

## El debate de las causas de la crisis financiera de Estados Unidos del 2008: ¿Fue adecuada la respuesta del FED?

Mario Rojas Miranda  
Universidad del Istmo  
Ixtepec, Oaxaca, México  
mario Rojas@bianni.unistmo.edu.mx

### Resumen

El trabajo analiza el debate de las causas de la crisis financiera de Estados Unidos del 2008 y si fue adecuada la respuesta del Sistema de la Reserva Federal; se destaca el estallido de la crisis, los episodios que siguieron, la política laxa de las autoridades monetaria y fiscal y el desempeño débil y vacilante de su economía en los últimos seis años. El trabajo finaliza con el debate que mantiene Svensson entre política monetaria y estabilidad financiera y algunas de sus aportaciones, las cuales han sido ampliamente aceptadas, para conducir la política monetaria alrededor del mundo.

Palabras clave: sistema monetario, política monetaria, Sistema de la Reserva Federal, banca central, crisis y Estados Unidos.

Clasificación JEL: E42, E52, E58, E59.

### Abstract

This paper analyzes the debate on United States financial crisis in 2008 and whether the Federal Reserve System response was adequate or not, highlighting the explosion of the crisis, the events that followed, and the lax politics of the monetary and fiscal authorities, and the weak and unsteady economic performance of the last six years. The paper finishes with the debate which is maintained by Svensson in Sweden between monetary policy and stability policy and some Svensson's work, which have been widely accepted in conducting monetary policy around the world.

Keywords: Monetary system, monetary politics, FED, central bank, crisis and United States

JEL classification: E42, E52, E58 y E59.

## 1. Introducción

La crisis hipotecaria que estalló en agosto de 2007 puso fin a un período de más de dos décadas de crecimiento económico en Estados Unidos, conocido como la Gran Moderación. El peor momento de la crisis se vivió en septiembre de 2008, cuando la quiebra de Lehman Brothers, el cuarto mayor banco de inversión, desató 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, se produjo 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 dos 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, 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 mundial y una abrupta toma de riesgos, situación que fue alentada por débiles políticas de regulación y supervisión.

El objetivo de este trabajo es analizar el debate de las causas de la crisis financiera de Estados Unidos del 2008, si fue adecuada la respuesta del Sistema de Reserva Federal (FED, por sus siglas en inglés) y finalizar con algunas de las aportaciones de Lars E. O. Svensson sobre política monetaria. Para tal fin, el trabajo se divide en tres partes: en la primera se abordan los episodios básicos de la crisis y los años que siguieron, la segunda es la polémica sobre los orígenes de la crisis, destacando la perspectiva de Svensson y la tercera presenta algunos de sus desarrollos de política monetaria, el actual debate de Suecia y el rumbo de los bancos centrales. Por último, se presentan las conclusiones.

## 2. Episodios básicos de la crisis económica y los años que siguieron

### 2.1. 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 en Estados Unidos

(EU). Este sustancial aumento perjudicó al 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).

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 al FED (el principal objetivo fue reducir el diferencial de las tasas de préstamo) e *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 (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2008a).

## 2.2. 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 el 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 %, evidenciando notablemente el deterioro de la economía (ver Figura 1 , 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 Internacional 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*.

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 marcó, sin duda, el punto más

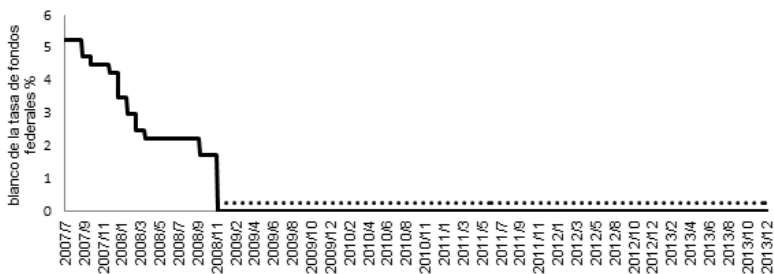


Figura 1: EU: movimientos del blanco de la tasa de fondos federales, 2007-2013. **Fuente:** elaboración propia con datos de la Board of Governors of the Federal Reserve System 2008a, 2008b, 2009a, 2009b, 2010a y 2010b, 2011a, 2011b, 2012a, 2012b, 2013a, 2013b y 2014a.

