco de las tasas de fondos federales, que prevalecían en un rango de 0 a 0.25%, se mantendría en esos niveles hasta 2014, debido a que el desempleo se mantenía todavía alto y la inflación estaba por debajo de su blanco de largo plazo, lo que para muchos analistas significaba que los niveles de bajo crecimiento continuarían.

En abril de 2012, Bernanke se dedicó a dar conferencias de prensa inmediatamente después de anunciar la postura de política monetaria del Fed, en ese nuevo espacio de difusión se confirmó lo que los agentes suponían, una permanente debilidad de la economía de EU, durante los años de 2010, 2011, 2012 y una expansión menos

desalentadora en 2013, lo que representó un respiro para las autoridades monetarias. Sin embargo, en la segunda mitad de 2013, la política de comunicación del Fed respecto al momento y el monto del retiro de la liquidez que inyecta mes con mes, generó nerviosismo en el sistema financiero, provocando que algunas monedas se depreciaran bruscamente y disminuyeran los índices accionarios. La inestabilidad financiera retornó en enero de 2014, cuando se supo sobre las afectaciones de las nevadas en EU, la devaluación del peso argentino y los problemas en Turquía y Venezuela.

Yanet Yenen, quien sustituyó a Bernanke al frente del Fed el pasado 5 de febrero de 2014, señaló que esa institución moderaría las compras de activos en la medida en que percibiera señales de mejora, el problema sigue siendo quizá, que las señales no son claras. Suponiendo que la economía diera muestras de mejora en el crecimiento y empleo, el instituto central reduciría el ritmo de compras a mediados de 2014, para posteriormente iniciar con el incremento del blanco de la tasa de fondos federales. El empleo ha respondido lentamente, en enero se ubicó en 6.6% todavía por encima de la meta de largo plazo de la autoridad que está entre 5.2 y 5.8%.

4. Política monetaria no convencional y plan de salida del Fed. Una vez que la tasa de fondos federales alcanzó niveles cercanos a cero, la Fed realizó políticas monetarias no convencionales que se reflejaron en un incremento considerable de su hoja de balance, el cuadro 2 muestra este hecho. En diciembre de 2007 previo a muchos de los eventos del desorden financiero, los activos totales ascendieron a 917 mil millones de dólares, donde el 87% representaban obligaciones del Tesoro. Sus pasivos comprendieron 880 mil millones en notas de la autoridad central y alrededor de 20 mil millones en depósitos mantenidos por las instituciones de depósito en el Fed.

Para 2013, seis años después del estallido de la crisis, los activos totales ascendieron a tres billones 96 mil millones de dólares. El mayor monto de los activos estuvo concentrado en obligaciones del Tesoro con un billón 736 mil millones y el rubro de apoyo a instituciones en situación crítica disminuyó para situarse en mil 483 millones de dólares. Por el lado de los pasivos se registra un total de tres billones 41 mil millones, de los cuales un billón 127 mil millones son notas en circulación del Fed y un billón 668 mil millones de dólares son depósitos mantenidos por las instituciones de depósito, véase Cuadro 2.

Cuadro 2
Principales componentes de la hoja de balance del Fed, 2007-2013
 –millones de dólares–

	31 dic. 2007	31 dic. 2008	30 dic. 2009	28 dic. 2011	20 feb. 2013
Activos totales	917,922	2,240,946	2,237,258	2,928,485	3,096,802
Crédito a instituciones de depósito y <i>dealers</i>	72,620	1,135,120	105,301	42	8
Swaps de liquidez del banco central	0	0	0	99,823	5,192
Crédito a otros participantes del mercado	0	357,867	61,604	9,824	946
Apoyo a instituciones en situación crítica	0	112,839	112,057	34,248	1,483
Obligaciones del Tesoro	740,611	475,921	776,587	1,672,092	1,736,456
Valores gubernamentales	0	19,708	159,879	103,994	74,613
Valores de hipotecas respaldadas por el gobierno	0	0	908,257	837,295	1,032,712
Pasivos totales	881,023	2,198,794	2,185,139	2,874,686	3,041,820
Notas en circulación de la FED	791,691	853,168	889,678	1,034,520	1,127,723
Acuerdos de recompra	0	0	70,450	88,674	93,121
Depósitos mantenidos por las instituciones de depósito	20,767	860,000	1,025,271	1,569,267	1,668,383
Cuenta general del Tesoro	16,120	106,123	149,819	91,418	40,703
Cuenta de financiamiento complementaria del Tesoro	0	259,325	5,001	0	0
Capital total	36,899	42,152	52,119	53,799	54,982

Fuente: elaboración propia con información de la Board of Governors of the Federal Reserve System (varios años).

Como se observa, con el desarrollo de la crisis, las acciones no tradicionales de política monetaria empleadas por las autoridades resultaron en una considerable expansión de la hoja de balance del Fed, situación que prevalece a la fecha aunque con cambios en la composición en su balance respecto a 2007. Para muchos analistas, esta situación representa una fuente potencial de inflación para la economía, Bernanke (2009) quien rechaza es escenario, presentó oportunamente “la estrategia de salida”, que consiste en un conjunto de medidas para restringir la liquidez en el momento en que la autoridad lo considere la amenaza de la inflación, estas medidas son:

- i) La Fed podría drenar las reservas bancarias y reducir el exceso de liquidez de las instituciones mediante acuerdos de recompra a gran escala con los participantes de los mercados financieros, incluyendo bancos, empresas y otras instituciones,
- ii) El Tesoro podría vender notas y depositaría lo correspondiente en el Fed una vez que los compradores hayan pagado por los valores. Esta acción provocaría un incremento de la cuenta del Tesoro en el instituto central,
- iii) Mediante un pago de intereses a las reservas bancarias mantenidas en el Fed, el instituto central puede ofrecer cuentas de depósito a los bancos semejante a los certificados de depósito que los bancos ofrecen a sus clientes y

iv) El Fed podría reducir las reservas bancarias vendiendo una porción de sus tenencias de largo plazo en el mercado (Bernanke, 2009).

5. La política fiscal del gobierno y los programas de apoyos. Junto a las acciones de la política monetaria, comandados por el FED, el Ejecutivo Federal y el Poder Legislativo pusieron en marcha un conjunto de programas fiscales para contener el severo contagio de la crisis financiera a la economía real, lo cual se materializó en una serie de medidas, tales como: *i)* una devolución de impuestos en 2008, *ii)* la ley para la Recuperación Estadounidense y la Reinversión en 2009 (ARRA, por sus siglas en inglés) *iii)* un programa de estímulos fiscales para la compra de autos en 2009 y 2010, *iv)* un programa de apoyos fiscales para la vivienda en 2010 y *v)* un programa de ampliación de beneficios de los seguros contra el desempleo (Blinder y Zandi, 2010).

Todos estos programas tuvieron un costo fiscal de cerca de un trillón de dólares lo que representó alrededor del 7 % del PIB. Únicamente el ARRA significó en 2009 y 2010 un costo fiscal del 3% del PIB. Si se compara con la Gran Depresión en 1934, el año de mayor gasto fiscal, el esfuerzo fue de 1.5% del PIB. Sin lugar a dudas, en la crisis el ARRA fue la estrella de la corona en materia fiscal por sus amplios programas y por el monto que implicó para el erario (Romer, 2009). El ARRA contempló un amplio plan de gastos y de ingresos por un monto de 830 billones de dólares para la economía de EU. Los programas fiscales del ARRA incluyeron lo siguiente:

- a)* La provisión de fondos a los estados y las localidades mediante gastos federales a programas de salud bajo Medicaid, educación y proyectos de transporte principalmente,
- b)* El apoyo a gente con dificultades mediante los beneficios de los seguros contra el desempleo e incremento a los beneficios de los programas de alimentación bajo el Supplemental Nutrition Assistance Program,
- c)* La compra de bienes y servicios mediante la infraestructura y otras formas de inversión,
- d)* La provisión de beneficios fiscales temporales para las familias y las empresas mediante el incremento de las excepciones fiscales, créditos fiscales y deducciones por depreciación para el equipamiento de las empresas,

La Oficina de Presupuesto del Congreso estimó el impacto del ARRA en el producto y en desempleo, resalta que el programa fiscal tuvo su mayor impacto en el producto, el cual aumentó entre 0.7 y 4.1% en 2010 y entre 0.4 y 2.3% , para después descender en los años siguientes; el impacto del programa en la tasa de desempleo tuvo su mejor

momento en los mismos años, por su parte, la tasa de desempleo bajó entre 0.4 y 1.8% en 2010 y entre 0.2 y 1.4% en 2011 y después se diluyó; el número de personas empleadas subió de entre 0.7 y 3.3 y entre 0.5 y 2.6 millones de personas para 2010 y 2011, respectivamente; para el caso del número de trabajos de tiempo completo, éstos se incrementaron entre 0.9 y 4.7 y entre 0.6 y 3.6 para los mismos años. El mayor impacto del ARRA en el producto y el empleo se presentó en los dos años que siguieron a la aplicación del programa y después descendió una vez que se diluyeron los apoyos fiscales, véase Cuadro 3.

Cuadro 3
Impactos macroeconómicos estimados del ARRA de 2009 a 2013

año	PIB real (porcentaje)		tasa de desempleo (puntos porcentuales)		personas empleadas (millones de personas)		empleos tiempo completo (millones de empleos)	
	baja	alta	baja	alta	baja	alta	baja	alta
	estimación	estimación	estimación	estimación	estimación	estimación	estimación	estimación
2009	0.4	1.8	-0.1	-0.5	0.2	0.9	0.3	1.3
2010	0.7	4.1	-0.4	-1.8	0.7	3.3	0.9	4.7
2011	0.4	2.3	-0.2	-1.4	0.5	2.6	0.6	3.6
2012	0.1	0.8	-0.1	-0.6	0.2	1.1	0.2	1.3
2013	0.1	0.4	0.0	-0.3	0.1	0.5	0.1	0.5

Fuente: tomado de Congressional Budget Office (2013).

B. La hipótesis de la Gran Desviación

Para ubicar la discusión sobre el origen de la crisis en Estados Unidos, se presenta la tesis central de John Taylor (2009) sustentante de la Hipótesis de la Gran Desviación, que señala que un conjunto de posturas de política monetaria erróneas por parte de la Fed generaron la crisis. Los principales elementos de este planteamiento son los siguientes. De acuerdo a Taylor la crisis económica se gestó años atrás, en el periodo de 2002 a 2005 cuando las decisiones de política de la Reserva Federal, en términos de su blanco de la tasa de fondos federales, que es el instrumento de señalización de la política monetaria de la Fed, estuvo muy por debajo de lo que recomendaba la Regla de Taylor.

Figura 14
John B. Taylor



Fuente: tomado de www.leighbureau.com

La postura monetaria excesivamente relajada durante estos años, aceleró el bum en el sector vivienda, lo que generó fuertes presiones financieras en los Estados Unidos y otros países, para después estallar y generar la crisis. Esta situación provocó que decisiones sobre bajas tasas de interés en los Estados Unidos influyeran en disminuciones en las tasas de diversos países, lo que representó una interacción global entre bancos centrales que generó tasas de interés más bajas de las que deberían haber sido. Aquellos países que más se desviaron de la Regla de Taylor experimentaron con mayor fuerza el dinamismo en su sector vivienda. De tal forma que se puede establecerse una relación entre el tamaño de la desviación de la regla y el bum hipotecario experimentado.

Durante el periodo en que las tasas de interés fueron más bajas de lo que dictaba la regla, el número de hipotecas creció, porque hizo muy atractivo pedir prestado, atrayendo a más y más familias al mercado de la vivienda, empujando con esto los precios de las casas. Por el otro lado, bajas tasas de interés y precios de las viviendas a la alza, atraían cada vez más inversionistas, alentando la toma de riesgos, sin que nada que lo detuviera. Como parte de una política de estado, encabezada por las instituciones Fannie Mac y Freddie Mac, se apoyó a las familias de bajos ingresos para adquirir un crédito.

Los inversionistas del sector vivienda fueron más allá y comenzaron a otorgar créditos a familias de bajos ingresos con créditos a tasa variables. Estos contratos lograron ser bursatilizados mediante instrumentos altamente complejos, prometiendo altos

rendimientos para sus tenedores. Las agencias calificadoras desestimaron el riesgo de estas obligaciones debido a la ausencia de competencia, poca responsabilidad y dificultad de evaluar el riesgo debido a su complejidad. Finalmente, estos activos respaldados por hipotecas de bajo costo, detonaron la crisis en el sector de la vivienda y posteriormente la crisis financiera (*Ibíd.*).

Una vez que estalló la crisis financiera, las autoridades diagnosticaron problemas de liquidez, cuando en realidad se trataba de riesgo de contraparte. Si el problema fue falta de liquidez, proporcionar ésta a través de agilizar los préstamos en la ventanilla de descuento, operando nuevas ventanillas o facilidades pudo ser apropiado. Pero si la cuestión era riesgo de contraparte, entonces una atención directa sobre la calidad y transparencia de las hojas de balance de los bancos era conveniente. Esto requería más transparencia, tratar directamente con el creciente número de hipotecas sin pagar o buscar atraer más capital hacia los bancos u otras instituciones financieras.

Sin embargo, la confusión financiera en los mercados interbancarios no se debió a un problema de liquidez o del tipo que podrían ser resueltos mediante herramientas de liquidez del banco central. Por el contrario, se debió a una cuestión de riesgo de contraparte, la cual estaba ligada a las causas que la crisis financiera. Sin embargo, este no fue el diagnóstico que condujo las políticas económicas durante la crisis. Como consecuencia la crisis financiera continuó. El TAF no funcionó porque no logró *i)* disminuir el spreads en el mercado de dinero, *ii)* incrementar el flujo de crédito y *iii)* bajar las tasas de interés.

Otra respuesta de política que no funcionó fue la Ley de Estímulos económicos, aprobada en enero de 2008. La mayor parte de este paquete consistió en enviar cheques totalizando más de 100 billones de dólares para individuos y familias en los Estados Unidos. La razón fundamental fue que ellos tendrían más para gastar e impulsarían el consumo y la economía en su conjunto. Esta política no funcionó porque no estaba enfocada en el origen de la crisis. Otra respuesta equivocada fue la drástica reducción en la tasa de fondos federales durante el primer semestre de 2008. El objetivo paso de 5.25 a 2% de abril a agosto de 2008, lo que generó una brusca depreciación del dólar y un enorme incremento en los precios del petróleo y otros *comodities* golpeando a la economía y prolongando la crisis.

La crisis se prolongó por más de un año y después empeoró. El anuncio del programa de alivio de activos en problemas por 700 billones de dólares fue mal recibido por los

participantes del mercado financiero debido a que, pensaban que las condiciones económicas estaban mucho peor de lo que pensaban, les generaban desconfianza las acciones del gobierno para apoyar a la economía y el programa carecía de claridad sobre sus operaciones. El desconocimiento sobre los procedimientos y criterios del gobierno para intervenir empresas estuvieron presentes todo el tiempo.

No se hicieron claras las reglas para intervenir empresas como Bears Stearns y American International Group y no intervenir Lehman Brothers. La ausencia de predictibilidad sobre las políticas de intervención de la Fed y del Tesoro empeoró la crisis en septiembre de 2008.

C. Enfoques institucionales sobre la crisis de 2008 a 2009

1. La perspectiva de la dupla Greenspan—Khon

De acuerdo a Greenspan (2007) la crisis que puso fin al periodo de la Gran Moderación en 2007 tuvo sus orígenes a finales de la década de los ochentas, cuando la Guerra Fría llegó a su fin y los países del bloque socialista emprendieron su transformación hacia economías de libre mercado. El espectro de la economía capitalista creció con la incorporación de las antiguas economías centralizadas, lo que generó que el mundo capitalista y el mercado mundial se expandieran. Un conjunto de países en desarrollo tuvieron un despegue económico exitoso que en pocos años hizo que su nivel de crecimiento duplicará con mucho el crecimiento de los países desarrollados. En particular China replicó el modelo exportador de los tigres asiáticos con mucho éxito.

Este grupo de países en desarrollo basó su crecimiento en la educación, en la atracción de tecnología del primer mundo, en el crecimiento de las exportaciones, en el incremento constante de la productividad, en el estado de derecho y aprovechó sus salarios bajos para competir internacionalmente. La globalización desató nuevas fuerzas que impulsaron con mucho vigor la competencia mundial. La generación e incorporación de nueva tecnología en las empresas y el gobierno disminuyó considerablemente los costos de los procesos productos y de los bienes y servicios finales. Las expectativas de los agentes sobre la inflación disminuyeron considerablemente en prácticamente todo el mundo, expectativas que están muy ligadas a las tasas de interés globales.

Sin embargo, el consumo en el mundo en desarrollo se rezagó respecto a la explosión que el ingreso experimentó en considerables segmentos de la población del mundo en desarrollo con este éxito económico y como consecuencia la tasa de ahorro en estos países se incrementó a niveles significativos, alcanzó el 24% del PIB en 1999 y 33% en 2006. El crecimiento del producto en términos reales para el mundo en desarrollo fue el doble respecto al mundo desarrollado.

Como consecuencia, el ahorro mundial rebasó con mucho la inversión global, de acuerdo a Greenspan las intenciones globales de ahorro habían excedido con mucho, las intenciones globales de inversión y con la natural puesta en marcha de las fuerzas de mercado, la tasa de interés global comenzó a caer desde principios de la década de los noventa, el mundo vivió esto con más fuerza a principios de siglo XX, donde dinero abundante y a bajo costo fue una característica en casi todas las partes del mundo.

Estas bajas tasas de interés engendraron con mayor fuerza la esfera especulativa y son para Greenspan el corazón de la crisis de hipotecas que vivió no solo EU, sino diversos países que gozaron de un dinamismo en su sector de la vivienda. Para Greenspan las tasas de interés que condujeron al auge de la vivienda no fueron las de los fondos federales de la Fed sino las tasas fijas de largo plazo de las hipotecas. Como se señaló en el capítulo IV, que refiere a la actuación de Greenspan en la Gran Moderación, el Fed inicio en 2000 un ciclo de relajamiento monetario para atender la desaceleración del producto, sin embargo, conforme transcurrieron los años, el Fed enfatizó en disminuir el costo del dinero hasta llevarlo a 1% a mediados de 2003, por la preocupación que tenían de que EU cayera en una deflación con consecuencias devastadoras para la economía.

EU había enfrentado los escándalos de corrupción en 2000 y los severos ataques terroristas de 2001, para 2003 la Fed de Greenspan estaba preocupado por la amenaza de una deflación y tenía como ejemplo más cercano a Japón que había tardado 10 años en salir de ésta. Fue hasta mediados de 2004 cuando el banco central en EU comenzó a apretar las condiciones de liquidez de la economía, inició un nuevo ciclo pero de endurecimiento monetario que enfriara la economía y los precios de las casas que estaban creciendo aceleradamente, incentivados por la fuerte demanda de casas en EU. Cuando el Fed comenzó a incrementar las tasa de fondos federales que es de corto plazo, las tasas de interés de largo plazo no las siguieron, se observó un desacoplamiento de la curva de tasas de interés de largo plazo respecto a las de corto plazo.

Los expertos esperaban que las tasas de interés de largo plazo incluyendo las tasas de las hipotecas crecieran como normalmente lo hacían ante un endurecimiento de la política monetaria, las tasas de largo plazo solo comenzaron a moverse al alza el siguiente año, 2005. Siguiendo con el autor, las tasas de interés de corto plazo de EU y las tasas de interés hipotecarias habían permanecido unidas por décadas, entre 1971 y 2002 la correlación entre éstas era de 0.85%, posteriormente entre 2002 y 2005 la correlación entre éstas disminuyó a prácticamente a 0%.

Para Greenspan la política monetaria que prevaleció entre 2002 y 2004 –que se caracterizó por ser extremadamente laxa– se explica por la preocupación que tuvo la Fed en su momento sobre la posibilidad de que EU enfrentara una deflación, pero una vez que riesgo sobre un producto extremadamente débil paso, el Fed inicio a apretar su política monetaria, incrementando la tasa de fondos federales, sin embargo, las tasas de largo plazo que son el referente de las tasas de interés hipotecarias no la siguieron. En opinión de Greenspan la Fed se enfrentó a fuerzas globales superiores a la política monetaria doméstica.

Respecto al señalamiento que oportunamente hizo Taylor (2009) sobre la responsabilidad de la Fed en el origen de la crisis, Greenspan, se refiere a él como “...John Taylor, con quien rara vez estoy en desacuerdo” (Greenspan, 2009) y señala que la Fed había mantenido la tasa de interés de corto plazo por debajo de lo que marcaba la regla de Taylor porque así lo creyó conveniente la Fed ante la problemática económica que enfrentaba EU, respecto a la regla de Taylor, Greenspan señala que ésta es útil para mostrar el camino de la política monetaria, sin embargo, sus parámetros y predicciones que derivan de modelos han sido incapaces de mostrar el inicio de recesiones o crisis financieras y económicas, por lo tanto herramientas como la regla de Taylor, no pueden formar la parte dura del análisis y de la toma de decisiones de la política monetaria del Fed.