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 para 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 fueron:

1. The Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility para apoyar el mercado de papel comercial,
2. 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,
3. The Term Asset-Backed Securities Loan Facility para estimular los mercados de securitización y el crédito para los consumidores,
4. 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,

5. 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,
6. 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 (*Ibidem*, ver el Cuadro 1).

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 %, 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 implementaron nuevamente los LSAP, que involucró compras de 600 billones en obligaciones de largo plazo por parte del Tesoro.

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 anunció 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

<b>En el segundo semestre de 2007</b>
The Term Auction Facility Liquidity Swaps Lines with Foreign Central Banks
<b>En el segundo semestre de 2008</b>
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
<b>De finales de 2010 a mediados de 2011</b>
Agency-Garanteed Mortgage-Backed Securities Agency Securities Longer-Term Treasury Securities
<b>De finales de 2011 a finales de 2012</b>
Longer-Term Treasury Securities Shorter-Term Treasury Securities
<b>De septiembre de 2012 a la fecha</b>
Agency-Garanteed Mortgage-Backed Securities Longer-Term Treasury Securities

Cuadro 1: EU: programas de inyección de liquidez. **Fuente:** elaboración propia con información de la Board of Governors of the Federal Reserve System, 2008a, 2008b, 2009a, 2009b, 2010a, 2010b, 2011a, 2012b, 2013a, 2013b, 2014a.

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.

### 2.3. 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 (ver Figura 2). En el periodo que va de 2008 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.

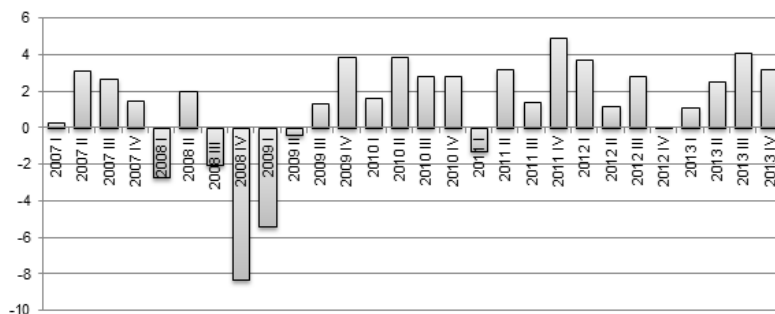


Figura 2: EU: Comportamiento del PIB, 2007 I-2013 IV - $\Delta$  % trimestral-. **Fuente:** elaboración propia con datos del Bureau of Economic Analysis.

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 la 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%.

## **2.4. Política monetaria no convencional y plan de salida del FED**

Una vez que la tasa de fondos federales alcanzó niveles cercanos a cero, el instituto central realizó políticas monetarias no convencionales que se reflejaron en un incremento considerable de su hoja de balance. 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

	31/12/07	31/12/08	30/12/09	28/12/11	20/02/13
<b>Activos totales</b>	<b>917,922</b>	<b>2,240,946</b>	<b>2,237,258</b>	<b>2,928,485</b>	<b>3,096,802</b>
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
<b>Pasivos totales</b>	<b>881,023</b>	<b>2,198,794</b>	<b>2,185,139</b>	<b>2,874,686</b>	<b>3,041,820</b>
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

Cuadro 2: EU: principales componentes de la hoja de balance del FED, 2007-2013. **Fuente:** elaboración propia con información de la Board of Governors of the Federal Reserve System 2008a, 2009a, 2010a, 2012a y 2013b. En millones de dólares.

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 (ver Cuadro 2).

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 este 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 considere a la inflación como una amenaza. Estas medidas son:

1. 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,
2. 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,
3. 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
4. El FED podría reducir las reservas bancarias vendiendo una porción de sus tenencias de largo plazo en el mercado (Bernanke, 2009).

## 2.5. 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 (Romero, 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:

1. 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,
2. 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,
3. La compra de bienes y servicios mediante la infraestructura y otras formas de inversión,
4. 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 (ver Cuadro 3).