Siguiendo con Greenspan, una característica del campo de la política monetaria es la incertidumbre, en la cual la distribución de probabilidad de los resultados es desconocida. En la práctica no se sabe qué tipo de incertidumbre está enfrentando el banquero central en tiempo real, como una consecuencia, la conducción de la política monetaria en EU ha involucrado en su parte dura, elementos de la administración de riesgos, enfoque que enfatiza en el conocimiento y evaluación de diversas fuentes de riesgos que los *policymakers* enfrentan, cuantificando aquellos riesgos cuando sea posible y valorando los costos asociados con cada uno de los riesgos. Bajo esta óptica

se considera que el enfoque de administración de riesgos es superior a los modelos econométricos, en el cual se inscribe la regla de Taylor, que utilizan parámetros fijos.

La era Greenspan contó regularmente con el apoyo de Donald Lewis Kohn quien fungió como vicepresidente de la Junta de Gobernadores y actuó en la práctica como el principal asesor y operador de la gestión de Alan Greenspan al frente de la Fed. Kohn fue la mano derecha de Greenspan en la conducción de la política monetaria de EU, su aportación fue tal que Ben Bernanke resaltó que la Reserva Federal y EU le deben una gratitud tremenda por su invaluable contribución. Por tal motivo, el análisis de Khon complementa la explicación dada por Greenspan respecto a la crisis.

De acuerdo a Khon (2010) aunque las tasas de interés de corto plazo en niveles bajos probablemente hayan apoyado la demanda de vivienda y los precios de las casas por un determinado periodo, la disminución en el costo del dinero ayudó a contrarrestar la desaceleración económica y a mitigar el desempleo, pero el poder de la política monetaria para acelerar la especulación en un sector de la economía no es tan clara. Los estudios que han tratado de medir la contribución de la política monetaria en el crecimiento de los precios de las casas en el periodo previo a la crisis han encontrado dificultades, a esto se suma el débil conocimiento con que se cuenta sobre el canal de transmisión entre las tasas de interés de la economía y los precios de las casas.

Figura 15
Donald L. Kohn



Fuente: tomado de www.boaoreview.org

Igualmente, si la política monetaria acomodaticia alentó la demanda por las viviendas y los precios de éstas en 2003, por qué cuando la tasa de los fondos federales comenzó

a subir estos elementos no cedieron, siguiendo con el autor, un endurecimiento debería haber limitado a las familias su deseo por los préstamos y en consecuencia a limitar la subida de los precios de las casas. Asimismo, el grueso de las hipotecas de bajo costo fueron realizados después de que las tasas de interés se ubicaron en niveles estándar, tal asignación de hipotecas refleja serias deficiencias en el funcionamiento de los mercados financieros.

Siguiendo con Khon, se debe considerar también que el alza primero y el declive de los precios de las viviendas después no fue algo exclusivo de EU, de hecho, algunos países experimentaron mayores oscilaciones en el precio de las viviendas. En el periodo previo a la crisis, en la mayoría de los países los bancos centrales no hicieron demasiado laxa la política monetaria como el Fed y a pesar de esto, gozaron de tasas de interés bajas. Ahora bien, esta baja pronunciada y generalizada en diversas partes del mundo en desarrollo y desarrollado se debió al exceso de ahorro global que predominó con fuerza en los primeros años del siglo XXI.

Algo que son duda potenció la crisis fue la autocomplacencia. Con el comienzo de la Gran Moderación, en la década de los ochenta del siglo pasado, las familias y las firmas en EU y en otras partes del mundo habían disfrutado de un largo periodo de volatilidad reducida del producto e inflación baja y estable. Estas condiciones de calma probablemente contribuyeron a que muchos agentes privados dejaran de ser prudentes y subestimar los riesgos de sus acciones asociados con sus acciones. Siguiendo con el autor, mientras no haya consenso sobre las causas de la Gran Moderación, muchos analistas consideran que ésta fue un factor decisivo, si esto es así, el banco central probablemente haya contribuido a la crisis accidentalmente.

Sin embargo, una política monetaria más restrictiva por parte del Fed podría haber revertido las condiciones financieras y crediticias en los años previos a la crisis y haber limitado esta autocomplacencia. De acuerdo a Khon, es difícil que esto hubiera sucedido, debido a que los bancos centrales podrían probablemente haber producido recesiones para forzar a los agentes a re-evaluar el costo de tomar riesgo. En su opinión, en lugar de usar la política monetaria que es una herramienta sin éxito para limitar la prudencia, se debe analizar el uso de la regulación y supervisión prudencial para el sobre-apalancamiento y otros comportamientos riesgosos.

2. La perspectiva de la dupla Bernanke—Mishkin

Ben Bernanke sucedió a Greenspan en 2006 al frente del Fed en un contexto de creciente inestabilidad financiera y zozobra económica por el reciente pinchazo de la burbuja hipotecaria que puso fin al crecimiento del sector de la vivienda en EU. Bernanke se convirtió en el décimo tercer presidente del Fed, con una robusta trayectoria en el ámbito académico, por sus investigaciones económicas, particularmente las monetarias que promueven en todo el mundo el enfoque *inflation targeting*, que puede ser entendido entre los expertos como una especie de “discrecionalidad acotada”, en la gestión monetaria, reconocido también por sus estudios sobre la actuación de la Fed en la Gran Depresión⁹.

Bernanke fue nombrado por el presidente republicano George Bush en 2006 y ratificado para un Segundo período por el presidente demócrata Barack Obama en 2009. Bernanke no fue ajeno a las grandes decisiones que tomó Greenspan en el periodo previo a la crisis, de hecho colaboró, porque fue miembro de 2002 a 2005 del Comité de Política Monetaria de la Fed, teniendo el cargo de Gobernador. Desde su arribo al Fed ha sido un ferviente impulsor de que el banco central adopte en los hechos el enfoque inflación targeting, entre las características destaca el uso de un blanco de inflación explícito. Sin embargo, ha encontrado muchas resistencias por parte de algunos miembros en el Fed para su implementación.

La explicación de Bernanke (2009) sobre el origen de la crisis coincide con lo que planteó Greenspan respecto a que ésta tiene sus orígenes en la ola global de ahorro que se presentó notoriamente en la década de los ochenta en los países desarrollados y con mayor fuerza en EU induciendo cambios sustanciales en los mercados de crédito. De acuerdo a él, el monto de ahorro externo que ingreso a EU osciló en 1.5% del PIB en 1995 y pasó a 6% en 2006, para 2008 la cantidad era de alrededor de 285 billones de dólares. Los mayores montos de ahorro global que entraron a EU indujeron bajas en

⁹ En un discurso que realizó Bernanke (2002) como miembro de la Junta de Gobernadores de la Fed, con motivo del noventa aniversario de Milton Friedman, Bernanke declaró “Respecto a la Gran Depresión, Ustedes [Milton Friedman y Anna Schwartz] están en lo cierto, Nosotros hicimos esto. Pedimos perdón, pero gracias a ustedes esto no se repertirá nuevamente”, Bernanke reconoció que la Fed se había equivocado en la Gran Depresión.

los rendimientos tradicionales de corto plazo, principalmente en los títulos del Tesoro, generando que los inversionistas desarrollaran otras inversiones más rentables.

Para el autor, el ingreso de este ahorro externo pudo ser benéfico para el país si se hubieran invertido bien los flujos, sin embargo, ésto no sucedió. Las instituciones financieras reaccionaron con una competencia muy agresiva a esta plétora de capital, haciendo que el crédito para las familias y las empresas fuera muy barato y fácil de acceder a éste. El auge del crédito alimentó el dinamismo del sector de la vivienda, desatando un *boom* hipotecario, pero muchos de estos préstamos se realizaron en condiciones inadecuadas o adversas para el prestamista, que incluyó en muchos casos, poco o nulo anticipo para aquellos que deseaban una vivienda. Además los reguladores no previeron estas malas prácticas, debido en parte a que muchos de los préstamos con deficiencias fueron realizados por instituciones que estaban sujetas a una nula o poca regulación en el ámbito federal.

En esta búsqueda de rentabilidad, las instituciones financieras desarrollaron nuevos instrumentos de inversión, los cuales se caracterizaron por su forma compleja y su difícil entendimiento. Estos nuevos activos implicaron nuevas formas de riesgo que ni los inversionistas ni las instituciones financieras que los diseñaron fueron capaces de calcular con certeza el riesgo que conllevaban. Para Bernanke (2009b) la crisis tuvo como epicentro la debacle del ciclo hipotecario en EU y el riesgo asociado en la morosidad de las hipotecas de bajo costo, las cuales impusieron pérdidas substanciales sobre muchas instituciones financieras, lo que sacudió sacudiendo la confianza de los inversionistas en todos los mercados de crédito.

La actuación de la Fed para enfrentar el desarrollo de la crisis fue objeto de muchas críticas, entre éstas destaca la formulada por Taylor (2009) quien sostiene que la Fed generó un entorno de enorme certidumbre cuando se dedicó junto con el Tesoro a salvar instituciones financieras, pero quizá el peor daño que engendró fue cuando salvo a algunas de las firmas más grandes de EU tales como el banco de inversión Bear Stearns y la compañía aseguradora American International Group o AIG y dejó caer a Lehman Brothers, el cuarto mayor banco de inversión en EU, el público desconoció quien sobreviviría y quien no, ante las acciones meramente discrecionales por parte de la Fed.

La postura de Bernanke (2009) al respecto es que, como regla general toda aquella firma que no puede cumplir sus obligaciones debería enfrentar las consecuencias como desaparecer, pero las circunstancias de la crisis fueron extraordinarias y diferentes.

Instituciones financieras grandes y complejas están conectadas con otras firmas y mercados y AIG estaba mayormente relacionada con otras. Por ejemplo, AIG había asegurado muchos billones de dólares de préstamos y activos mantenidos por bancos alrededor del mundo y su caída hubiera dejado aquellos contratos sin valor, generando grandes pérdidas al sistema bancario global y quizá al sistema financiero global.

En septiembre de 2008 AIG enfrentaba presiones que lo conducían a la bancarrota, en aquel momento las amenazas sobre el sistema financiero global eran considerables y extremas y la confianza de los participantes del sistema financiero se deterioraban rápidamente. El banco de inversión Lehman Brothers se había declarado en bancarrota un día antes y el gigante de las hipotecas Fannie Mae y Freddie Mac, después de sufrir pérdidas que amenazaban su solvencia, habían sido apuntalados por el gobierno dos semanas antes. Además la quiebra de Lehman brothers un día antes, el cual la Fed y el Tesoro trataron de prevenir sin éxito, alteró los mercados del crédito con consecuencias para la economía mundial.

Siguiendo con el autor, el Fed y el Tesoro llegaron a estar muy preocupados sobre la estabilidad de otras instituciones financieras. La experiencia de la historia señala que una vez que comienza un pánico financiero global, éste puede expandirse rápidamente. La quiebra de AIG podría haber conducido a un mayor declive en el sistema bancario global. En consecuencia la Fed con el apoyo del Tesoro hizo un préstamo a AIG para evitar su quiebra. En palabras de Bernanke “prevenir la quiebra de AIG fue la mejor de las muy malas opciones disponibles”. Sin embargo, la gente considera esta acción injusta ante la quiebra de miles de pequeños negocios (Greenspan, 2009).

Los trabajos de investigación de Frederic S. Mishkin complementan y refuerzan la explicación dada por Bernanke. Mishkin es figura notable en el mundo financiero en EU y el mundo. Es un economista estadounidense y profesor en distintas universidades que se ha destacado por su labor académica, de investigación y como funcionario en la Fed. Mishkin ha sido un cercano colaborador de Bernanke, juntos escribieron el afamado paper *inflation targeting: a new framework for monetary policy?*, como alto funcionario en la Fed participó como vicepresidente ejecutivo, director de investigación en el banco de la Fed de Nueva York y economista del Comité Federal del Mercado Abierto (FOMC) y miembro de la Junta de Gobernadores de la Fed.

Figura 16
Frederic S. Mishkin



Fuente: tomado de www.balder.org

Para Mishkin (2010) la crisis se debió a una burbuja en el sector hipotecario alimentada por un auge en el sector de la vivienda en EU que se nutrió de un incremento sustancial del crédito, el estallamiento de la burbuja hipotecaria generó pérdidas en un segmento del sistema financiero. La crisis financiera empeoró con la caída del Lehman Brothers, el colapso de American International Group (AIG), corridas bancarias en el sistema bancario sombra de EU y la incertidumbre por la difícil negociación de un programa de asistencia para las instituciones con problemas. Una crisis hipotecaria, se convirtió en una crisis financiera que terminó contagiando el desempeño de la economía real.

La fuerte demanda por viviendas aceleró el precio de las casas, el cual tuvo su punto máximo en 2005, de ahí comenzó el declive y los problemas para el sector de la vivienda. Los activos financieros respaldados por hipotecas experimentaron pérdidas de forma creciente, las cuales rondaban los 500 billones de dólares en 2008. De acuerdo al autor, el problema radicaba en que las instituciones tenían pasivos de corto plazo ligados a activos respaldados por hipotecas que actuaban como colaterales, en la medida en que el valor de estos colaterales disminuyó, su valor futuro fue incierto y soportaban menos préstamos, generando una oleada masiva de ventas, lo que aceleraba la caída de su valor.

La oleada masiva de títulos que estaban respaldados por hipotecas alentó un desorden financiero, reducción del crédito en el sector de la construcción y disminución aún mayor del precio de las viviendas. La incertidumbre financiera se evidenció en el diferencial de tasas de interés LIBOR y títulos del Tesoro a 3 meses. El crédito de corto plazo

prácticamente se secó, ante la falta de financiamiento el banco de inversión Bear Stearn colapsó en marzo de 2008, en respuesta la Fed arregló su compra por J.P. Morgan y se hizo cargo de 30 billones de activos de mala calidad que tenía Bear Stearn.

La incertidumbre y la sequía de crédito en el sistema financiero continuó y alcanzó al banco de inversión Lehman Brothers que tenía un valor de mercado de 600 billones de dólares y contaba con 25 mil empleados, lo que se considera como la quiebra más grande en la historia de EU. A esto siguieron los problemas en AIG y el rescate por parte del Fed de esta institución y las corridas financieras del Reserve Primary Fund. Sobre las críticas del por qué no se salvó a Lehman Brothers, el autor señala que el gobierno no podía rescatar a éste, lo que si podía hacer y de hecho lo hizo su arreglar una compra por Barclays, sin embargo, los reguladores bancarios británicos fueron escépticos y el Fed se negó tener más activos malos en su hoja de balance.

El contagio a la economía fue inevitable. La recesión había comenzado en diciembre de 2007 y llegó a ser la peor contracción en EU desde la segunda guerra mundial. En el cuarto trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2009 el producto real cayó a una tasa anual de 5.4 y 6.4%, respectivamente. La tasa de desempleo llegó a 10% en octubre de 2009. La recesión se expandió a todo el mundo. En el cuarto trimestre de 2008 y primer trimestre de 2009, el producto mundial disminuyó a una tasa anual de 6.4 y 7.3%, respectivamente (Mishkin, 2010).

La respuesta de la autoridad, de acuerdo a Mishkin fue de una forma sin precedente mediante: acciones monetarias convencionales y no convencionales, pruebas de estrés bancarias, rescate de algunas instituciones financieras y acciones de política fiscal. Ahora bien, la efectividad o no de estas acciones es parte de un intenso debate, para algunos estas políticas fueron inefectivas, incluso algunas de estas políticas alentaron el riesgo en el mercado financiero (Taylor, 2009). Para Mishkin (2009) la respuesta debe darse utilizando un contrafactual y cuestionar que hubiera pasado si no se hubieran dado las acciones de la autoridad frente a la crisis, para él las acciones ayudaron a prevenir una recesión más profunda incluso se evitó que EU sufriera una depresión.

3. La perspectiva de Svensson

Si se considera a Mario Draghi, presidente del Banco Central Europeo y sus contrapartes Mark Carney, gobernador del Banco de Inglaterra y Jens Weidmann, presidente del Deutsche Bundesbank, se puede decir que Lars E. O. Svensson es junto con ellos, de los economistas monetarios más influyentes de Europa. Es pionero en el desarrollo del enfoque de blancos de inflación (EBI), el cual es dominante en la mayoría de los bancos centrales del planeta, incluido el Banco de México, enfoque al que se le atribuyen tres décadas de bajos niveles de inflación en el mundo.

Svensson forma parte de la generación de profesionales que revolucionaron la ciencia económica mediante el desarrollo y la incorporación de las expectativas racionales a la teoría económica. Es un hombre con una excelente formación teórica, un amplio historial académico y un exitoso formulador de políticas a nivel internacional. Su carrera como académico comenzó en la Universidad de Estocolmo, Suecia, poco tiempo después de que obtuviera su doctorado en economía en 1996. Impartió cátedra en la Universidad de Princeton, Estados Unidos (EU), hasta 2007, año en el que fue nombrado vicegobernador (*deputy governor*) del Sveriges Riskbank, que es el banco central de Suecia, del cual había sido consejero desde 1990.

Figura 17
Lars E. O. Svensson



Fuente: tomado de www.larsosvensson.se

La interpretación de Svensson sobre la reciente crisis de EU parte de una polémica que mantienen Ben Bernanke y John Taylor, en donde este último acusa a Greenspan y Bernanke –dos ex presidentes del Fed– de ser responsables directos de la crisis. Por su parte, Svensson, tiene algunos puntos de concordancia con Greenspan y otros más

con Bernanke, a quien da su apoyo, pero también tiene elementos propios que lo van a diferenciar del resto de los economistas que se unen a la polémica. De esta manera Svensson (2010a) argumenta que la crisis hipotecaria que estalló en septiembre de 2007 se debió a las condiciones macroeconómicas que prevalecieron durante los años previos a la crisis.

Desde su óptica, el entorno económico previo a la crisis, que pudiera ser calificado como excepcional, se caracterizó por niveles bajos de tasas de interés en los mercados internacionales, resultado de un enorme desequilibrio a nivel mundial entre el ahorro y la inversión y por otra parte, como resultado de la Gran Moderación, período que estuvo caracterizado por un crecimiento prolongado con inflación baja y estable. Estos elementos, generaron condiciones altamente favorables para la inversión, lo que provocó que los agentes económicos subestimaran –de manera sistemática y por un lapso prolongado– una excesiva toma de riesgos en los mercados financieros.

Además, este extenso período que se distinguió por mantener tasas de interés muy bajas no solo en EU sino también en la mayoría de los países de Europa, distorsionó el ambiente de incentivos en el ámbito económico, provocando que los agentes financieros se vieran fuertemente inducidos a incrementar notablemente sus posiciones de riesgo en los diferentes mercados, con particular énfasis en el sector inmobiliario, el cual mostraba tasas de crecimiento elevadas, inducidas por el alza de los precios de las casas en casi todo el mundo. A su vez, otro factor que contribuyó al crecimiento del sector de la vivienda fue una política auspiciada por el gobierno de EU con el propósito de apoyar a las familias de bajos ingresos para adquirir viviendas.

Siguiendo con Svensson, los grandes bancos comerciales y de inversión incrementaron fuertemente sus posiciones de riesgo, sus portafolios de inversión se vieron atraídos por sofisticados instrumentos de inversión que prometían fuertes ganancias, situación que fue posible gracias a la ausencia de una adecuada política de regulación y supervisión que inhibiera esas prácticas por parte de las autoridades. Los responsables de las inversiones habían llegado a negociar una cantidad significativamente alta de recursos a través de estos productos, los cuales estaban respaldados por hipotecas *suprime*. Lo que terminó por dinamitar la fortaleza de las instituciones del sector financiero fue una excesiva toma de riesgos y la ausencia de una regulación y supervisión adecuadas.

Por otro lado, Taylor planteó con oportunidad su controversial hipótesis de la Gran Desviación para explicar la crisis, Svensson por su parte, mantiene una posición de la

crisis un tanto distinta, de acuerdo a él en el periodo comprendido de 2001 a 2005, al que se refiere Taylor precisamente, la Fed mantuvo el blanco de la tasa de fondos federales en un nivel muy bajo debido a que las autoridades tenían un profundo temor de que la economía entrara en un periodo de deflación muy cercano al que padeció Japón en la década de los noventa del siglo pasado. Dado ese escenario, una política monetaria expansionista como la que se adoptó en aquel momento en el país nipón era lo más recomendable. Además, considera que si bien en un análisis retrospectivo el riesgo de deflación aludido fue muy exagerado, saber esto *ex ante* fue imposible, de ahí que las acciones de política monetaria de carácter expansionista tomadas por el Fed durante el período 2001 a 2005 fueran correctas.

Para continuar, el autor señala que el crecimiento del crédito y el auge de la vivienda en EU y en todo el mundo fueron muy poderosos. Factores tales como desequilibrios globales, abundancia de ahorro global y escasez de inversión provocaron tasas de interés reales bajas. Sólo una pequeña porción de incrementos en los precios de las casas puede ser atribuida a la política monetaria. Para reforzar lo anterior, se dice que no existe una relación entre la tasa hipotecaria y los precios de las casas. Más bien, para Svensson lo que incidió sobre el crecimiento del sector de la vivienda fue el desarrollo y uso extendido de complejos instrumentos que potenciaron las hipotecas. Lo anterior fue más importante que el bajo nivel de las tasas de interés de corto plazo.

Desde este punto de vista y con la intención de detener el crecimiento del crédito y el auge de la vivienda, hubiera sido necesario incrementar las tasas de interés, lo cual hubiese causado un daño considerable. Es por ello que tasas de interés más altas de las que prevalecieron antes de la crisis, podrían haber tenido una nula incidencia sobre los problemas regulatorios, los incentivos distorsionados y los problemas de información ya citados. Por el contrario, un incremento de tasas de interés probablemente hubiera empujado a la economía de EU hacia una profunda deflación como la que sufrieron los japoneses y finalmente llevando a la economía a una trampa de liquidez (Svensson, 2010b).

Las aseveraciones de Svensson sobre la conducción de la política monetaria por parte del Fed antes y después de la crisis son resultado de un arduo y viejo trabajo de evaluación que él práctica junto con distinguidos banqueros e institutos centrales. La examinación consistió en analizar si el blanco de la tasa de fondos federales durante el período de 2001 a 2005 fue el principal elemento que generó la crisis y si esta política de tasas bajas hubiera podido contribuir al crecimiento del crédito y a la burbuja de los

precios de las viviendas como señala Taylor. El estudio de Svensson comienza por analizar cómo un banco central es evaluado en la conducción de su política monetaria, lo que desde su punto de vista, de debe tomar en consideración es la información que éste posee *ex ante* y descartar la información *ex post*, ya que ésta es totalmente desconocida por los formuladores de política.

D. Enfoques monetaristas frente a la crisis de 2008 a 2009

1. La perspectiva de Robert Hetzel

Robert Hetzel es sin duda el principal representante hoy en día de la escuela de la cantidad de dinero, mejor conocido como *monetarismo*. Su maestro, Milton Friedman, —considerado por muchos como el economista monetario más influyente del siglo XX— influyó fuertemente en su formación académica¹⁰, y es precisamente Hetzel, quien continua desarrollando estudios económicos apegados más de cerca a las tesis monetaristas que caracterizaron los trabajos de Friedman. Actualmente Hetzel se desempeña como Jefe de Investigación del banco de la Reserva Federal de Richmond, y desde ahí, ha centrado sus baterías para criticar la actuación de Bernanke en su desempeño al frente del Fed y particularmente de su gestión en la crisis.

Figura 17

Robert L. Hetzel



Fuente: tomado de www.federalreservehistory.org

¹⁰ Milton Friedman le dirigió sus tesis de doctorado a Hetzel, él le dedicó su obra “The monetary policy of the Federal Reserve”, sus trabajos sobre economía muestran una fuerte influencia de las tesis monetaristas.

Para Hetzel el origen de la crisis que puso fin a la Gran Moderación no se explica porque el Fed se halla desviado de la regla de política de 2002 a 2004, particularmente de la regla de Taylor y haya mantenido una política monetaria demasiado laxa que engendró un apetito desbocado por toma de riesgos, que alimentó el crecimiento del sector de la vivienda, como lo señala Taylor (2009) al plantear su hipótesis de la Gran Desviación, tampoco la crisis se puede explicar por una plétora de ahorro que sobrepasó de sobre manera las necesidades de inversión a nivel mundial, que hizo que las tasas de interés bajaran, con particular énfasis en EU y que limitará la actuación de la Fed cuando alzó la tasa de interés para enfriar la economía en 2004, como lo argumentan Greenspan (2009), Khon (2010) por un lado y Bernanke (2009), Mishkin (2009 y 2010) por el otro.

De acuerdo a Hetzel (2009) la crisis surgió porque la Fed de Bernanke se desvió de su procedimiento estándar en el verano de 2008, esta desviación impidió que la Fed realizara en este periodo reducciones adicionales de la tasa de fondos federales para que respondiera a un deterioro considerable de la actividad económica y que ante la ausencia de mayores recortes a la tasa, específicamente entre el 30 de abril y el 8 de octubre de 2008, la Fed provocó un choque monetario que agravó la recesión moderada que había comenzado en EU en 2007, motivada por una disminución de la riqueza real de las familias por la caída de los precios de las casas y el alza de los precios de los alimentos y los energéticos experimentados en 2007 y 2008.

Aunque una recesión moderada comenzó en EU a finales de 2007, ésta se intensificó el siguiente año debido a la instrumentación por parte de la Fed de una política monetaria contraccionista. Siguiendo con Hetzel, las acciones que intensificaron la recesión económica de 2007, fueron similares a las acciones emprendidas por el Fed a finales de los sesentas y setentas del siglo XX y que motivaron fases de *stop—go*. El error del Fed fue considerar una política monetaria laxa o relajada cuando la tasa de fondos federales es baja o una restrictiva cuando la tasa es alta. En oposición a esto, el banco central se debió de preocupar por tener un procedimiento consistente, es decir una regla, que hiciera que la tasa de fondos real se igualara a la tasa natural.

Con el choque de precios de energía que comenzó en el verano de 2008, los bancos centrales inicialmente permitieron a la inflación subyacente crecer, lo que disminuyó el ingreso real de las personas. En el verano de 2008, a pesar del deterioro de la actividad económica, La Fed no tuvo voluntad de bajar la tasa de fondos federales debido al temor de que la inflación subyacente excediera a la inflación *core* y ésto terminara incrementando las expectativas inflacionarias. El resultado fue, que la tasa de fondos

federales no disminuyó y ante la caída de la tasa de interés natural, la política monetaria se volvió restrictiva y convirtió una recesión moderada en una recesión mayor.

La recesión se intensificó en el tercer trimestre de 2008, este hecho sugiere de acuerdo a Hetzel, que previo a la destrucción de riqueza significativa producto de la brusca caída en los mercados de valores después de septiembre de 2008, la tasa de fondos real ya excedía la tasa natural. La enorme destrucción de la riqueza después de aquel periodo debe de haber deprimido la tasa de interés natural y hacer a la política monetaria incluso más restrictiva. De esto se deriva que la razón fundamental del declive en la actividad económica en el cuarto trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2009 fue la inercia en la caída en la tasa de fondos federales relativa a un declive en la tasa natural provocada por la continua caída en el ingreso real motivada por la baja en los precios de las casas, los choques inflacionarios de los energéticos y una caída apresurada de los mercados de valores.

En el periodo señalado por Hetzel, los principales bancos centrales del mundo (Inglaterra, Europa y Japón principalmente), a excepción de la Fed, aumentaron sus tasas de referencias para responder a un susto inflacionario provocado en parte por la depreciación del dólar en el primer semestre de 2008, para comenzar a bajarla en octubre de 2008. Este hecho conjunto, desaceleró aún más sus ya débiles economías, por lo que una severa contracción en el producto en esos países comenzó en el segundo semestre de 2008, lo cual se explica por una política monetaria más restrictiva común entre ellos y en menor medida, por un contagio de la recesión por parte de EU. Para el cuarto trimestre de 2008 la recesión era una constante en el mundo.

En el tercer trimestre de 2008 la quiebra del cuarto mayor banco de inversión en EU desplomó los mercados de valores del mundo, lo que generó una sustancial caída en la riqueza financiera de las familias. Los ingresos de las familias disminuyeron 19.9% entre el tercer trimestre de 2007 y el cuarto trimestre de 2008, y tan solo 9% en el cuarto trimestre de 2008. La tasa de desempleo pasó de 5% en abril de 2008 a 8.1% en febrero de 2009, agregando pesimismo a la población. El declive en el ingreso hizo bajar el consumo, lo que desde el punto de vista de Hetzel, sugiere que las personas consideraron que esta baja en el ingreso era permanente¹¹ y éstos factores deben haber producido un declive en la tasa natural.

¹¹ De acuerdo a Hetzel (2009) caídas significativas en la riqueza de las familias habían sucedido en otros momentos, por ejemplo en 1969-1970, 1974-1975 y 2000-2003, sin embargo estas caídas fueron menores y relativamente estables.

Hetzl critica la intervención que realizó el gobierno y el banco central para enfrentar la recesión económica, de acuerdo a él, si el problema de la intensificación de la crisis hubiera sido el mercado financiero, –como lo consideró Bernanke (2009)– entonces la intervención en el mercado de crédito hubiera incrementado la intermediación en los mercados de crédito intervenidos o subsidiados. Aquellos subsidios que otorgó la autoridad hubieran reducido el riesgo agregado a un nivel que el costo total de fondos caería lo suficiente para estimular la inversión, los negocios y el consumo. Sin embargo, esto no sucedió, lo que muestra que la intervención del gobierno y el Fed, atendiendo una disfuncionalidad en el mercado de crédito, fue una estrategia equivocada para incidir en la demanda agregada porque tales intervenciones hacen poco para reducir la incertidumbre del público y el pesimismo sobre el futuro que tiene la población (Hetzl, 2009).

2. La perspectiva de Anna Schwartz

Anna Schwartz inicio estudios de la cantidad de dinero junto con Milton Friedman en la década de los setenta del siglo pasado, sus trabajos se materializaron en la obra ampliamente conocida “*A monetary history of the United States 1867-1960*”, que dio soporte empírico a las tesis monetaristas y que de entre sus conclusiones señalan que la Fed tuvo responsabilidad frente a la crisis que sucedió en 1929 en EU, debido a que se mostró totalmente pasivo durante el pánico bancario del periodo de la Gran Depresión y no desempeñó su papel de prestamista de última instancia para prevenirlo, tres décadas después Bernanke (2002) en un acto público de la Fed les daría la razón. Schwartz colaboró intensamente en la oficina de investigación de la National Bureau of Economic de EU, activa siempre en el ámbito académico, murió en junio de 2012, a sus 97 años.

Figura 18
Anna Schwartz



Fuente: tomado de www.eumed.net

Schwartz (2009) al igual que Taylor (2009) acusa a la Fed de haber provocado la crisis por mantener una política monetaria acomodaticia desde 2001 y comenzar a revertir esta excesiva liquidez de forma muy lenta, además resalta factores que potenciaron la crisis tales como: el rol del gobierno para facilitar hipotecas, sobre todo de bajo costo, instrumentos de inversión sofisticados por parte de las instituciones financieras, la falta de regulación y supervisión de las instituciones financieras y el derrumbe del mercado del crédito para algunos instrumentos de inversión. Con respecto al primer elemento, la autora señala que la política de la Fed fue demasiado acomodaticia por mucho tiempo y solo hasta junio de 2004 comenzó a restringir sus acciones monetarias, para concluir en agosto de 2006 y matiza que los incrementos en la tasa fueron demasiado pequeños y terminaron muy pronto.

Schwartz rechaza el argumento de Greenspan respecto a que ningún banco central podría haber eliminado el auge del precio de los activos, porque de hacerlo la economía se hubiera sumergido en una recesión (Greenspan, 2008) Para ella, este argumento es una falacia, desde su óptica Greenspan no explica porque la Fed no podría haber conducido a una política monetaria menos expansiva de la que la hizo, con tasas de interés más bajas que hicieron la compra y venta de casas una actividad con poco riesgo y estimulara el precio de las casas y continúa, si la política hubiera sido más restrictiva, el auge en el precio de los activos en la vivienda podría haber sido evitado.

El gobierno tuvo un papel activo para impulsar la demanda de casas, mediante el Congreso creó y financió las instituciones gemelas de las hipotecas Fannie Mae y Freddie Mac para fines políticos. Alentó subsidios para que la gente de bajos recursos

adquirieran una casa, sin considerar sin éstos podían hacer frente a sus prestatarios. El Congreso ordenó en 1992 a gemelas de las hipotecas incrementar sus compras en hipotecas. En 1996 se le ordenó que 42% de su cartera fuera de prestamistas de bajos ingresos, 50% en 2000 y 52% en 2005.

Siguiendo con Schwartz, otro elemento que favoreció la aparición de la crisis fue la adopción masiva de instrumentos de inversión sofisticados que no existían. Estos instrumentos tuvieron varias características, entre ellas la más sobresaliente era la dificultad de determinar su precio y el riesgo de impago. Las innovaciones bancarias, en particular la práctica de estos instrumentos sofisticados, volvió a las actividades crediticias de las hipotecas muy complejas, por lo que el riesgo que encerraban estos instrumentos financieros cambio, a tal grado que ni el vendedor ni el comprador entendían el riesgo que el uso de esos instrumentas conllevaban y los valores que estaban respaldados por las hipotecas eran difíciles de determinar.

Además, las instituciones financieras recurrieron a la práctica del empaquetamiento de forma discrecional y arbitraria. Se mezclaron los préstamos hipotecarios de diversas calidades, incluyendo los de bajo costo con papel comercial, préstamos para estudiantes, créditos automotrices y todo tipo de préstamos. Los autores de tal empaquetamiento nunca explicaron como calcular el precio y el riesgo de tales instrumentos para los inversionistas, expusieron que las agencias calificadoras podían hacerlo, sin embargo no fue cierto. Lo peor fue que las autoridades encargadas de regular y supervisar a las instituciones financieras conocieron de la práctica del empaquetamiento y el uso que éstas les estaban dando, pero lo toleraron, dejaron que siguieran estas acciones, con las consecuencias que todos conocen.

Asimismo, el derrumbe del mercado para algunos instrumentos financieros, en particular el mercado que determina el valor de la tasa de interés mediante subasta incidió negativamente en la propagación de la crisis, debido a que se trata del mercado de deuda para quienes buscan fondos de largo plazo, pero con un grado de liquidez de corto plazo, su funcionamiento es vital debido a que se trata de uno de los mercados más líquidos del mundo. Los principales emisores son los gobiernos municipales, hospitales, museos, autoridades que buscan financiamiento. El papel que jugó la Fed en el periodo previo a la crisis es fundamental para entender el fin de la Gran Moderación, otros elementos como el papel del gobierno y de las autoridades encargadas de la regulación y supervisión fueron también determinantes en la propagación de la contingencia económica.

3. La perspectiva de Allan Meltzer

Allan Meltzer es un prestigiado economista monetario que desde temprano difundió las tesis monetaristas de Milton Friedman, destaca por ser un experto en historia monetaria, su máxima obra “*A history of the Federal Reserve*” compuesta por varios tomos que describen la historia monetaria de la Reserva Federal, Meltzer es partidario del uso de reglas de política que restrinjan la discrecionalidad y la concentración de poder que puede ejercer un banco central en la administración del dinero.

Figura 19
Allan Meltzer



Fuente: tomado de www.aei.org

Para Meltzer (2009) al igual que Taylor (2009) y Schwartz (2009) la Fed es responsable de la crisis, para él Greenspan cometió un error debido a que mantuvo las tasas de interés muy bajas por demasiado tiempo, el autor argumenta que Greenspan (2008) estaba equivocado si temía que EU sufriera una deflación. El riesgo de deflación en una economía con déficit presupuestal y depreciación del dólar en una perspectiva de largo plazo es mínima. En cualquier caso, Greenspan pensó que enfrentaba una deflación, así que mantuvo la política monetaria demasiado relajada por mucho tiempo, lo cual fue un error. Sin embargo, aunque la Fed ayudó a estimular un entorno en el cual el crédito fue abundante, la decisión de tomar riesgos recayó en el sector privado.

Otro elemento a considerar es la incertidumbre que generó la Fed en su gestión al frente de la crisis. Siendo Meltzer un experto en historia de la Reserva Federal, argumenta que en más de 100 años, ésta no ha anunciado su política como “prestamista de última

instancia”, sin embargo, la historia muestra que la Fed ha rescatado bancos algunas veces, algunas otras dejó caer instituciones bancarias y algunas veces hizo cosas intermedias. Entonces la ausencia de una política clara genera incertidumbre, particularmente en la gestión de la crisis. En plena crisis financiera, está el caso de Bear Stearns en donde la Fed casi rescató al gigante, pero por el contrario dejó caer a Lehman Brothers, ésto generó incertidumbre para los inversionistas.

Desde el punto vista de Meltzer, si algún inversionista está administrando un portafolio de inversión, cuál será el siguiente paso, el siguiente paso será que la Fed ayude o no ayude a la empresa que está en el portafolio en plena crisis, cómo saberlo. Crear incertidumbre financiera es un error, mismo que necesita ser corregido. Por lo que la Fed necesita definir su política de “prestamista de última instancia”, en opinión de Meltzer, la Fed debe deshacerse de la política “*too big to fail*”, Si un banco es muy grande para caer, pues debe caer. Durante el tiempo que duro la crisis, Meltzer crítico fuertemente la intención del gobierno de querer cambiar la Ley de Quiebras (Bankruptcy Law) para ajustarla a las circunstancias de la crisis.

Como un arduo defensor de las acciones basadas en reglas versus discrecionalidad, Meltzer considera que la reglas deben ser claras para todos y no cambiar por un largo tiempo, los beneficios de una ley de quiebra es que ésta da a las personas de ideas de que ellos pueden esperar en circunstancias difíciles. Si se cambia esto en relación con aquellas circunstancias, se estaría violando la regla de la ley. Asimismo, crítica la actuación del gobierno en el manejo de las empresas gemelas de las hipotecas, entre otros elementos porque permitió anular el anticipo para contratar una hipoteca, lo cual evidencia presiones políticas para poner gente dentro de las casas incluso si ellos no podían pagar la hipoteca.

Epilogo

The new role of the central bank of Mexico

Introduction

The Bank of Mexico (BM) was created in 1925, erecting itself as the central bank of the Mexican state. Its' objective was to reconstruct the national monetary, credit and financial environment and reestablish public confidence in metallic currency and trust in the economy, which was lost due to the War of Revolution. To achieve this it was constituted under the guise of a Single Issuing Bank (Banco Único de Emisión). From the end of the Second World War to the beginning of the 1980's, the main objectives were to channel resources towards production and to finance through primary credit governments looking to expand output and employment. This effort had its pinnacle in the 1970's under populist governments. In the 1990's, with the arrival of the second liberal-leaning Mexican government, the central bank transformed itself, centering its efforts on salvaging the acquisitive power of currency, in other words becoming an inflation fighter.

Undoubtedly the moment which marked the most transcendental change in the management of monetary policy came when article 28 of the constitution was reformed, giving autonomy to the BM, an unthinkable situation 40 years earlier. With these changes, the central institute would focus fundamentally on controlling inflation, it would restrict financing with primary credit and it would obtain autonomy, which is to say the government would not interfere in any way with its' decisions. Beginning in the 2000's, BM began to employ monetary policy not only to stabilize inflation close to targets, but also to observe output behavior. BM initiated two cycles of monetary easing, the first in 2009 –during the worst moment of the crisis– and the second in 2013-2014 –which coincided with the change of government.

This investigation analyzes the new role of the central bank of Mexico to highlight how, in the last six years, specifically in 2009 and in 2013-2014, BM looked to stabilize output close to output potential, which points out that not only is it preoccupied with inflation but also with the weakening of economic activity and the decrease in employment. This suggests that a change has developed in the role of the central bank's monetary actions at least since 1994, when it was granted constitutional autonomy, passing from a pro-cyclic to a counter-cyclic posture. The monetary actions to stabilize the level of prices close to returns corresponds in the last six years with actions to stabilize the output near output potential.

This paper is organized into four parts: the first elucidates the standard analytic framework which sustains the actions of the modern central bank. The second analyzes the structural change of the central bank and the cycle of monetary tightening of 2008. The third referees at the first cycle of monetary easing of 2009 and the fourth the second cycle of monetary easing of 2013-2014. Finally, conclusions are presented at the close of the paper.

A. The analytic framework of modern monetary policy

Economic theory based on the neoclassical synthesis, which had dominated the science of economics since the Second World War, entered into crisis in the 1970's. The theory, supported at the deepest structural levels by the postulates of Keynes, proved incapable of explaining the null economic growth and high inflation experienced by the United States (U.S.) and England, which became known as stagflation. The growing wave in prices could not be stopped by the fiscal and monetary actions of governments. The response came from the Chicago school economists, the monetarists, who offered an

economic analysis strengthened by rigorous quantitative methods, and which began what came to be known around the world as the monetary counter-revolution (Friedman, 1991).

The foremost representative of this group was Milton Friedman, who was awarded the Nobel Prize in Economics in 1976. His seminal work "Inflation and Unemployment" proposed the existence of a natural rate of unemployment in the economy, which was independent of monetary factors and which changed over time in relation only to real factors such as education, inventiveness, frugality and labour market frictions, among others. The presence of this natural unemployment rate of the economy came to revolutionize the study of the science of economics and the form in which fiscal and monetary policies were formulated, because it nullified the stable and long-term trade-off between inflation and unemployment proposed by Solow and Samuelson (1960) years before. What did in fact exist, on the contrary, was a trade-off between those two variables in the short-term always and whenever the variations in the quantity of money were not anticipated by individuals.

The research by economists on the quantity of money –also known as monetarist theory– openly contradicted the objectives which had been pursued by the central bank during the 1970's in diverse parts of the world including Mexico. According to Friedman (1968) monetary policy can only fix nominal interest rates for short periods of time, due to the fact that upward variations in the quantity of money in the economy drives prices, which results in pressuring the rise of nominal interest rates. Moreover, monetary policy can only maintain fixed unemployment rates in the short-term. Inflation, understood as a generalized and sustained increase in all prices, was always and everywhere a monetary phenomenon in which money was indeed important, as was the quantity of money in the economy. Hence the best that monetary policy could do was to prevent money from becoming a source of disturbance to economic activity.

The executors of monetary policy in diverse parts of the world began to accept that the driver of economic activity and employment was not fiscal policy but rather monetary policy, given that fiscal policy proposed exercising a considerable amount of public spending, a good part of which was financed through primary credit from the central bank, which is to say the creation of money. This fact led to an increase in the rate at which the quantity of money in the economy varied. If this event was not anticipated by individuals, the variation in the quantity of money would drive the product and employment in the short-term. However over the long-term, once the monetary effects

were diluted, prices increased and unemployment and product returned to the levels of their natural rates and their output potential, respectively. This was evidence of null effects in the product and employment in the long-term, due to the neutrality of money (Friedman, 1991).

The pinnacle of the investigations which incorporated rational expectations into the science of economics generated profound changes in the field and in particular in monetary policy. Expectations, which are predictions of future events, are rational if given the economic model- values are generated which are equal to the average of expectations. Uncertainty is the only factor that leads to the divergence of expectations from their real values, which is to say, there would be perfect forecasting (Muth, 1961). In the monetary ambit, Robert Lucas Jr., awarded the Nobel Prize in 1995, asserted that if economic agents are free of monetary illusions, given that they have rational expectations, if central banks realize a monetary expansion, such action would not result in real variables such as the product and employment in the short-term (Lucas, 1972).

Subsequently the problem of the inconsistency dynamic was analyzed by Kydland and Prescott, winners of the Nobel Prize in Economics in 2004. They asserted that a temporally inconsistent monetary policy emerges when a central bank announces a certain level of inflation for the following period, and the economic agents then establish prices and salary contracts taking into consideration this information. However the central bank fails to achieve their initial pronouncement due to the search for lower levels of unemployment. Those rational agents - who are aware of the incentive of the central bank to take recourse to such measures to diminish unemployment - anticipate and adjust the rise of expectations of prices and salaries of the economy. The result will therefore be a hoped-for level of inflation distinct from the announcement made previously by the central bank and a level of unemployment situated at the level of its natural rate.

In other words, dynamic inconsistency arises because for the authorities it proves convenient (optimal) to exploit the surprise factor. Nevertheless, the existence of rational individuals impedes the authorities from exploiting the unexpected element in a permanent manner. The authorities, realizing that they cannot trick the public constantly, undertake a new valuation of their objectives, applying changes to their policies. This permits central bankers to recuperate the effects of surprise policies.

On the contrary, if the central bank achieves its announcement of inflation across the entire horizon of planning, then there should not be losses associated with a greater inflation. For their part the rational agents would formulate an expectation of equal inflation for the whole period, which would eliminate all possibility of inflationary surprise and assure that the result would be inflation equal to its' objective and unemployment at the levels of their natural rates at all moments. Such action is evidence that an optimal policy is consistent if the level of inflation is fixed at all times. The problem of dynamic inconsistency arises under discretionary policies which give way to inflationary surprises. In order to contain them, the authority must then adopt monetary actions based on rules for obtaining improved results, which in turn translate into social well-being (kydland and Prescott, 1977).

The domain of research on rational expectations in economics theory bolstered the proposition of ineffectiveness of monetary policy (Sargent and Wallace, 1976). This suggests that variations in the quantity of money have null effect on the product and on employment in the short and long-terms, given that the agents who formulate rational expectations anticipate such events, resulting in an increase in prices in the economy. The individuals thus do not respond to the monetary veil, which is to say the neutrality of money is present at all times.

However, these results were contested by a group of economists who believed that the central bank could undertake actions tending to stabilize not only inflation but also the product. The new Keynesians –as this group of professionals have been titled– formulated models which assumed some degree of rigidity of prices, for example of salaries, to prove the existence of a trade-off in the short-term between the size of fluctuations in inflation and the size of fluctuations in the real product. This suggests that the efforts of the central bank, through the use of policy rules, can generate actions tending to stabilize both the inflation around a target, as well as the product at its' product potential (Taylor, 1979).

The use of policy rules was asserted to delimit the attributions of the authorities and of governments, in other words to avoid discretionary actions. The policy rules arose from the classical assumption to limit the power of the State. Friedman proposed the rule of $K\%$, which asserts that the most efficient monetary aggregate raises a certain percentage to a constant rate approximately equal to the nominal trend PIB. There is also the McCallum rule as well as the Taylor rule. According to Taylor a policy rule is "is nothing more than a contingency plan that describes as precisely as possible the

circumstances in which a central bank changes the instruments of monetary policy” (Taylor, 2000) or in other words as: “the destination point of a sailboat. The policy rule indicates how to run the ship in order to reach the destination. This necessitates establishing the angle of attack, choosing the ship’s crew and predicting contingencies such as changes in wind” (Taylor, 1993).

A frequent problem facing economic policy-makers is the disjunction between operating according to the application of the rules versus acting with discretion, with the objective of obtaining certain favourable effects. Acting with discretion does not, however, always bring favourable results over the variables with which economic authorities are concerned, nor over the efforts of those charged with implementing the policies. Discretion can represent an advantage for any authority because it grants a certain degree of flexibility to its’ performance and it permits taking into account a wide gamut of elements of choice, which is to say new information, in decision-making.

Square 1

Monetary theory developments

natural employment rate	Friedman, 1968
No long-term trade-off between real and nominal variables	Friedman, 1976
Inflation as a monetary phenomenon	Friedman, 1976
Rational expectations	Lucas Jr., 1972
The Lucas Critique	Lucas Jr., 1976
dynamic inconsistency problem	Kydland and Prescott, 1977
Infectivity proposition of the monetary policy	Sargent and Wallace, 1976
Taylor curve	Taylor, 1979
Cooperative games models	Barro y Gordon, 1983
Taylor rule	Taylor, 1993
Inflation Targeting scheme	Bernanke and Mishkin, 1997

Source: elaborate by the author using Friedman (1968), Friedman (1976), Lucas Jr. (1972), Lucas Jr. (1976), Kydland (1977), Sargent and Wallace (1979), Taylor (1993), Bernanke and Mishkin (1997).

However, the policy rule that has been most widely accepted in the economics literature and in the practice of the central bank is without a doubt the Taylor rule (Taylor, 1993). This describes monetary policy by fixing a short-term interest rate in response to the deviation of inflation from its’ desired level or target (the inflation interval) and the deviation of the product from the level of its’ natural rate (the product interval). This rule was construed through observation of the following developments in the science of economics: *i*) natural employment rate (Friedman, 1968), *ii*) rational expectations (Muth, 1961), *iii*) the Lucas critique (Lucas Jr, 1976), *iv*) dynamic inconsistency (Kydland and

Prescott, 1977), *v*) the Taylor curve (Taylor, 1979), *vi*) invalidity of the proposition of ineffectiveness (Taylor, 1993) and *vii*) cooperative games models (Barro and Gordon, 1983) (see Square 1).

On the other hand, Taylor (1993) asserts that the fact that policy rules can be expressed as mathematical, apparently mechanical, equations does not imply that central banks must apply those rules as mere formulas. On the contrary, they must be used as guides for general policy structures. In this sense, the mathematical form of the rule is converted into an “average approximation”, since instrumentation of the policy rule requires a certain degree of discretion.

The aforementioned developments gave rise to the assertion of the autonomy of the central bank, due fundamentally to the fact that inflation is a monetary phenomenon and no long-term trade-off exists. In other words, money is neutral and monetary actions provoke the problem of dynamic inconsistency. As such, the central bank must be isolated from factors related to political order. The greatest contribution that monetary policy can make to the economy is the maintenance of the acquisitive power of money. Independence reinforces credibility –an element of utmost importance– so that the monetary authority can better achieve its’ goals given that the public, who formulate expectations in a rational manner, adjust their prices according to the announcements of the central bank.

Subsequently the assertion was put forth that a successful monetary policy would be one which was based on the Taylor tripod (2000) which combines: *i*) a regimen of free exchange rate, *ii*) an inflation target, and *iii*) a monetary policy rule. With respect to the first element, the exchange rate needs to fluctuate in market conditions and its’ price is determined by supply and demand. As for the inflation target, this is an objective around which the authority would want observed inflation to fluctuate. The inflation target becomes the nominal anchor for internal prices. Establishing a target for inflation helps to prevent policy actions from generating higher inflation and from causing economic instability. Nevertheless, an inflation target is insufficient if not backed by a policy rule. It will be easier for the private sector to form expectations if the central bank is clear with respect to its’ intentions through the adoption of an action plan.

Added to these developments was the focus on inflation targeting frameworks which represent the best monetary practices at the international level. The principal characteristics of these monetary regimens are the following: *a*) the principal object of

monetary policy is the stability of prices, *b*) mid-term announcements of inflation targets, *c*) an authority with autonomy in the execution of its' instruments, *d*) the application of a monetary policy marked by transparency, in which a communication strategy for the authorities' objectives, plans and decisions is maintained, *e*) an analysis of all the sources of inflationary pressures, with the goal of evaluating the future trajectory of growth in prices (said analysis is the principal reference for monetary policy decisions), *f*) the use of alternative measurements of inflation, such as subjacent inflation, to separate those phenomena which impact inflation in a transitory manner and identify the mid-term tendency of growth in prices (Banco de Mexico, 2003).

B.1 The structural change of the central bank of Mexico

At the beginning of the 1980's Mexico experienced the start of a transformation of its' economy, which signified a real change across all of its' economic, political and social institutions, among others. The new liberal-style economic model aimed at the construction of a market economy, which in principle meant controlling inflation and decreasing debt and public spending. Highlights of these structural changes included: the opening of the economy to the global market, the disincorporation and sale of public companies, the liberalization of prices of goods and services administered by the government, the elimination of subsidies and transfers for productive sectors, and the liberalization of nominal interest rates. In synthesis, the import-based model was dismantled in order to make way for a new export-based model (Aspe, 1993).

Image 1

Central bank of Mexico main building



Source: taken from www.guiadelcentrohistorico.mx

The mandate of Salinas de Gortari continued and in many cases reinforced the changes undertaken by De La Madrid Hurtado in 1982 in terms of fiscal, monetary and exchange rate matters. Regarding the latter, given the strained relation observed between the movement of the type of change and the behavior of prices in the economy, the government opted for a regiment of fixed or predetermined exchange, which would act as a nominal anchor for controlling prices. A re-negotiation of the external debt was achieved, alongside disciplinary fiscal actions, privatization of public companies and of the banking system, as well as liberalization of tariffs and prices in the public and financial sectors. The process of commercial opening was consolidated with the negotiation of a free trade agreement between the U. S., Canada and Mexico. This deal, which began to take force in 1994, was without a doubt the greatest economic change since the nationalization of the oil industry in 1938 (Solis, 1997).

In 1993 a reform initiative was presented which contemplated changes to the Constitution and the creation of a new law for BM. Notable among the explanation of motives was the following:

To make manifest in constant form the concern for moderating in some manner the flow of credit of the central bank. This, due to two clear reasons. First, that over a long time there has been perceived the existence of a linkage between said flow and the evolution of prices. Second that the laxity in the control of credit of the central institute has resulted in overly bitter inflationary experiences. In this respect, it is important to remember the innumerable damages that the inflation has brought with it, which remain very alive in our memory (Banco de México, 1995).

The existence of a central bank with the mandate to procure, first and foremost, the stability of prices, allows for the presence within the State of an institution with a long-term promise to this objective. In this sense, the central bank could act as a counterweight for public administration, with respect to actions that could precipitate inflationary situations. But it could also act as a counterweight for the particulars, when these are considered to spark actions conducive to increases in prices or in costs, with the expectation that the authorities would bring to bear a monetary expansion sufficient to accommodate such increases (*Ibidem*).

With the reform put in place, article 28 of the Constitution, sixth paragraph, was left as follows:

The state will have a central bank that will be autonomous in the exercise of its functions and in its administration. Its primary objective will be procuring the stability of the acquisitive power of the national currency¹², thereby fortifying the control over national development which corresponds to the State. No authority will order the bank to concede financing [...]

The reform principally outlines why the primary mandate of the BM would be the control of inflation rather than the growth of the economy. It conceded full authority over the management of net internal credit, which entailed that no other authority could order the central institute to concede financing by whatever means. Moreover its' institutional redesign included eliminating discretion in the removal of its' functionaries. BM would thus cease to be an entity with a mercantile character and the calculation of prices would become a task for the National Institute of Statistics and Geography from 2011. It should be noted that the institute was granted administrative and managerial autonomy, but not independence in terms of its' objectives. These remained embedded in article 28 of the Mexican Constitution (Banco de México, 1994).

The policy of fixation of the peso to the dollar finally concluded with the devaluation which occurred in December, 1994. There had existed a commitment by the authorities to maintain a fixed or predetermined exchange rate. However, the central bank was facing a credibility problem and as such had established a type of predetermined exchange which provided it with a nominal anchor through which it could import currency credibility fixed to its' parity (the dollar). This action had an extremely high cost, especially given the lack of public faith that the authority could support the fixed exchange rate. Although this strategy was successful in combating inflation for several years, the rigidities imposed under this regimen ultimately worked against it. Subsequently when the international reserves were exhausted, and in the presence of significant shocks, the country was forced to devalue (Carstens y Werner, 1999).

Following the crisis of 1994, Mexico moved from a regimen of fixed exchange rate to one of a flexible character. Under this new regime the exchange rate ought to have been fixed by free market forces, although this was not entirely the case. The fear over flotation on behalf of the monetary authorities provoked increases in reference interest rates, and even direct interventions in the foreign exchange market. Both measures were employed in an effort to influence the parity of the peso with respect to the dollar. According to the authorities it was not fear over free flotation but rather the effects of brusque

¹² Underlines by the author

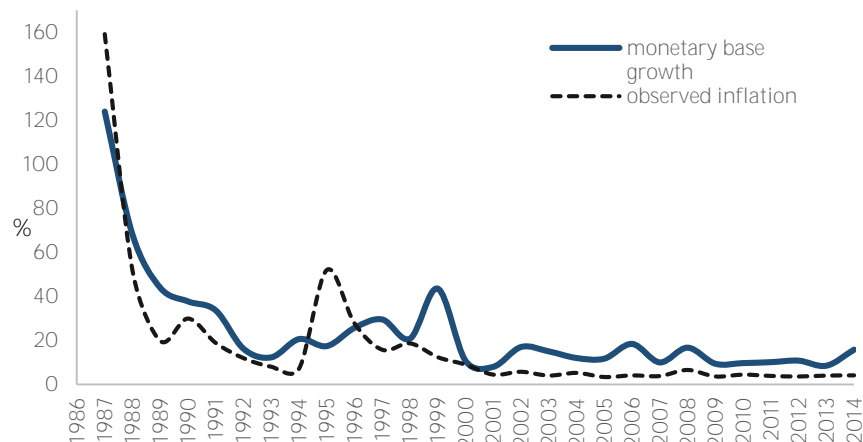
depreciations of the peso which influenced the inflation rate through internal price transfers (Baquero, Diaz y Torres, 2003).

According to Calvo and Reinhart (2002), in developing economies such as Mexico there are high levels of correlation between the exchange rate and inflation. As such, central bankers are afraid of making their exchange rates completely flexible. However, the monetary authority in Mexico defined it as fear of inflation rather than fear of flotation. For Calvo and Reinhart, the reasons why countries fear allowing their currencies to float are various, including notably the assertion that when emerging economies experience powerful currency depreciations, the associated consequences of such processes cannot be predicted. In other words, exports, investment and the product do not grow. This may be due to the possibility that the country has a considerable debt in foreign currency, a lack of access to international markets, or that the institutions charged with managing these policies have little or none of the reputation and credibility which would bolster the validation of their actions.

One way of correcting such problems is the introduction of a monetary policy scheme based on a rule. With a flexible parity it is possible to adopt any monetary policy scheme, including falling into discretionary behavior. Notwithstanding the monetary framework, the primary consequence of the adoption of a regimen of floating exchange rate is the loss of the nominal anchor which lends support to fixed exchange rates. The solution to this is to implement a focus on inflation targets for attacking credibility problems. The process of strengthening credibility is supported through the use of a policy rule (such as the Taylor rule, for example), which becomes the reference for the behavior of the central bank, and which includes the inflation rate. This in turn comes to function as the new nominal anchor.

It is generally accepted that inflation, understood as the generalized increase of prices, is always and everywhere a monetary phenomenon. This implies that variations in the quantity of money have a close relation with variations in prices (see Graph 1). In the case of Mexico, a close relationship exists between the rate of growth of the monetary base and the rate at which prices varied during the period from 1987 to 2014. This highlights that the high association between these two variables was clearer in the last fifteen years. For the majority of economists no other coincidence such as this exists in the science of economics. As such the authority –in its' effort to control inflation– focused a great deal of attention on the evolution of the monetary base.

Graph 1
**Monetary base growth and observed inflation
 from 1987 to 2014**



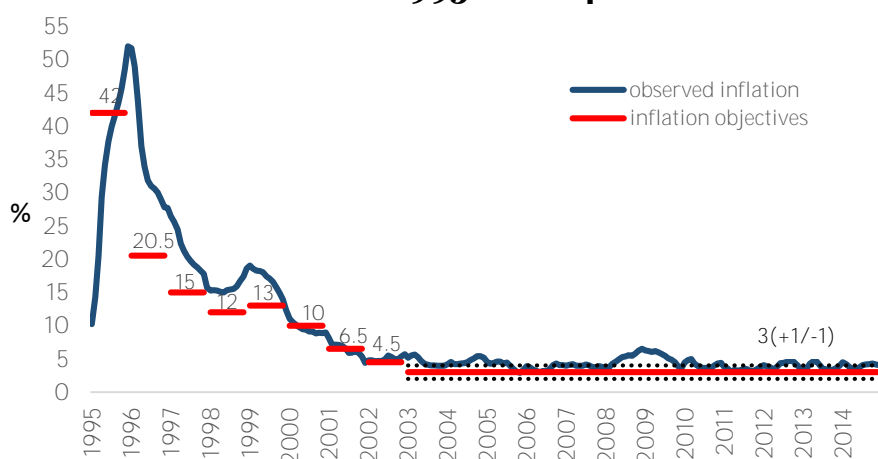
Source: elaborated by the author using data from BM and INEGI.

In the years that followed, monetary policy was based on a policy rule which supported the quantitative growth of the monetary aggregates and discretionary actions in order to fix interest rates in a direct manner via the operation of a regime of Zero Average Accumulated Wages (régimen de Saldos Acumulados Promedio Cero), also known as Zero Average Reserve (Encaje Promedio Cero). This operated from March, 1995 until January, 2008. For the majority of those years during which this monetary policy mechanism was operative, it imposed a limit to the growth of internal net credit. This imposed limit to growth was called ‘cut’ (corto). This mechanism immediately generated an increase in short-term interest rates, which signaled the change of posture of BM from neutral to restrictive or very restrictive, depending on the case in question (Cartens y Reynoso, 1997).

With inflation at the single-digit level at the beginning of the 21st century, Mexico adopted in 2001 –as an additional effort to consolidate low price levels– the Inflation Targeting scheme. This symbolized at the time the culmination of elements which were characteristics of proven and successful monetary policy across diverse parts of the world. Added to the autonomy of the central bank and the understanding that the principal objective of monetary policy was the control of prices were the announcements of short and long-term inflation goals. These inflation goals were officially set at 10% in 2000, 6.5% in 2001, 4.5% in 2002 and 3% in 2003. To maintain the latter as a long-term goal with an interval of variability of +1 and -1, a national consumer price index was adopted with an emphasis on subjacent inflation as the official indicator of compliance with the inflation goals (Banco de México, s/f, a).

Over the last 18 years (up to 2014) prices have had a less volatile and more predictable behavior. Inflation tended to decrease towards the middle of the 1990's, consolidating this low tendency in the ensuing years, which coincided with the adoption of the Inflation Targeting scheme by BM. It is worth noting that from 1995 to 2000 observed inflation was greater than the authority's fixed goal, although the difference was diminishing. Nevertheless, from 2001 when the announcements of short and long-term target were made official, observed inflation tended to situate itself close to the goal. This situation was consolidated after 2003 when inflation rounded 3% and came to rest within the interval of +/-1, with the exception of 2009 when the international crisis impacted the Mexican economy (see Graph 2). For the moment, the autonomy of the central bank, the regimen of a type of flexible exchange and the inflation target characterize monetary policy in Mexico.

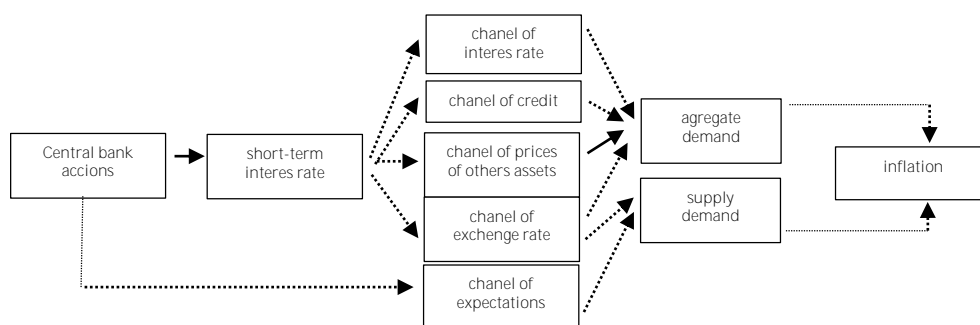
Graph 2
**Inflation objectives and observed inflation
 from 1995 to 2014**



Source: elaborated by the author using data from BM and INEGI.

The adoption of an Inflation Targeting scheme also included measures of communication, transparency and performance accounts. In 2001 the Trimestral Report was added to the existent publications and in 2002 a calendar was expedited to communicate matters of monetary policy. Nonetheless, perhaps the most significant measure came in 2008 when the authority began to fix the interbank interest rate (IIR), which would move at the rate of 25 base points (BP), substituting the net zero target and becoming the principal instrument of the BM for exercising and communicating its' monetary policy position. Similarly, the transmission mechanism of the monetary policy of the BM determines how BM publically communicates the effects that its' policies have on the economy in general, and particularly on the process of price determination (see Diagram 1).

Diagram 1
Transmission mechanism for monetary policy



Source: Banco de México (s/f, b).

According to Diagram 1, the monetary authority perceives that inflation can come from demand pressures (aggregated demand) and/or supply pressures (aggregated supply). BM may fix its' monetary posture, either increasing or decreasing –depending on the case– the IIR at the rate of 25 BP, or it can leave it unchanged. This action is then transmitted to the economy via distinct channels: *i)* interest rate channels, *ii)* credit channels, *iii)* price or other asset channels, *iv)* exchange rate channels and *v)* expectation channels. The first three impact aggregate demand and the last two impact aggregate supply.

For example, if BM perceives greater inflation in the future it will respond by increasing the IIR to the rate of 25 BP. This action provokes rises in short, mid and long-term interest rates, affecting the entire rate curve, producing a fall in consumption and investment. The rise provokes an appreciation of the peso with respect to the dollar, which translates into greater imports and lower internal prices. Moreover, the rise in the IIR makes investment in bonds more attractive and diminishes the demand for assets as well as impacting expectations for the future performance of the economy. All of these operations disincentive spending and production in the economy, provoking lower inflation. The expectation channel plays an increasingly important role in the control of inflation, due to the fact that a single declaration can communicate future actions which impact price and contract determinations in the present.

B.2 The cycle of monetary toughening of 2008

The mortgage crisis that exploded in August 2007 put an end to a period of more than two decades of economic growth in the U.S., a period known as the Great Moderation. The debacle had at its' epicenter the housing sector, which collapsed after having grown to high rates over a long period in the U.S. and in other parts of the world. The worst

moment of the crisis was witnessed in August 2008 when Lehman Brothers –the fourth major investment bank in the U.S.– was declared bankrupt, unleashing exorbitant financial panic, which severely lashed every stock market in the world. This was the moment when the financial crisis infringed upon the real sector of the economy (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2008).

In September, 2007 the Federal Reserve System (Fed) responded by cutting 50 BP the federal funds rate, which had passed from 5.25 to 4.75%, marking a sharp turn in its' monetary policy posture. This action represented the first cut after a large succession of constant increases over four years, characterized by cycles of constant growth and the feeble threat of inflation. This cut marked the announcement of a new epoch in the economic cycle, characterized by the weakening of the product. The first cut was followed by two more: of 25 BP in the months of October and December, respectively (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2009a).

Towards the first months of 2008 the conditions of the financial markets deteriorated rapidly, while uncertainty and high volatility prevailed. In response to these pressures in January, 2008, prior to its' meeting the Fed cut the federal funds rate 75 BP and days later 50 BP more. Over the following months of March and April the objective was cut again 50 and 25 BP respectively. Towards the fourth quarter of 2008 the reference rate was located within the range of 0 to 0.25%, clear evidence of the deterioration of the economic panorama (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2009b).

The performance of the U.S. economy –the world's most influential economy– affected the trajectory of the Mexican economy. The Mexican economy also suffered distinct supply shocks, such as: i) rising rates of international prices, especially for consumer goods and raw materials, ii) increases in prices administered by the public sector, iii) depreciations of the exchange rate, which affects the formation of prices in the economy and iv) increases in taxes on business. The accelerated decrease of the federal funds rate by the Fed in turn fueled the further decrease of the dollar with respect to other currencies, generating a considerable increase in prices of primary raw materials such as energy, food and metals. The price of petroleum reached a ceiling of 145 dollars per barrel in July, 2008, after having rounded 100 dollars in the early 2000's, which consequently put pressure on production costs in the economy (Banco de México, 2009c).

In the case of Mexico, which greatly depends on secondary energy sources (for example, it imports 50% of the gasoline it consumes), this situation generated problems given that the country had already frozen the price of energy in the fourth quarter of 2007. This differential translated into an increase in subsidies, with extremely high fiscal costs for the treasury. In turn the federal government increased prices associated with its' assets, in an effort to close the fiscal breach, which ultimately pressured costs for businesses and consumers (Banco de México, 2010a).

The severe crisis that broke out in practically every part of the globe propelled massive capital relocations. Capital was moved from emerging countries towards developed countries, in search of greater security and to avoid greater losses. The net flows of capital from developed economies diminished considerably, passing from 3% of gross national product (GNP) in 2007 to 0.2% in 2008 Mexico suffered the consequences of the scarcity of capital in the international markets and this was further intensified with the collapse of Lehman Brothers. Similarly, the peso began to depreciate with respect to the dollar in September, reaching a variation of 26% at the end of the year, a depreciation that transferred to the prices of final products. At the same time, the Especial Single Rate Tax (Impuesto Especial Tasa Única) came into effect, affecting the prices of goods and services produced by businesses (Banco de México, 2009c)

The increase of international prices on raw materials, the increase of prices administered by the public sector, the depreciation of the exchange rate with effects on the transfer towards goods of final demand, and a fiscal reform of tax collection, all of these elements together put great pressure on the formation of prices in the economy. Inflation was accelerating as the year progressed: 3.8, 4.9, 5.4 and 6.1% in the first, second, third and fourth quarter respectively. At the close of 2008 annual inflation finished 2.5% higher than in 2007. Inflation remained higher than the target set by BM. Consequently, the issuing institute initiated in 2008 a cycle of toughening that lasted through June, July and August of 2008, increasing each month the reference rate 25 BP, which passed from 7.5 to 8.25% (Banco de México, 2009b)

BM made its' decisions known. The communication of June 20, 2008, asserted the following:

The inflationary pressures have intensified in the word as a consequence of the strong increases in the prices of food, energy and other raw materials. Practically all central banks have upwardly revised their forecast inflations. Some, in the principal developed countries, have expressed

increasing concern over inflationary deterioration. Others, in many countries with emerging economies, have tightened their monetary policy (Banco de México, 2008).

The actual situation for the monetary policy of Mexico is particularly complex. The recent dynamic of the inflation is worrying because it responds to the intensification of the external pressures that have been commented on in the past. For that reason, as with the majority of central banks, the Bank of Mexico has had to upwardly their projections on inflation (*Ibidem*).

In the Annual Report from 2008 BM stated the following:

After maintaining the objective for the interbank interest rate without change for one day at a level of 7.50 per cent from January to May of 2008, in the months such as June, July, and August, the Board of Governors of the Bank of Mexico decided to increase this objective 25 base points in each instance, so the rate raised from 7.50 percent to 8.25 percent. These actions anticipated that the observed upturn of the inflation, as a consequence of the raw material prices, would not affect the anchoring of the mid-term inflation expectations and, as a result, the process of price formation of the economy (Banco de México, 2009c).

In synthesis, under a scenario of clear deceleration, BM could not develop a counter-cyclical monetary policy, thus it implemented a pro-cyclical policy. The central argument is that “the balance of risks of inflation had deteriorated”. This was due to an increase in prices of raw materials, increases in prices administered by the public sector, the depreciation of the exchange rate and the new increase in taxes. Ultimately, these events contaminated the process of price formation of the economy as well as public expectations of anticipated inflation.

C. The first cycle of monetary easing in 2009

The worst of the global crisis was experienced in 2009, and the most devastating economic effects occurred during that year. The global GDP diminished 0.6%, unleashing the first global contraction of the Post-War era. The world’s most powerful economy, the U.S., experienced a drop in GDP of 2.4%, the greatest fall in more than six decades. For its part the Mexican economy was seriously affected by the contagion of the crisis, falling 6.5%, a drop not seen since the crisis of 1995. To the global crisis was added the outbreak of the AH1N1 virus which struck Mexico in the first semester of the year. National economic activity was almost completely paralyzed for several days, affecting business, export industries, tourism and commercial aviation, among other sectors (Banco de México, 2010b).

The global crisis dealt a severe blow to the Mexican economy. The mortgage bubble in the U.S. burst in the second quarter of 2007, and by the second semester of 2008 (and even more forcefully the first of 2009) the global crisis had rocked the structures of the Mexican economy. The mortgage crisis provoked a financial debacle which translated to the real sector of the economy, with severely toxic effects on the levels of production and employment. The point of contagion was the external sector –the exports from Mexico to its' primary commercial partner. The economic deceleration in the U.S. affected sales from Mexico in that country, diminished internal production, put the brakes on the flow of foreign exchange in the form of tourism. Direct investments and investment of capital were redirected to other nations (Banco de México, 2010a)

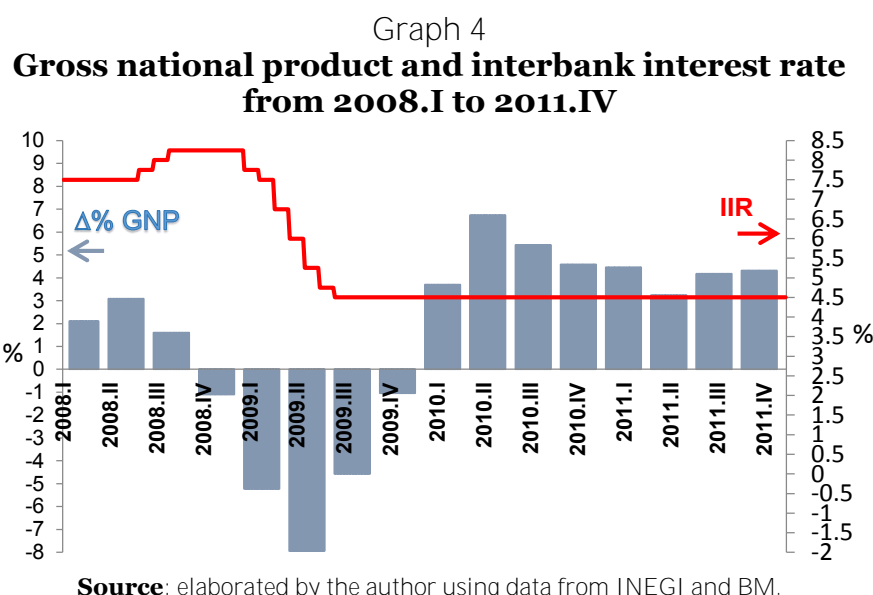
Among those sectors most affected by the crisis was the automotive sector, which depends to a significant extent on Mexico's export industry, which was severely impacted when two of its' principal assembly plants in the U.S. were at the point of collapse. The interdependence that exists between the external sector, the export economy and the internal market laid the grounds for a rapid deceleration of the Mexican economy. The degree of contagion was ultimately manifested in a fall of the Mexican economy of 8.9% in annual terms and of 6.9 and 0.3% in the first and second quarter of the year, respectively (Banco de México, 2010b).

By 2008 the majority of central banks in the world's foremost economies had considerably relaxed their monetary policy, with the goal of decreasing the cost of money and pacifying the crisis. The scale of the economic downturn was such that central bankers caught sight of extremely low levels of interest rates over a prolonged period. Added to conventional monetary policy actions was the unconventional monetary policy which drove increases in the balance sheets of the Fed and the Central Bank of Europe. Once the global financial turbulence subsided the flows of global capital changed, migrating from positions of security to those of risk, attending to the incentive offered by the differential rates in emerging markets with respect to developed markets. This provoked the return of resource flows to the former, lessening the brusque depreciations they had experienced (Banco de México, 2009c).

This situation permitted diverse central institutes in developing countries, including Mexico, to utilize their monetary policy to ease the economic impact of the situation they were going through. This was undoubtedly made possible by the institutional credibility already generated. To the monetary supports were added counter-cyclical fiscal policies, although in lesser quantities. In contexts of profound decreases in growth, the supply

shocks had ceased completely, and inflation was not a problem in the majority of developing countries. Inflation in Mexico decreased from 6.53 to 3.57%, at the close of 2008 and of 2009, respectively.

In 2009 BM implemented a cycle of relaxation of its monetary posture that began in January and continued through the months of February, March, April, May, June and ended in July. By then the reference rate had passed from 8.25 in January to 4.5% in July. The motivation was that “the balance of risks in the economy had deteriorated”. The level of the rate was reduced in the following manner: January 50 BP, February 25 BP, March 75 BP, April 74 BP, May 75 BP, June 50 BP and July 25 BP (see Graph 4) (Banco de México, 2010c).



In synthesis the monetary machinery of the IIR, after having remained unchanged for four months in 2008, went into reverse. BM began to trim its target, cuts which added up to 375 BP by 2009. This signaled something new in the monetary practice in Mexico: that “the balance of risks faced by monetary policy was being affected by the evolution of economic activity”. Now it was not inflation but rather the product and perhaps also unemployment that were the principal concerns. In this respect it must be noted that the possibility for BM to initiate counter-cyclical policies came about due to the credibility it had forged since the constitutional reform of 1994 and the strength gained when it adopted the focus on the Inflation Targeting framework.

The start of the cycle of monetary relaxation began with the monetary policy announcement of January 16, 2009, when the rate underwent a drop 50 BP, passing from 8.25% to 7.75%. BM asserted the following:

The global financial crisis has intensified in the last weeks, intensifying the negative effects on economy activity. The powerful recession, which has already been witnessed in industrialized countries, is considerably affecting the financial markets and the performance of the emerging economies. The international trade is being reduced and the global economy is likely to experience the most deeply felt contraction since the 1940's. The challenge for the financial authorities of the different countries is to break feedback links between the deteriorating financial sector, the consequent restriction on credit, and the deteriorating real economy which in turn affects financial markets. On the other hand, prices of raw material continue to fall significantly, which has contributed to substantially reduce global inflation (Banco de México, 2009).

In Mexico, the components of the balance of risks have deteriorated, more in reference to the economy activity than to the inflation. The strong fall of the aggregate demand and employment in the United States are negatively affecting economy activity in Mexico. This is suggested by the most recent data on exports, private consumption, employment and wage mass. It is estimated that the economy contracted in the last quarter of the previous year (*Ibidem*).

The announcement of April 20, 2009 signified a reduction 75 BP, the rate passed from 6.75 to 6%. Regarding this the following was announced:

"The actual global financial crisis is the most severe that has been experienced in more than six decades. Practically every economy, from industrialized countries to emergent ones, has been strongly affected. In the case of the latter, the grave economic contraction has been magnified by the substantial reduction of the capital flow. Recently, however, there are signs that the international financial system has begun to stabilize and the strong fall of the economy activity and the global trade could be mitigated during the second part of the year. This has been contributed to by greater international cooperation reflected in the recent G-20 agreements" (Banco de México, 2009b).

The relevant fall that has been registered in the economic activity has required of preventive actions of monetary policy that contributing to mitigate the unfavorable impacts of the crisis (*Ibidem*).

The announcement on June 19, 2009, presented a further reduction 50 BP, the rate passed from 5.25 to 4.75%. In regard to this the following was declared:

Talking about Mexico, the strong contraction of the economic activity in the first months of the year will be probably intensified in the next months. As a consequence of precaution measure of AH1N1 virus contagion that were adopted since the last week of April month. The more affected sectors

will be without doubt aviation and tourist sectors. However, considering the epidemic evolution the others countries happened which having similar experiences in the past, the economic impact is expected to last two or three months and before this period, the activity of these sectors will be normalized (Banco de México, 2009d).

The inflation decrease has been slower than expected. However, as was explained, either the more product gap –which was intensified by the recent events– as the more stability observed in the exchange rate, should result in a more decrease of the inflation in the next months (*Ibidem*).

The strong economic contraction has implied a stronger damage of the risk balance more at economic activity than at inflation. The up to now adopted monetary policy actions have been of preventive character and the futures ones will probably be smaller and congruent magnitude either the economic situation or new expected path of the inflation and the achievement of the goal at 3 percent to 2010 endings (*Ibidem*).

The cycle of monetary relaxing concluded with the announcement of BM on July 17, 2009. The rate passed from 4.75 to 4.5%, under a further reduction 25 BP, in regards to which the authority stated:

The Board Governors has decided to reduce 25 base points the day interbank interest rate, at a level 4.50 percent and doing a pause in the recent cycle of relaxation monetary. The future actions will be congruent with the risk balance considering either economy evolution or clear perspective of inflation path compliment and the goal achievement at 3 percent to 2010 endings (Banco de México, 2009e).

D. Second cycle of monetary relaxation 2013-2014

After five years of unconventional monetary actions on the part of the Fed, in 2013 the U.S. monetary authorities started the transition process toward the normalization of its monetary policy announcing the first cutback in the purchase of central bank assets to finally conclude it in the month of October. The above generated a rearrangement of investment portfolios all over the world, unleashing international financial instability and volatility in types of exchange rates, impacting emerging economies more forcefully, among them Mexico. An appreciation of the peso in relation to the dollar in the first half of 2013 was followed by a depreciation in the second half (Banco de México, 2013c)

The Mexican economy started to decelerate toward the second half of 2012. After having grown at a rate of 5% in 2009, 5.2% in 2010 and 4.9% in 2011, the economy expanded at a rate of 3.9% in 2012. The second half of that year, the economy began to decelerate

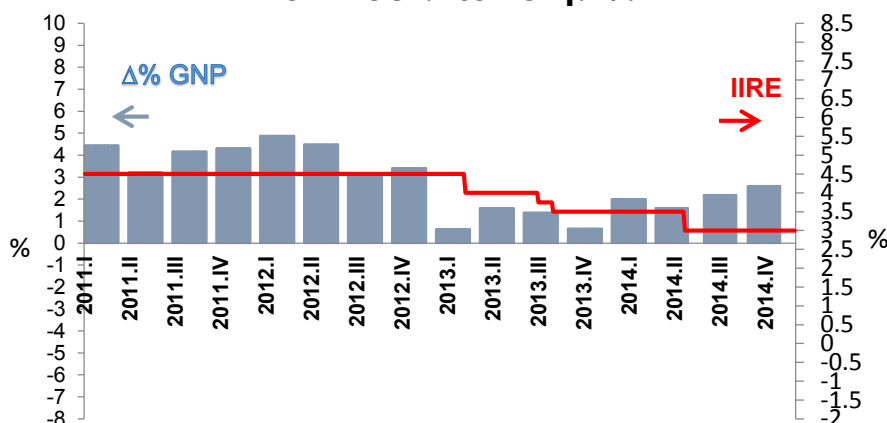
despite strong spending that represented the presidential elections, deceleration that continued with greater force in the first half of 2013. This period of economic dynamism was without doubt due to economic problems in the U.S., Mexico's primary trade partner, and the loss of strength in the Mexican domestic market. In the first half of 2013 a massive entry of capital had strengthened the peso against the dollar, which affected Mexican exports. In the second half this was corrected. The strong capital outflow depreciated the peso against the dollar lightening the experienced fall of exports in the previous period. Mexico's sales to the U.S. and the rest of the world diminished, a trend that was even more noticeable with the appreciation that had started to be observed in the last third of 2012 due to strong inflows of capital (Banco de México, 2013a).

With the change of government in Mexico, public spending stopped flowing properly. This slowed due to the transition process and the learning process of new high level officials. Consumer confidence stopped growing in the second half of 2012 and tended to fall strongly in the first half of 2013. What contributed even more to the fall of the domestic market was without doubt the weakening of the housing sector, which collapsed when the incoming federal government drastically changed the rules of the game under which the country's primary providers of housing were operating.

Lower consumption, investment and spending by the government accentuated the deceleration of the economy toward the first half of 2013 (Esquivel, 2013). This weakening ended by expanding the production gap, understood as the difference between observed production and potential production. With this indicator in mind and reference rates remaining the same, BM decided to initiate a new cycle of monetary relaxation in March of 2013 in order to shore up the economy, effecting a reduction 50 PB based on the level of the IIR to place it at 4% (Banco de México, 2013b).

The economy's weakness was accentuated toward the second half of 2013. Economic activity regained its positive path. The economy grew 1.2% in 2013. The greatest response came from the external sector, from a strengthening of the U.S. economy and from the world economy and to a lesser extent from a response from the domestic market. Public spending soon flowed hard. Private consumption was still depressed and the construction sector continued its fall. Home builders were entering an insolvency process for their liquidation. To reinforce weak but positive economic growth, the central bank decided to implement new lower targets from its reference rates 25 PB in September and in October, respectively. The IIR passed from 4 to 3.5%. The issuing institute added a low 100 PB in 2013 (see Graph 5) (Banco de México 2013c).

Graph 5
Gross national product and interbank interest rate from 2001.I to 2014.IV.



Source: elaborated by myself using data from INEGI and BM.

To monetary support on the part of the central bank was added a somewhat anomalous attempt at fiscal policy; it tried a fiscal reform that raised taxes and public spending. Government expenditures were raised almost 10% in 2014, compared to the previous year. From the beginning, the business sector took a jaundiced view of the proposal to raise taxes, public debt and the amount of public spending. They graded it a bad proposal of fiscal supports, if that's what the government wanted.

The financial reform started to negatively influence society's vitality since it was adopted by the permanent constituent in that it included official approval of the Value Added Tax (Impuesto al Valor Agregado) in the border region, new taxes on soft drinks, food of high caloric density, a new gasoline tax, elimination of special rules, higher taxes for high income people and a tax on dividends and capital gains. Also, it repealed the single-tier corporate tax rate and the cash deposit tax (Banco de México, 2014c)

The year 2014 began with an ambitious fiscal plan of growth support and with the continuation of a more lax monetary policy starting in the previous year. Seen by the old Keynesians as the best of all possible worlds, fiscal policies and monetary expansion, the Mexican economy didn't seem to respond very well. In the first quarter of the year, the U.S. lost dynamism due to adverse climate conditions. The dynamism of Mexican sales in that country decelerated, affecting economic growth and job creation. This evil dissipated relatively over the next three months.

Despite the rise in public spending contained in the fiscal package, during the first half of 2014 economic activity continued to display weakness from the end of 2013. During

the first quarter of 2014 public spending was exercised in accordance with the original program, registering elevated rates of annual expansion. In particular, it emphasized spending growth in public investment and of subsidies and transfers, where they are included in federal government social programs (Banco de México, 2014b).

In spite of the above, BM decided to again decrease the goal for the IIR from 3.5 to 3.0% considering that the output gap continued to expand, perhaps even more by the entry into operation of the structural reforms approved by Congress. Undoubtedly, BM was worried about the weakening economic activity and decided to extend the cycle of monetary relaxation initiated in March of 2013, although it noted it wasn't the beginning of a cycle of cuts, that more would not follow and that the governing body didn't recommend greater monetary support for the economy.

Among BM's arguments for lowering the rate from 4.5 to 4%, that is to say 50 PB in March, it pointed out:

[T]his reduction in the reference interest rate for monetary policy, in addition to recognizing medium-term achievement in the decrease of inflation, makes possible economic adjustments of the economy to an environment of slower economic growth and lower inflation (Banco de México 2013a).

On its part, in the Minutes of Monetary Policy (Minuta de Política Monetaria) number 22, it argued that: "the majority of members of the Board asserted that the balance of risks for growing the Mexican economy has deteriorated" and the institute considered that "the production gap is in negative terrain and that it is expected to remain below zero at least until 2014" (*Ibidem*)

When BM lowered the interest rate from 4 to 3.5% in September and October of 2013 25 PB, respectively, it indicated that:

That in the second quarter of the year the weakening in economic activity was widespread and faster than anticipated, which led to a contraction of production in the quarter and a significant rise of slack in the economy [...] That it anticipates slack conditions in the economy will prevail for a prolonged period [...] It shows that monetary policy in Mexico has enjoyed greater degrees of freedom to apply a countercyclical policy without putting inflation control at risk (Banco de México, 2013b).

In the Minutes of Monetary Policy number 23 from November 2013 the following is indicated:

[T]he majority [of the Board of Governors of the Bank of Mexico] argued that inflation has demonstrated favorable performance in a pronounced deceleration of the Mexican economy and it's anticipated that slack conditions will prevail for a prolonged period, although declining on the horizon in which monetary policy operates (Banco de México, 2013e).

By June 2014 the BM lowered the reference rate for the last time, this went from 3.5 to 3%, and declared the following:

Economic activity registered in the first quarter of the year, a lesser dynamism than had been initially anticipated giving rise to that degree of slack which currently prevails is greater than intended to be until a few months ago.

Reasons for lowering the target of the policy rate: That derived from the economic activity in the first quarter the production gap increased and, in spite of the recovery foreseen for the economy, it will probably remain in negative terrain until the end of 2015, so it does not anticipate pressure on inflation from the aggregate demand side on the horizon in which monetary policy operates (Banco de México, 2014c)

The Minutes of Monetary Policy number 28 from June of 2014 justified the central bank's action indicating:

First [the members of the Board of Governors] affirmed that a weaker development of economic activity has been observed than anticipated, and that it has increased the slack in the economy, which is expected to persist on the horizon in which monetary policy operates. Second, they insisted that inflation has behaved better than foreseen, that it hasn't presented second order effects before the changes in reported relative prices at the end of last year and the beginning of the present, and that inflation expectations remain well anchored. Third, they indicated that orderly handling of public finances permits in their view greater flexibility in the management of monetary policy. Forth, they added that the time has been delayed in which it is expected a rise in rates will begin in the United States (Banco de México, 2014a).

When BM began with the cycle of monetary relaxation in 2013 it denied that it was about continuous falls. It indicated: "the measure doesn't represent the beginning of a cycle of falls in the reference interest rate" (Banco de México, 2013a). For the second session it did the same again, denied that the cycle of relaxation would continue and that there would be no more cuts to the reference rate. It said: "The Board of Governors judges that additional reductions to the goal of reference interest rates would not be advisable

in the foreseeable future”. For the announcement of the last discount in the price of money, BM reiterated what it announced from the beginning: “The Board of Governors estimated that taking into account the foreseen economic recovery and Mexico’s monetary posture relative to the United States, an additional reduction in said goal was not recommendable” (Banco de México, 2014c). In reality this wouldn’t be known until the following months had passed and a new discount was confirmed or the beginning of the toughening of monetary policy by demand pressures or supply pressures, thus far hasn’t complied with the above.

BM is without doubt worried by the weakening of economic activity. The new role BM is playing is that of stabilizing the economy through monetary actions. For this it presumably respects and analyzes the production gap. On this matter the institution indicated the following:

Given the profound deceleration presented from the second half of 2012 and, in particular, in the second quarter of 2013, the production gap became more negative. In this context said gap continued in negative terrain despite the recipient rebound of levels of activity observed in the third quarter (Banco de México 2013a).

It is anticipated that the slack in the economy is diminishing gradually and that the gap of production will remain in negative terrain throughout 2014 and converging on zero toward the end of 2015 (Banco de México 2013c).

In particular, it is anticipated that the production gap remain in negative terrain on the forecast horizon, while tapering gradually over time (Banco de México 2014b).

While it is anticipated that the production gap will be closing, it will probably remain in negative terrain until the end of 2015 (Banco de México 2014c).

Conclusions

At the end of the twentieth century Mexico undertook a change in its economic model. This was continued and reinforced in the twenty-first century, generating a structural change of the economy and all of its institutions. Public spending as a percentage of production was systematically reduced. The supply of primary credit to the government was reduced to the point of disappearing. The central bank started a change from which it would not turn back. It was granted administrative and management autonomy and for the first time in its history, combating inflation came to be its main objective and cancelled

the possibility of financing the government through the creation of money. The financial system was liberalized, a market for public and private debt was created, and a mechanism for funding the work of government and private enterprise was provided.

The structural change continued in the decade of the nineties of the past century. The fixed exchange rate regime gave way to a flexible one with monetary authority interventions fearing to float due to abrupt transfer of depreciation of the peso to domestic prices; however, the interventionism subsequently disappeared. The actions of monetary policy rested on the growth of monetary aggregates and discretionary actions to set interest rates in a direct manner through the regime of Zero Average Accumulated Wages (Regimen de Saldos Acumulados Promedio Cero) With inflation at single digit levels, BM adopted the inflation targeting scheme that represents “good monetary policy” among the central bankers of the world. It made official a target for long term inflation of 3% and made the actions of the monetary authority even more transparent. Inflation has been low, around 3%, for the last 10 years. The primary objective is to safeguard the purchasing power of the peso.

However, in 2009 and 2013-2014 BM made efforts to stabilize production in the face of the U.S. and European financial crisis. Recently, to combat the deceleration of the Mexican economy that coincided with the new government, its actions changed from guiding inflation around its goal to stabilizing production around its level of potential production. It would seem to be that the central bank guides its actions through the use of a policy rule of Taylor’s type, which describes interest rate movements in response to the deviation of inflation from its desired level or target (inflation gap) and the deviation of production from its level of natural rate (production gap).

In the last six years BM adjusted its IIR 12 occasions. In the year 2008 it raised its rate three occasions, in the months of June and August 25 PB each one, passing from 7% to 8.5%, in a clear pro-cyclical position. In 2009 the institute trimmed its rate on 7 occasions, 50 PB in February, 75 PB in March, in April and in May, respectively, 50 PB in June and 25 PB in July. In total it reduced its goal 375 PB, passing from 8.25% to 4%, in a clear counter-cyclical position, in response to the weakening of production by the global crisis, monetary posture that remained without change for 43 months. In 2013 it again began a cycle of low interest rates, decreasing its rate 50 PB in March and 25 PB in August and October, respectively. To put it 3.5%, continuing in 2014, BM decided in its meeting in the month of June to cut back 50 PB to keep this 3%, which represents the lowest level of (real) interest rates since the creation of the central bank.

To trim the IIR's BM put emphasis on the existence of a greater margin of slack in the economy, that in other words means that observed production is at a much lower level than observed production, which is analyzed through the production gap and that in the context of low growth inflation isn't a problem, but growth it is, although it doesn't say so explicitly. The decision which was taken to the interior of the Board of Governors of BM about the last reference rate cut made in the month of June wasn't unanimous, resulted in a vote of three in favor and two against. The latter demanded that the target be maintained, argued that the existence of lags in monetary policy would that a drop in the rate would have an effect on economic activity when the economy is already in expansion, a lower interest rate would discourage saving and would favor excessive risk taking, an incomplete knowledge of the effects of monetary policy on production and employment and the lack of measurement in the production gap, among other things and a depreciation of the real exchange rate (*Ibidem*). All those elements would make money a strong disturbance for the economy.

The authority had indicated on repeated occasions that the main objective of monetary policy is to assure the purchasing power of money. However, during 2009 and 2013-2014 BM made efforts to stabilize production in the face of the U.S. and European financial crisis, which persisted in an episode named "the Great Recession" and due to the deceleration the Mexican economy experimented and that coincided with the change in government at the federal level. BM went from generating exclusive actions to guide prices around its inflation target to stabilizing production around its level of potential production, which demonstrates that the central bank is worried about economic growth, the authority doesn't say it, even in university forums those they evade the question of why BM reacts before a decrease in the production gap its constitutional mandate doesn't consider as a goal. In this new phase of the central bank in Mexico, the central institute dedicates efforts not only to keeping inflation near its goal of 3% but also to stabilizing the economy and reducing the impact on employment in the face of slower economic growth. However, the question that is arising in the academic field is if in the future it will be necessary to reform constitutional article 28 to include as a BM objective the promotion of production and employment as currently exists in U.S. legislation.

CONCLUSIONES GENERALES

Los preceptos analíticos de la teoría económica dominante durante los siglos XVIII y XIX y el primer cuarto del siglo XX estuvieron basados en el enfoque clásico que plantea la neutralidad del dinero en la economía. Por tanto, el crecimiento obedecía a factores reales y la inflación era considerada un fenómeno monetario. La propagación del dinero metálico, notas bancarias, nuevos instrumentos de pago y del dinero fiduciario convivían con la continua expansión de las economías. La situación se dificultaba con las constantes guerras, crisis bancarias y los shocks externos que sufrían los países, provocando desordenes monetarios y financieros, lo que terminaba por engendrar desequilibrios económicos, inestabilidad financiera y alzas en los precios. Para los clásicos esto era una prueba fehaciente de la necesidad de formular reglas rigurosas para la conducción del dinero en la sociedad.

A lo largo de este periodo las reglas fueron concebidas como un instrumento que debería guiar las acciones de la autoridad con el objetivo de evitar a toda costa que el dinero se convirtiera en una fuente de perturbación sobre todo en momentos en los cuales la actividad enfrentaba una contingencia económica. La primera regla en

aplicarse fue la regla de convertibilidad con lo cual se buscaba fijar un precio al oro, proveyendo un criterio automático que regulara la oferta de papel moneda. La emisión de notas podía aumentar o disminuir solo en respuesta a la entrada o salida de oro y excesiva emisión fuera de la regla era la causa fundamental de crisis. Se creyó entonces que el uso de reglas generaría un mejor desempeño en términos de producto, empleo e inflación superior que el logrado con acciones discrecionales por parte de la autoridad.

Con el paso de los años la regla de convertibilidad tuvo otras variantes, éste obedeció a que la figura del dinero se volvió cada vez más complejo en la medida en que nuevos medios de pago se incrementaban. Se adoptó la regla Palmer y la regla de convertibilidad expandida entre otras. El avance sobre el uso de reglas llegó al plano legislativo. El espíritu era que con éstas las autoridades cesaran en su afán de jugar con el dinero. Las crisis bancarias por las que atravesaron los países, a pesar del uso de reglas, impusieron el abandono de la regla en nombre de suministrar liquidez al sistema financiero, con lo cual se demostró que cierta flexibilidad en su uso era necesario sobre todo en momentos en los cuales la autoridad enfrentaba alguna contingencia que pusiera en riesgo el propio sistema.

En los primeros años del siglo XX en EU se creó el Fed, el banco central, con el propósito de enfrentar los pánicos financieros. Los países se volcaron a la constitución de estas instituciones en pro de contar con modernos aparatos monetarios. A pesar de esto, en las décadas que siguieron el mundo conoció la enorme severidad que traía una crisis con la Gran Depresión que tuvo su epicentro en EU y que se propagó a la mayoría de las economías. Quiebra masiva de bancos, alto desempleo y una deflación sin precedente eran los rasgos de este desastre que comenzó con la quiebra del mercado bursátil en 1929. La actuación del dinero en la economía se colocó rápidamente como el elemento central sobre el origen de la emergencia.

Los elementos analíticos que giraban en torno al dinero se modificaron y la teoría económica se transformó. Se negó la dicotomía clásica y se aceptó que variables nominales podían tener injerencia en variables reales, por lo que variaciones en la cantidad de dinero podían influir en el ciclo económico alentando el empleo. Los precios se suponían rígidos y los costos fueron el principal motivo que propagaba la inflación. Las ideas keynesianas que abrazaban estos postulados analíticos se convirtieron en el enfoque que dominó el pensamiento en todos los lugares del planeta. Los temas monetarios no evitaron el contagio. Las acciones discrecionales tomaron fuerza y se

tradujeron en políticas de dinero barato, el objetivo de las acciones monetarias fue uno, mantener niveles de tasas de interés muy bajas.

El fantasma de la inflación y el lento crecimiento surgió sobre todo en los países desarrollados en la década de los sesenta. La conducción de la política monetaria estuvo sujeta a fuertes críticas durante este periodo. La literatura sobre el uso de reglas nunca se detuvo. Las investigaciones sobre el dinero y sus efectos llevaron a replantear el diseño de reglas con base en un índice de precios, argumentando la necesidad de concentrar los poderes monetarios que estaban en manos de diversas agencias gubernamentales en pocas manos y después tenerlas cerca del control de la ley mediante la adopción de reglas legisladas. Se planteó que el Estado debía estar sometido a normas fijas y conocidas de antemano, normas que permitieran a cada individuo prever con certidumbre como la autoridad monetaria usaría sus poderes coercitivos en cada circunstancia.

Los últimos años de la década de los cincuenta del siglo XX fue quizá el punto de quiebre en la formalización de las reglas de política. La investigación en temas monetarios sugería la existencia de regularidades empíricas que planteaban un *trade-off* estable y de largo plazo entre inflación y desempleo. Poco tiempo transcurrió para que este trueque fuera presentado como un menú de opciones de política para la autoridad en EU en donde ésta podía intercambiar un nivel más bajo de desempleo a cambio de una alta inflación. La curva de Phillips se propagó en todo el mundo. Todo consistía en que la sociedad decidiera entre inflación baja y alto desempleo y viceversa. Esto definió aún más los postulados analíticos que rodeaban el tema del dinero. Variaciones en la cantidad de dinero tenían impacto en variables reales como el empleo y el producto en el corto y en el largo plazo.

Sin embargo, la inflación no cesó y se le sumó la inamovilidad del producto, a lo que se le llamo estanflación. La famosa curva de Phillips no podía explicar lo que estaba pasando y los teóricos de la cantidad de dinero arremetieron contra ella. Plantearon que la relación entre inflación y desempleo era nula en el largo plazo debido a la existencia de una tasa natural de desempleo en la economía la cual dependía únicamente de factores reales. Lo que existía era un *trade-off* de corto plazo entre inflación y desempleo siempre y cuando las variaciones en la cantidad de dinero fueran no anticipadas. Los impactos del dinero en la economía se producían con rezagos y no existía consenso sobre su durabilidad.

Estos elementos analíticos diferentes que no nuevos llevaron a revalorar la dicotomía clásica y la neutralidad del dinero en la economía, haciendo resurgir la formulación de reglas de política en la conducción de los asuntos monetarios en la economía. Se propuso entonces la regla del k por ciento, que planteaba que el stock de dinero debía crecer a una tasa fija constante, el porcentaje de variación era menos relevante, lo importante era mandar una señal al público de que el dinero no representaría una fuente de perturbación para la economía y por el contrario el dinero se volviera una fuerza predecible y regular. Esta medida fue adoptada por la mayoría de los bancos centrales en el mundo en su lucha por atajar los altos niveles de inflación y en algunos casos hiperinflación que se experimentaban. En las décadas posteriores la economía advirtió la revolución de las expectativas racionales, lo cual vino a replantear la existencia de un *trade-off* de corto plazo entre inflación y desempleo para postular la ineffectividad de la política monetaria.

La proposición de ineffectividad de la política monetaria fue contenida con modelos que suponían precios rígidos en la economía en el corto plazo. Se reforzó la idea de que el gobierno tiene una enorme responsabilidad sobre el sistema monetario, ese reconocimiento se dio en los hechos cuando los bancos centrales adquirieron la responsabilidad de garantizar el poder adquisitivo de sus monedas. El estado debía proveer mediante el uso de reglas, un marco monetario estable que permitiera la un desempeño del producto, el empleo y la inflación de forma estable. Esta idea se fortaleció con el tratamiento que se le dio al problema de la inconsistencia dinámica, el cual surge en un marco de políticas discrecionales. La búsqueda del banquero central por buscar explotar el *trade-off* de corto plazo mediante sorpresas inflacionarias puede evitarse mediante la adopción de reglas de política, situación que ofrece mejores resultados para la economía en términos de bienestar social.

El desarrollo de las reglas continuó, se pensó que para lograr que la política monetaria fuera eficaz era mediante el desarrollo de reglas de política que ayudaran a los encargados en la toma de decisiones de política. Pero mayor aún, la regla de política sería eficaz si ésta le dijera a la autoridad como fijar los instrumentos de política en respuesta a los eventos de la economía. La literatura económica conoció la regla de Taylor, la cual es una regla que utiliza la tasa de interés como el instrumento operacional, se trata de una regla con retroalimentación, la cual ajusta la tasa de interés en respuesta a desviaciones de la inflación de su nivel deseado o blanco y de la desviación del producto de su nivel de tasa natural.

La regla de Taylor la cual lleva el nombre de su proponente, el economista John Taylor, es una regla que ha contado con la mayor aceptación por parte de los académicos y formuladores de política en casi todo el mundo, se podría decir que la mayoría de los bancos centrales en todo el mundo, particularmente la Fed, utilizan la regla de Taylor como un instrumento a considerar para la toma de decisiones en la conducción de la política monetaria. El autor de esta propuesta recalcó que la regla de Taylor no debe ser utilizada como fórmula mecánica ni como un marco fijo de instrumentos de política, por el contrario la autoridad debe contar con cierto grado de flexibilidad sobre todo en determinados momentos para enfrentar eventualidades como una crisis económica. Igualmente, es necesario poner atención durante las transiciones de una regla hacia una nueva debido a que las expectativas de los individuos convergen solo gradualmente y porque la existencia de rigideces en la economía impide a la gente cambiar su comportamiento rápidamente.

La creación del Fed fue el tercer intento por contar con un banco central, le antecedieron dos intentos, aunque con particularidades específicas en cada caso, tuvieron el propósito de dar a la emergente potencia un poder privado-publico que tuviera injerencia nacional en el ámbito monetario, financiero y crediticio. EU se convirtió en un laboratorio monetario que exportó experiencia a todo el mundo, la nación independiente tuvo como referente el Banco de Inglaterra pero decidió incorporar elementos distintos y novedosos en sus jóvenes instituciones, al final se trató de un banco central único.

El primer intento se dio en 1791 con la creación del FB que operó durante 20 años y llegó a tener 8 sucursales, se creó con el propósito de atender el brote inflacionario que surgió por la emisión desordenada de dinero fiduciario para financiar la guerra, aliviar los problemas financieros del gobierno y crear un clima favorable que había sido afectado por los actos bélicos y la inflación. El banco nacional desempeñó funciones de recaudación y préstamo al gobierno para llevar a cabo sus funciones. Este banco no pudo sobrevivir al clima político que le fue adverso y se extinguió.

El segundo intento se forjó en 1817 con la creación del SB que alcanzó a tener 25 sucursales convirtiéndose en el banco nacional más grande de todo el Continente Americano, se creó para estabilizar el valor de la moneda producto del desorden en la emisión de notas estatales, entre otras cosas para financiar la guerra que enfrentó la nación independiente con el imperio británico, además de restablecer los fondos públicos y generar un clima de estabilidad para las empresas privadas. El SB continuó

mostrando lo que un banco nacional hace en términos monetarios, ejerciendo en este caso, una política monetaria muy rudimentaria.

Con la extinción del SB tuvieron que transcurrir 75 años para lograr concretar la creación del Fed. En los años que antecedieron a este hecho, el periodo *the free banking area*, que se caracterizó por el reinado de los bancos estatales y la ausencia de una banca nacional de carácter pública, evidenció en la práctica monetaria que el dinero bueno desplaza al dinero malo, en una abierta competencia de los bancos por lograr la aceptación de su dinero o notas bancarias. El tercer intento partió de un desarrollo del sistema bancario, lo que creó la necesidad de contar con una moneda elástica y de reservas bancarias móviles que enfrentara los pánicos financieros que se acentuaron en el último tercio del siglo XX y primeros años del XX.

Se desarrolló un sistema bancario ligado a los depósitos lo que hizo vulnerable a los bancos frente a los cambios en las tenencias de dinero de los individuos, generando la necesidad de los bancos por efectivo al mínimo signo de retiro masivo de depósitos. Con las crisis financieras acentuadas, la gran banca privada que contaba con el reconocimiento y credibilidad de los agentes económicos, enfrentó las contingencias atendiendo las necesidades de capitalización y emitiendo certificados que fungían como dinero en la práctica.

El ambiente de crisis sentó las bases para la creación de un sistema de banca central con el propósito principal de atender los pánicos financieros. La discusión se centró entre un ente público o privado, al final se logró un híbrido que contó con 12 bancos regionales asentados en 12 distritos y una Junta Central que incluyó al Secretario del Tesoro y al Contralor de la moneda. El poder de la Costa Este concentró el poder económico, aunque las decisiones de los actores políticos incidieron significativamente en el diseño final del instituto emisor. Se trató de un banco público-privado que aglutinó los poderes regionales de la banca privada con la injerencia del gobierno.

La creación de una banca nacional que fuera dominante sobre los bancos estatales permitió conocer las acciones del dinero en la economía y las formas para alterar la liquidez en la economía, entre otras, prácticas que tuvieron consecuencias no siempre positivas para la economía. Su actuación se convirtió en un experimento monetario, las autoridades monetarias comenzaron a incidir en el ciclo de negocios de la economía, algunas veces alentando la especulación y la excesiva toma de riesgos con resultados negativos para la sociedad, otras veces encareciendo el crédito y restringiendo el

circulante con derivaciones igualmente dañinas y en ocasiones generó un clima propicio para el desarrollo de las actividades económicas cuando provocó estabilidad en el sistema monetario.

En el caso del FB y el SB dominó una regla de convertibilidad aunque en algunas ocasiones flexible generó un cierto control de la oferta monetaria, en un contexto en donde el pensamiento clásico dominó. Posteriormente con el Fed, éste se creó bajo una filosofía de la *real bill doctrine*, aunque en los hechos se conjugó con una regla de convertibilidad con cierto éxito en la estabilidad de la moneda, que no desapareció sino hasta la reforma que sufrió el banco central en 1935 cuando se eliminó su poder regional y sus decisiones de política se centralizaron en la Junta de Gobierno del Fed.

Como lo señaló Friedman (1991) el Fed empezó a desempeñar sus funciones entre ellas ejercer el control de la oferta monetaria, la cual sería “sencilla en principio porque la oferta monetaria será la que la autoridad quiera que sea, [pero] complicada en la práctica porque las decisiones de la autoridad monetaria dependerá de numerosos factores. Entre estos figuran las necesidades burocráticas de la autoridad, las creencias y los valores personales de los responsables, las tendencias actuales o supuestos de la economía, las presiones políticas que reciben esas autoridades del instituto y así un inacabable sucesión de detalles”. Estas características determinarán sin lugar a dudas el desarrollo y los resultados de la conducción de la política monetaria y explicarán los acontecimientos más significativos de la historia monetaria los cuales son la Gran Depresión, la Gran Inflación, la Gran Moderación y recientemente la Gran Recesión.

La Gran inflación es un periodo que va de 1964-1981 en donde los precios subieron aceleradamente, de forma sostenida y permanente durante 17 años, el producto y la inflación tuvieron variaciones considerables, muchas de las veces el producto se frenó y la tasa de desempleo se incrementó, lo que fue bautizado como estanflación. Sin lugar a dudas la Gran Inflación fue uno de los experimentos del dinero más significativos de la historia monetaria de EU que mostró a los ejecutores de política de todo el mundo, la fuerza que tiene éste para destruir una economía.

La Gran Inflación inició en los años sesentas, específicamente en 1964 y coincidió con la puesta en marcha de la ley de Pleno Empleo y el programa de bienestar del presidente Johnson “*Great Society*”. Al frente del Fed estaba Martin Jr, –hijo del prestigiado William McChesney Martin quien redactó la ley que creó el Fed en 1913 por encargo del presidente Woodrow Wilson– que duró 17 años al frente del Fed, solo Greenspan habría

podido igualar un mandato tan prolongado. Martín tuvo éxito inicialmente en el control de los precios y su mérito más destacado fue contribuir con la firma del acuerdo Fed-Tesoro en 1951 para lograr la independencia del Fed del gobierno federal.

Iniciada la década de los sesenta, con las administraciones de Kennedy y Johnson, los ejecutores de política comenzaron a culpar a la disciplina fiscal del bajo dinamismo económico y el alto nivel de desempleo. El gobierno decidió implementar un activismo fiscal para incidir en el producto y el empleo. Johnson puso en marcha su programa Great Society, que contempló amplios programas de gasto social, el presupuesto público creció sustancialmente, además se le adicionó un recorte de los impuestos públicos, lo que produjo un fuerte déficit fiscal.

Martín Jr estuvo abierto a las nuevas tendencias de política, sin dogmas y más bien fue un hombre práctico en la conducción de la política monetaria, él comenzó a creer que el banco central podría hacer más que controlar los precios. El gobierno federal necesitó de una política de bajas tasas de interés para aminorar el costo de la deuda pública y potenciar una política fiscal muy expansiva y Martín estuvo de acuerdo en llevarlo a la práctica. La política monetaria se coordinó con la fiscal en la búsqueda del pleno empleo, la independencia del Fed se perdió y se aventuró en afectar variables reales. El dinero fiduciario se incrementó, se perdió el ancla nominal de la economía y dio comienzo el periodo de la Gran Inflación.

De acuerdo a las autoridades los precios se alimentaban por presiones de oferta fundamentalmente, el monopolio de los sindicatos, la fijación de precios de los monopolios y los choques de oferta explicaban la inflación, por lo que el control de los precios estaba fuera de las acciones del Fed, en la práctica la inflación fue tratada como un fenómeno no monetario. Sin embargo, la inflación escaló niveles de dos dígitos, Martín Jr pretendió contener la inflación aumentando las tasas de interés pero el gobierno persuadió al presidente del Fed para retardar su actuación. En un intento tardío por incidir en los precios, Martín Jr alentó una política de freno y arranque, es decir alzas y bajas abruptas en las tasas de interés, desquiciando más las actividades económicas y los precios.

Después de 17 años en el Fed, Martín dejó su encargo y le sustituyó Arthur Burns en 1970, el primer economista en dirigir el Fed desde su creación en 1913. Sin embargo, las prácticas monetarias de Burns en el banco central no fueron diferentes a las de su antecesor. Burns fue un fuerte apoyador del activismo del gobierno para intentar incidir

en el ciclo de negocios de la economía. Desde su arribo al Fed vio con buenos ojos el activismo fiscal, además creyó que una política monetaria activa podía y debía apoyar al gobierno en la búsqueda del pleno empleo.

Para Burns la política monetaria actuando sola no lograría controlar la inflación, por el contrario, ésta necesitaba del apoyo y la coordinación del gobierno y de la política fiscal para abatir la escalada de precios. Burns fue un fuerte promotor del control de precios tanto del sector público como privado como una medida para controlar la inflación. Creyó poder disminuir la inflación con incrementos controlados de la tasa de desempleo, explotando el trade-off de corto plazo entre inflación y desempleo. Tal como su antecesor, pretendió incidir en variables reales instrumentando el arsenal monetario.

Burns convenció y logró que el gobierno federal implementara el control de precios, en consecuencia, Burns relajó fuertemente la política monetaria porque pensó que una expansión monetaria afectaría primero al producto y después a los precios, mantuvo como un objetivo el crecimiento de la economía en primer lugar y en segundo lugar el control de los precios. Sin embargo, la inflación continuó y pero aún, escaló a niveles de dos dígitos, las autoridades culparon a la inflación de oferta alimentada por los choques del petróleo de ese momento, y no a las políticas expansionistas del Fed instrumentadas por Burns. La autoridad federal respondió con políticas de ingreso para afectar los precios de determinados bienes, en un intento desesperado por contener la inflación. Sin embargo, la inflación no cesó, solo se incrementó.

Al término de la gestión de Burns, le sucedió William G. Miller en 1978. Con Miller al frente del Fed el desorden monetario se acrecentó. El dólar sufrió fuertes depreciaciones frente a las monedas alemana y japonesa desatando inestabilidad financiera en el ámbito internacional. Para la autoridad, un alza en el costo del dinero podría frenar la pérdida del valor del dólar y su traspaso a la inflación, por lo que culminaron a Miller a hacerlo. Sin embargo, él se negó a restringir la política monetaria. Muy pronto Miller se ganó el descrédito y la desconfianza de los agentes económicos, financieros y políticos y fue removido un año después de asumir el cargo como presidente del Fed, y su lugar lo ocupó Paul Volcker.

Cuando Volcker arribó al Fed, la inflación era ya la principal preocupación de los ciudadanos. El control de la inflación se colocó como el principal objetivo del banco central y de las autoridades. Ahora bien, bajo un enfoque dominante de que la inflación de costos alimentaba el alza de los precios, evitar la depreciación a toda costa revertiría

el incremento de los precios domésticos del dólar detendría y revertiría el traspaso de hacia los precios domésticos, lo que se le pidió a Miller y no se consiguió. La inflación no logró el consenso necesario para que el Fed incrementara las tasas de interés pero la depreciación del dólar si lo hizo.

El banco central restringió fuertemente la política monetaria llevando las tasas de interés a niveles de hasta dos dígitos, esta acción contó con todo el respaldo del gobierno. El alza de las tasas de interés frenó la demanda agregada, desaceleró el producto, incrementó el desempleo y limitó el aumento de la inflación. La caída de los precios tuvo una tasa de sacrificio en términos de crecimiento de la economía y de empleos. Sin embargo, las acciones de política monetaria por parte de Volcker en el Fed marcaron sin lugar a dudas el inicio del fin de la Gran Inflación.

Los errores analíticos de los economistas generaron una política de la inflación, se asumió que en el largo plazo el dinero afecta el producto y el empleo, lo que llevó al Fed a un crecimiento descontrolado del dinero que generó niveles de inflación sin precedente en tiempos de paz durante 17 años. La Gran Inflación del siglo XX forma parte de los procesos de aprendizaje en la conducción de la banca central y sus acciones monetarias que mostró al mundo que la inflación es un fenómeno monetario y de que su control está sin lugar a dudas en el banco central y no en el gobierno.

La Gran Moderación es un periodo de la historia monetaria de EU que se extiende de 1982 a 2006, que inicio con el fin de la Gran Inflación en 1981 y que terminó con el inicio de la Gran Recesión en 2006. Este periodo se caracterizó porque la inflación y el producto mostraron una variabilidad muy reducida y estable a lo largo de este lapso y ocurrieron dos expansiones muy largas y dos recesiones muy cortas. La Gran Moderación fue protagonizada por tres presidentes republicanos y un demócrata y dos grandes personalidades al frente del Fed, Paul Volcker quien duró 4 años en el cargo y Alan Greenspan quien permaneció por 18 años, por los éxitos que consiguió.

Existen varias tesis que explican el periodo de la Gran Moderación, factores tales como: un mejor manejo de los inventarios por parte de las empresas, buena suerte y acciones monetarias adecuadas por parte del banco central. Se argumenta que un mejor manejo de los inventarios había ayudado a disminuir la volatilidad de la venta de los bienes durables y con ello la volatilidad del producto y del empleo, esto fue posible debido a la incorporación y generalización de las tecnologías a los sistemas productivos. Respecto al argumento sobre la existencia de buena suerte se plantea que en el periodo de la

Gran Moderación no hubo grandes choques externos, es decir alzas abruptas de los *comodities*, alimentos o energéticos, principalmente.

Sin embargo, la tesis que plantea que el uso adecuado de la política monetaria por parte del banco central como promotor de la Gran Moderación es la que tiene más fuerza y respaldo de los investigadores. El uso de la “buena política monetaria” como dicen algunos economistas monetarios, plantea el reconocimiento por parte de la ciencia económica de que la inflación es un fundamentalmente un fenómeno monetario, es decir, aceptar en la práctica que el banco central puede controlar la inflación, la existencia de una tasa natural de desempleo que implica la anulación del *trade-off* de largo plazo entre inflación y desempleo, entre otros aspectos a destacar. Esta investigación enfatiza y desarrolla la tesis de que determinadas acciones monetarias provocaron la Gran Moderación.

Este periodo comenzó con la llegada de Paul Volcker a la Fed, convirtiéndose en el doceavo en presidir el banco central. Volcker desafió la ortodoxia dominante que planteaba que la inflación era un fenómeno real y no monetario, resultado de presiones de costos y choques de oferta, que era atendida por parte del gobierno federal mediante políticas de ingreso y de establecer controles sobre los precios. El mérito de Volcker fue estar a la vanguardia en el desarrollo de investigaciones sobre teoría monetaria, adoptando planteamientos diferentes, que no nuevos sobre el papel que juega el dinero y el banco central en la economía.

Volcker apartó al Fed de su papel activista y le imprimió a la política monetaria un rol que estabiliza el producto y el empleo. El banco central comenzó a hacerse responsable de la inflación, se asumió a ésta como un fenómeno fundamentalmente monetario. Volcker convirtió a la inflación en el objetivo número uno de la política monetaria, no atendió las presiones políticas, su comportamiento se caracterizó por ser predecible, como de regla, se esforzó con ganar credibilidad para obtener moldear las expectativas. La política monetaria formó el entorno de las expectativas en la cual los fijadores de precios se condujeron en la Gran Moderación.

Volcker rompió con la práctica de freno y arranque en el momento en que el Fed no inicio una fase de arranque subsecuente, generando que el instituto emisor comenzara a ganar credibilidad. El banco central podría incrementar la tasa de interés sin que el público esperara una baja en el nivel de tasas de interés para promover el crecimiento económico y el empleo. Volcker estableció a las expectativas inflación a la baja como la

nueva ancla nominal de la economía. La política monetaria estabilizó la inflación esperada y la inflación observada, contribuyendo a bajar la volatilidad en la inflación y en el producto.

Con la llegada de Volcker inicio el proceso de desinflación de la economía. En 1979 con el incremento en el gasto militar por la Guerra de Vietnam, la inflación repuntó, la Fed retrasó el incremento en las tasas de interés por una petición del presidente Carter, quien impuso controles de crédito, esta medida empeoró la situación económica y fueron abandonados.

Posteriormente, la economía se aceleró fuertemente a lo que la Fed respondió incrementando la tasa de interés, la cual alcanzó el 20% en 1981, la inflación declinó sustancialmente en 1982 y ésta le permitió al instituto central ganar credibilidad. El fin del periodo de Volcker se dio en medio de la zozobra mundial, generado por la depreciación del dólar, lo que alimentó un susto inflacionario, la endeble credibilidad del banco central se puso a prueba.

Greenspan sucedió a Volcker al frente del Fed y fue el décimo tercero, llegó en 1987 y se retiró en 2006 en medio de un reconocimiento mundial, ha sido el presidente que más ha durado en el Fed. Greenspan tuvo que lidiar con multitud de situaciones, la quiebra bursátil de 1987, la crisis de 1991, presiones inflacionarias en 1994, un choque de productividad en 1997, los escándalos de corrupción financiera en 2000, los ataques terroristas a las torres gemelas en 2001 y un susto deflacionario en 2002. Greenspan se convirtió en un referente del estado y el rumbo que tomaba la economía, sus declaraciones cimbraban por igual a las actividades financiera y económica de EU y del mundo, su mandato es conocido como la *era Greenspan*.

Durante la década de los ochenta la economía creció, los precios de las acciones habían subido de forma espectacular en 1987, la economía se sobrecalentaba, Greenspan lideró una alza en la tasa de interés para intentar frenar las actividades productivas ante el temor de que la inflación escalara, el primer incremento generó enormes pérdidas en el mercado bursátil, Greenspan continuó con el incremento en el costo del dinero, la tasa de interés pasó de 5.5 a 6.5%. La decisión se había tomado sin la intervención del gobierno federal, la autonomía del emisor central se había confirmado una vez más. Greenspan había intentado un aterrizaje suave, es decir detener el alza de los precios sin afectar la economía, pero no lo logró, la producción se desaceleró y la Fed emprendió un ciclo de relajamiento de 1989 a 1992.

En 1993 Greenspan comenzó a pisar el freno a la economía, inicio un ciclo de endurecimiento monetario para atender la inflación. La tasa de referencia pasó de 3% en 1993 a 6% en 1995. La economía siguió creciendo y la inflación cedió, Greenspan calificó este hecho como un aterrizaje suave para la economía, una desinflación sin pérdida de empleos y se anuló la posibilidad de una recesión. La estabilización de la inflación y del producto había sido todo un éxito, la Fed había conseguido credibilidad en su forma de actuar. Para el primer semestre de 1996 la economía seguía creciendo a una tasa del 6% con una tasa de desempleo acercándose a su nivel de tasa natural del 5.5%, se temía que si caía por debajo de ésta, la inflación repuntara.

La mayoría de los expertos pedían un alza en la tasa de interés por parte del Fed en 1997, pero Greenspan identificó que la economía estaba enfrentando un choque de productividad, para él la revolución tecnológica había aumentado la capacidad de la economía para expandirse, aumentar el costo del dinero significaba parar el crecimiento económico, al final Greenspan esperó un poco, la tasa de desempleo finalmente bajó por debajo del 4% en 2000. El impulso de la economía siguió y la inflación se convirtió en una amenaza real, Greenspan entonces inició un ciclo de alzas de la tasa de referencia, ésta pasó de 4.75 a 6.5% de 1999 a 2000, se trataba de retirar la liquidez inyectada desde 1998 cuando se atendió la crisis internacional, la Fed había intentado otro aterrizaje suave, esta vez sin éxito.

Para Greenspan el uso de la regla de Taylor no hubiera podido identificar el cambio en la tendencia de la productividad, se trataba de aspectos inobservables que los modelos econométricos no pueden considerar, él decidió sopesar los costos y los beneficios, de acuerdo a Greenspan se trató de un enfoque de administración de riesgos con apego a la discrecionalidad, enfatizó que la política monetaria se realiza en tiempo real, con datos incompletos, en donde los modelos econométricos encuentran muchas limitantes. Esta polémica sin lugar a dudas es el centro de la discusión que se centra en el uso de reglas versus discrecionalidad en la conducción de la política monetaria, para determinar el mejor enfoque que logre estabilizar el producto y el nivel de precios.

El alza del dinero que comenzó en 1999 terminó pinchando la burbuja tecnológica, repercutiendo en las bolsas de valores del mundo, el ajuste financiero se trasladó a la economía real, acrecentando la posibilidad de una recesión después de muchos años. La desaceleración económica se acentuó con los escándalos de corrupción financiera de 2000, los atentados terroristas de las torres gemelas de 2001 y el susto deflacionario. La respuesta de la Fed de Greenspan no se hizo esperar, la tasa de referencia pasó de

6.5% en 2000 a 3.75 en 2001. Posteriormente, el instituto emisor fue más agresivo en su relajamiento monetario, la tasa quedó en 1% en 2003, considerada por los expertos como muy baja, el argumento de Greenspan fue el terrible susto deflacionario que amenazaba a la economía.

La Fed de Greenspan enfrentó una batalla por la transparencia desde fuera de la institución, se decía que el instituto emisor concentraba demasiado poder y que sus decisiones de política estaban llenas de secretismo. Al inicio de su gestión Greenspan hablaba poco y de forma enigmática, él creía que ésto contribuía a lograr una mejor gestión económica, después cambió de opinión, la segunda parte de su mandato fue más comunicativo al grado de que las reuniones de política monetaria se hicieron públicas. La Fed se volvió transparente lo cual en los hechos coadyuvó a ser más eficaces las acciones monetarias, se observó que la transparencia ayudó a comunicar las acciones del banco central, la transparencia reforzó la credibilidad del instituto emisor.

La Fed de Greenspan continuó con las acciones emprendidas por Volcker en 1979, se defendió la independencia de la política monetaria frente al gobierno, ésta dejó de financiar los déficits públicos del gobierno federal, se utilizaron las acciones monetarias para estabilizar la inflación y el producto con éxito, apoyándose contra el viento con credibilidad —como lo llama Hetzel— se concibió a la inflación como un fenómeno fundamentalmente monetario, se aceptó la existencia de una tasa natural de desempleo, independientemente de aspectos monetarios, se concibió a la credibilidad como un elemento indispensable en la conducción de las expectativas inflacionarias, el Fed tuvo un comportamiento predecible como de regla frente a los actores económicos, se optó por acciones discrecionales cuando se consideró necesario atender contingencias inmediatas, el resultado una etapa de gran estabilidad de la inflación y del producto durante 24 años.

La crisis hipotecaria que estalló en agosto de 2007 puso fin a un período de más de dos décadas de crecimiento económico en EU, os, conocido como la Gran Moderación. El peor momento de la crisis se vivió en septiembre de 2008, cuando Lehman Brothers, el cuarto mayor banco de inversión fue declarado en quiebra, desatando un exorbitante pánico financiero que golpeó severamente todas las plazas bursátiles del planeta. Durante el tiempo que la economía se cimbró y los meses que siguieron a su reconstrucción, fue producida una extensa literatura sobre el tema con el propósito de averiguar qué había puesto fin a la etapa de crecimiento económico.

En este marco, desde la teoría económica estándar surgieron estudios que, con distintos matices, pueden ser agrupados en tres bloques. Una opinión encabezada por John B. Taylor, profesor de la Universidad de Stanford quien sostiene que la autoridad se desvió de un marco de políticas que habían trabajado bien, lo que se conoce como la hipótesis de la Gran Desviación. Por el otro lado, se encuentran economistas como Alan Greenspan, Donald Kohn, Ben S. Bernanke, Frederic s. Mishkin y Lars E. O. Svensson, quienes señalan que la crisis se debió a un desequilibrio global entre ahorro e inversión que animó un ciclo prolongado de bajas tasas de interés y una abrupta toma de riesgos, situación que fue alentada por débiles políticas de regulación y supervisión.

Taylor sostiene que las posturas de política monetaria por parte de la Fed generaron la crisis, argumenta que la crisis económica se gestó años atrás, de 2002 a 2004 cuando las decisiones de política de la Fed estuvieron muy por debajo de lo que recomendaba la regla de Taylor. Además, las autoridades diagnosticaron problemas de liquidez, cuando en realidad se trataba de riesgo de contraparte. Otra respuesta equivocada desde su punto de vista, fue la drástica reducción en la tasa de fondos federales durante el primer semestre de 2008, situación que generó una depreciación del dólar y un incremento en los *comodities*, lo que provocó debilitamiento de la economía y una prolongación de la crisis.

Para Alan Greenspan, presidente de la Fed de 1987-2006, las acciones de la autoridad fueron adecuadas de acuerdo al contexto prevaleciente. De acuerdo a él la crisis *subprime* tuvo su origen en los años ochenta del siglo pasado, cuando crecientes flujos de capitales provenientes de países en desarrollo principalmente China entraron a las economías desarrolladas incluyendo EU. Dicho exceso de ahorro ocasionó una disminución progresiva de las tasas de interés de largo plazo antes de 2000 y 2005. Cuando la Fed comenzó a subir en 2006 su blanco de la tasa de fondos federales, la tasa de largo plazo permaneció igual, abandonando la trayectoria marcada por las tasas de corto plazo, situación nunca antes vista.

Para Donald Kohn, vicepresidente de la Junta de Gobernadores de la Fed, y segundo de abordo durante la era Greenspan, las condiciones de calma prevalecientes durante la Gran Moderación condujeron a los agentes privados a relajar la regulación prudencial y a subestimar los riesgos asociados con sus acciones. Esta situación llevó a las empresas e individuos a tomar niveles de riesgo de manera creciente. Kohn culpa a inversionistas e instituciones financieras internacionales del problema de las hipotecas de alto riesgo que después provocarían la crisis y afirma que la autoridad actuó

correctamente, pues al presentarse una burbuja en el sector hipotecario, la autoridad actuó en la medida que ésta amenazaba los objetivos de precios que el instituto central sigue de cerca.

Desde la perspectiva de Lars Svensson, reconocido experto y ex funcionario del banco central de Suecia, la crisis fue causada por fallas de regulación y supervisión en combinación con tasas de interés bajas alrededor del mundo y una política que promovía la vivienda en EU. Estos factores, desde el punto de vista de Svensson, tienen poca relación con la política monetaria implementada por la Fed años previos al estallamiento de la burbuja hipotecaria como lo señala John Taylor. Además, señala que el enfoque blanco de inflación prevaleciente en la mayoría de los bancos centrales del mundo lejos de mostrar sus debilidades, ha mostrado su efectividad y no debiera cambiar.

Para Ben Bernanke, presidente de la Fed de 2006 a 2014, quien estuvo al frente de las decisiones de política monetaria en los momentos más críticos de la crisis y acompañó a Greenspan en la Junta de Gobernadores en el periodo previo a la crisis, señala que la causa de la crisis fue el efecto del ciclo hipotecario en EU y el crecimiento asociado de las hipotecas *subprime* sin pagar, lo cual impulsó sustanciales pérdidas sobre muchas instituciones financieras y sacudió la confianza de los inversionistas en los mercados de crédito. Ante tal amenaza la Fed respondió agresivamente a la crisis desde su surgimiento en el verano de 2007. Las acciones fueron una serie de recortes a la tasa de descuento y la provisión de liquidez de corto plazo para instituciones financieras en diferentes mercados.

Por su parte, Mishkin quien es un reconocido economista a nivel internacional y segundo de a bordo del ex presidente de la Fed, señala que la burbuja que generó la crisis de 2007-2009 fue alimentada por: el crecimiento del crédito; crecimiento de los precios del sector hipotecario y la innovación financiera con el uso de la ingeniería financiera. Por su parte la Fed respondió con acciones tales como: una política monetaria convencional, el uso de la tasa de fondos federales y la no convencional, inyección de liquidez y administración de las expectativas, las pruebas de estrés para los bancos comerciales y los rescates a instituciones financieras.

Por su parte, los monetaristas representados por Hetzel, Schwartz y Meltzer no están unificados en torno a las causas que generaron el fin de la Gran Moderación. Para Hetzel, la crisis surgió porque la Fed de Bernanke se desvió de su procedimiento estándar en el verano de 2008, esta desviación impidió que la Fed realizara en este

periodo reducciones adicionales de la tasa de fondos federales que atendieran un deterioro considerable de la actividad económica y que ante la ausencia de mayores recortes a la tasa, específicamente entre el 30 de abril y el 8 de octubre de 2008, la Fed provocó un choque monetario que agravó la recesión moderada que había comenzado en EU en 2007, motivada por una disminución de la riqueza real de las familias por la caída de los precios de las casas y el alza de los precios de los alimentos y los energéticos en 2007 y 2008.

En el caso de Schwartz y Meltzer, al igual que Taylor, acusa a la Fed de haber provocado la crisis por mantener una política monetaria acomodaticia demasiado laxa y comenzar a revertir esta excesiva liquidez de forma muy lenta. Schwartz resalta factores que potenciaron la crisis tales como: el rol del gobierno para facilitar hipotecas, sobre todo de bajo costo, instrumentos de inversión sofisticados por parte de las instituciones financieras, la falta de regulación y supervisión de las instituciones financieras y el derrumbe del mercado del crédito para algunos instrumentos de inversión. Meltzer por su parte, señala que el rescate de AIG y la quiebra de Lehman Brothers, evidenció la ausencia de una política clara por parte de la Fed en la gestión de la crisis que generó incertidumbre e introdujo demasiado riesgo al sistema.

Referencias

Aspe, A. (1993), *El camino mexicano de la transformación económica*, FCE Editorial, México.

Asso, Francesco, George Kahn y Robert Leeson (2012), "Monetary policy rules: from Adam Smith to John Taylor" en Koenig, E. F., Leeson, R., y Kahn, G. (2012) *The Taylor rule and the transformation of monetary policy*, Hoover Institution Press, Stanford.

Banco de México (1994), *Informe Anual de 1993*, México, April

--- (1995), *Informe Anual de 1994*, México, April.

--- (2003), *Informe Anual de 2002*, México, April.

--- (2008), *Anuncio de Política Monetaria*, México, June 20.

--- (2009a), *Anuncio de Política Monetaria*, México, January, 16.

--- (2009b), *Anuncio de Política Monetaria*, México, April, 20.

--- (2009c), *Informe Anual de 2008*, México, April.

--- (2009d), *Anuncio de Política Monetaria*, México, June 19.

--- (2009e), *Anuncio de Política Monetaria*, México, June 17.

--- (2010a) *Informe Anual de 2009*, México, April.

--- (2010b), *Informe sobre el primer semestre de 2010*, México, September 10.

--- (2010c), *Informe sobre la inflación octubre-diciembre 2009 y Programa monetario para 2010*, México, January.

--- (2013a), *Informe Trimestral, enero-marzo*, México.

- (2013b), *Informe Trimestral, abril-junio*, México.
- (2013c), *Informe Trimestral, octubre-diciembre*, México
- (2013d), *Minuta número 22*, México, September 20.
- (2013e), *Minuta número 23*, México, November 8.
- (2014a), *Minuta número 28*, México, June 20.
- (2014b), *Informe Trimestral, enero-marzo*, México.
- (2014c), *Informe Trimestral, abril-junio*, México.
- (s/f, a), *Esquema de Objetivos de Inflación*, México.
- (s/f, b), *Efectos de la Política Monetaria sobre la Economía*, México.

Baqueiro, A., A. Díaz y A. Torres (2003), “¿Temor a la flotación o a la inflación. La importancia del «traspaso» del tipo de cambio a los precios”, *Documento de Investigación* núm. 2003-02, Banco de México, January.

Barro, Robert y David Gordon (1983), “Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy”, *NBER working paper series*, Working Paper No 1079, February.

Bernanke, Ben (2002), “On Milton Friedman’s Ninetieth Birthday”, speech given at the Conference to Honor Milton Friedman, University of Chicago, Chicago, Illinois, November 8.

--- (2004), “The great moderation”, reunion de la Eastern economic Association, Washington.

--- (2009a), “The crisis and the policy response”, Stamp Lecture, London School of Economics, Londres, enero 13.

--- (2009b), “The Fed’s exit strategy”, *The Wall Street Journal*, julio 21.

Blanchard, Olivier (2012), *Macroeconomía*, Pearson Prentice-Hall, Madrid. Quinta edición.

--- y John Simon (2001), “The long and large decline in U.S. output volatility”, *Working Paper Series* 01-29, Department of Economics, Massachusetts Institute of Technology, Cambridge.

Blinder y Ricardo Reis (2005), “Understanding the Greenspan standard.”, In the Greenspan era: lessons for the future, Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City.

--- y Zandi (2010), "Stimulus worked", *Finance and Development*, International Monetary Fund, diciembre.

Board of Governors of the Federal Reserve System (2008) *Monetary Policy Report to the Congress*, Washington, July, 15.

--- (2008a), *Monetary Policy Report to the Congress*, Washington, febrero 27.

Board of Governors of the Federal Reserve System (2008b), *Monetary Policy Report to the Congress*, Washington, julio 15.

--- (2009a), *Monetary Policy Report to the Congress*, Washington, febrero 24.

--- (2009a), *Monetary Policy Report to the Congress*, Washington, February, 24.

--- (2009b), *Monetary Policy Report to the Congress*, Washington, julio 21.

--- (2009b), *Monetary Policy Report to the Congress*, Washington, July, 21.

--- (2010a), *Monetary Policy Report to the Congress*, Washington, febrero 24.

--- (2010b), *Monetary Policy Report to the Congress*, Washington, julio 24.

--- (2011a), *Monetary Policy Report to the Congress*, Washington, marzo 11.

--- (2011b), *Monetary Policy Report to the Congress*, Washington, julio 13.

--- (2012a), *Monetary Policy Report to the Congress*, Washington, febrero 29

--- (2012b), *Monetary Policy Report to the Congress*, Washington, julio 17

--- (2013a), *Monetary Policy Report to the Congress*, Washington, febrero 26

--- (2013b), *Monetary Policy Report to the Congress*, Washington, julio 17

--- (2014a), *Monetary Policy Report to the Congress*, Washington, febrero 11

Calvo, Guillermo y Carmen Reinhart (2002), "Fear of Floating", *Quarterly Journal of Economic* vol. 117, number 2, May.

Carstens, A. y A. Werner (1999), "Mexico's monetary policy framework under a floating exchange rate regime", *Documento de Investigación* núm. 9905, Banco de México.

--- y A. Reynoso (1997), "Alcances de la política monetaria: marco teórico y regularidades empíricas en la experiencia mexicana" *Documentos de Investigación* núm. 9705, Banco de México.

Congressional Budget Office (2013), “Estimated Impact of the American Recovery and Reinvestment Act on employment and Economic Output from October through December 2012”, Washington, febrero.

Esquivel, G.(2013), “Una recesión ‘hecha en México’”, *revista Nexos*, México, November.

Federal Reserve Bank of Boston (2011), *Panic of 1097*, Massachusetts.

Federal Reserve Bank of Philadelphia (2009), *The first bank of the United States*, Philadelphia, junio.

--- (2010), *The second bank of the United States*, Philadelphia, diciembre.

Friedman, Milton (1968), “The role of monetary policy”, *The American Economic Review* vol. 58 núm. 1, marzo.

--- (1971), *Capitalism and freedom*, The University of Chicago Press.

--- (1975), “Unemployment versus inflation? –an evaluation of the Phillips curve”, en Friedman, Milton (1991): *Monetarist Economics*, Basil Blackwell, Oxford.

--- (1992)/ *La economía monetarista*, Gedisa Editorial, Primera Edición, Barcelona.

--- (1994)/ *Money mischief: episodes of monetary history*, Harcourt Brace and Company Edit.

--- y Anna Schwartz (1971), *A monetary history of the United States, 1967-1960*, Princeton University Press.

--- y --- (2008)/ *The great contraction 1929–1933*, Princeton Classic Editions Edit., Nueva Jersey.

Greenspan, Alan (2007), “The roots of the mortgage crisis”, *Wall Street Journal*, diciembre 12.

--- (2008), *La era de las turbulencias*, editorial, No-ficción Crónica, Ediciones B, México.

--- (2009), “Alan Greenspan: a response to my critics”, *Financial Times*, abril 6.

Hayek, Friedrich (1978), *Camino a la servidumbre*, editorial Alianza, Madrid.

Hetzl, Robert (1998), Arthur Burns and inflation, *Economic Quarterly* vol. 84/1, Federal Reserve Bank of Richmond, invierno.

--- (2007), *Rules vs. discretion: lessons from the Volcker-Greenspan era*, Federal Reserve Bank of Richmond.

--- (2008), *The monetary policy of the Federal Reserve: a history*, Cambridge University Press, Nueva York.

--- (2009), "Monetary policy in the 2008-2009 recession", *Economic Quarterly* vol. 95 núm.2, Federal Reserve Bank of Richmond, primavera.

Khon, Doland (2010), "The Federal Reserve's policy actions during the financial crisis and lessons for the future", Carleton University, Ottawa, Canadá, mayo 13.

Kydland, Finn E y Prescott, Edward C. (1977), "Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans", *Journal of Political Economy* vol. 85 núm. 3, junio.

Lucas, R. Jr. (1972), "Expectations and the neutrality of money", *Journal of Economic Theory*, number 4.

Meltzer, Alan (2005a), "Origins of the Great Inflation", *Review* vol. 87, núm. 2, parte 2, Federal Reserve Bank of St. Louis, marzo-abril.

--- (2005b), "Commentary: understanding the Greenspan standard" In the Greenspan era: lessons for the future, Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City.

--- (2007), *A history of the Federal Reserve*, volumen 2, libro 2, 1970-1986, Universidad de Chicago Press, Chicago.

--- (2009a), *A history of the Federal Reserve*, vol. 2, libro I, 1951-1969, The University of Chicago Press, Chicago.

--- (2009b), "Reflections on the financial crisis", *Cato Journal* vol. 29 núm. 1, invierno.

Mishkin, Frederic (2009), "Is monetary policy effective during the crises" *American Economic Review*, vol. 99 núm. 2.

--- (2010), "Over the cliff: from the subprime to the global financial crisis", Working Paper núm. 16609, NBER, diciembre.

Moen, Jon y Ellis Tallman (1999), "Why didn't the United States establish a central bank until after the panic of 1907?", *Working Paper Series* 1999-16, Federal Reserve Bank of Atlanta, noviembre.

Muth, John F. (1961) "Rational expectations and the theory of price movements", *Econometrica* vol. 29 number 3, July.

Nelson, Edward (2004), "The great inflation of the seventies: what really happened?" *Working paper 2004-01*, Federal Reserve Bank of St. Louis, enero.

Phillips, Williams. (1958), "The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the United Kingdom, 1861-1957", *Economica* vol. 25 núm. 100, noviembre.

Roger, T. Johnson (2010), *Historical Beginnings the Federal Reserve*, Federal Reserve Bank of Boston.

Rojas, Mario (2015), "El debate de las causas de la crisis financiera de Estados Unidos del 2008. ¿Fue adecuada la respuesta del FED?", *revista Perspectivas*, Universidad Autónoma de San Luis Potosí, Volume 9, number 1, January-June.

Romer, Christina (2009), "Fiscal policy and economic recovery", National Association of Business Economists' 25th annual, Washington Economic Policy Conference, Washington D.C., marzo 3.

Samuelson, P. y R. Solow (1960), "Problem of achieving and maintaining a stable price level. Analytical aspects of anti-inflation policy", *The American Economic Review* volume 50, number 2, May.

Schwartz (2009b), "Origins of the financial market crisis of 2008", *Cato Journal* vol. 29 núm. 1, invierno.

Simons, Henry C. (1936), "Rules versus authorities in monetary policy", *Journal of Political Economy* vol. 44 núm. 1, febrero.

Solís, L. (1997), *Evolución del sistema financiero mexicano hacia los umbrales del siglo XXI*, siglo XXI editores, México.

Solow, Robert, Paul Samuelson, (1959), "Problem of achieving and maintaining a stable price level" Massachusetts Institute of Technology.

Summers, Peter (2005), "What Caused The Great Moderation? Some Cross-Country Evidence," *Economic Review*, Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City.

Svensson, Lars (2010a), "Monetary policy after the financial crisis", speech at the IJCB Conference, Bank of Japan, septiembre 17.

--- (2010b), "Where do central banks go from here?", Simposio Económico "What is a useful central bank", Norges Bank, noviembre 18.

Sylla, Richard; Wright, Robert; Cowen, David (2009), "Alexander Hamilton, central banker: crisis management during the U.S. financial panic of 1792", *Business History Review* vol. 83, Harvard Business School, Massachusetts.

Tallman, Ellis y Jon Moen (1990), "Lesson from the panic of 1907", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta, mayo.

--- y --- (2006), "Liquidity creation without a lender of last resort: Clearinghouse loan certificates in the banking panic of 1907", *Working Paper Series* 2006-23, Federal Reserve Bank of Atlanta, noviembre.

Taylor, John (1979), "Estimation and control of a macroeconomic model with rational expectations", *Econometrica* vol. 47 núm. 5, septiembre.

--- (1992), "The great inflation, the great disinflation and policies for future prices stability", Blundell-Wignall (ed), *Inflation, disinflation and monetary policy*, Sidney: Ambassador Press.

--- (1993), "Discretion versus policy rules in practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, núm. 39, diciembre.

--- (2000) "Using monetary policy rules in emerging market economies", documento presentado en la conferencia *Stabilization and Monetary Policy: The International Experience*, Banco de México.

--- (2005), "Commentary: understanding the Greenspan standard", *the Greenspan era: lessons for the future*, Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City.

--- (2006), "Comments on «Tradeoffs in monetary policy» by Milton Friedman." Documento preparado para la conferencia Festschrift en honor a David Laidler, agosto.

--- (2009a), *Getting off track: how government actions and interventions caused, prolonged, and worsened the financial crisis*, Hoover Institution, California.

--- (2009b), Review of Allan H. Meltzer's history of the Federal Reserve, volume 2, University of Chicago Press, 2009.

Walsh, Carl (1993), "Federal Reserve Independence and the Accord of 1951", *Weekly Letter* núm. 93-21, Federal Reserve Bank of San Francisco, mayo.

Woodford, Michael (2001), "The Taylor rule and optimal monetary policy", *The American Economic Review* vol. 91 núm. 2, mayo.