	PIB real		tasa de desempleo		personas empleadas		empleos tiempo completo	
	(porcentaje)		(puntos porcentuales)		(millones de personas)		(millones de empleos)	
Año	baja est.	alta est.	baja est.	alta est.	baja est.	alta est.	baja est.	alta est.
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

Cuadro 3: Impactos macroeconómicos estimados de la Ley para la Recuperación Estadounidense y la Reinversión (ARRA) de 2009 a 2013. La abreviatura *est.* se refiere a *estimación*. **Fuente:** tomado de Congressional Budget Office, 2013.

### 3. La perspectiva de Svensson respecto a la crisis

La interpretación de Svensson sobre la reciente crisis de EU es parte de una polémica que mantienen Ben Bernanke y John Taylor, en donde este último acusa a Greenspan y Bernanke – dos expresidentes 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 *supprime*, pero 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, John Taylor planteó con oportunidad su controversial hipótesis de la Gran Desviación para explicar la crisis; él señala que la crisis económica se gestó años atrás, en el período de 2002 a 2005, cuando las decisiones de política del FED, en términos de su blanco de la tasa de fondos federales, que es el instrumento de señalización de la política monetaria, estuvieron muy por debajo de lo que recomendaba la regla de Taylor. En ese marco de ideas, Taylor señala que la postura monetaria excesivamente relajada durante estos años probablemente aceleró el auge en el sector vivienda. Durante el período 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, llevando el precio de las viviendas a la alza (Taylor, 1993; Taylor, 2009).

Ahora bien, niveles bajos de tasas de interés y precios de las viviendas por las nubes, atrajeron más inversionistas, alimentando una excesiva toma de riesgos de forma ilimitada, generando presiones en el ámbito bancario, lo que desencadenó la crisis. Pero no solo eso, Taylor además acusa a Bernanke de haber actuado mal una vez que estalló la crisis financiera, debido a que las autoridades diagnosticaron problemas de liquidez, cuando en realidad se trataba de

riesgo de contraparte. Otra respuesta equivocada fue la drástica reducción en la tasa de fondos federales durante el primer semestre de 2008. El blanco pasó de 5.25 % en agosto de 2007 a 0.00-0.25 % a finales de 2008, lo que generó una brusca depreciación del dólar y un enorme incremento en el precio del petróleo y otros *commodities* golpeando a la economía y prolongando 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, el 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 sumamente laxa 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 existió 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 remoto 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. Los estudios de Svensson analizan cómo un banco central es evaluado en la conducción de su política monetaria, lo que desde su punto de vista, lo que se 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.

## 4. Desarrollos de política monetaria, el debate actual en Suecia y el rumbo de los bancos centrales

Svensson ha desarrollado una serie de trabajos teóricos y empíricos, los cuales han servido para analizar y mejorar el entendimiento de amplios temas relacionados con la teoría monetaria, política monetaria y la tarea de los bancos centrales para estabilizar tanto la inflación como el uso de los recursos. Así mismo, sus líneas de investigación han inspirado considerables trabajos en la ciencia económica en institutos y centros de prestigio en los cinco continentes. Esta sección, por su parte, presenta lo relativo al Enfoque Blancos de Inversión Flexible (EBIF), a la regla de Taylor de pronóstico y algunos elementos sobre el debate que experimenta Suecia, el cual forma parte de una polémica mundial de *¿hacia dónde van los bancos centrales en este momento?*

### 4.1. El EBIF

Una de las aportaciones de Svensson ha sido el EBIF, el cual utiliza para analizar por qué el FED dirigió sus esfuerzos para estimular la economía de EU, que estaba siendo amenazada por el fantasma de la deflación en los primeros años de la década de los dos mil de este siglo. El EBIF es un enfoque de política monetaria que destaca por su anuncio de un blanco de inflación numérico y que pone el énfasis en dar mayor peso al pronóstico de la inflación, además le da relevancia a la transparencia y al cumplimiento de los objetivos del banco central que son: estabilizar la inflación alrededor de un blanco y estabilizar la utilización de recursos en torno a un blanco de empleo de largo plazo.

De acuerdo al autor, la mayoría de los bancos centrales operan bajo un EBIF



más que un Enfoque de Blancos de Inflación Estricto (EBIE). Bajo un EBIF un banco central dirige sus esfuerzos a estabilizar tanto la inflación alrededor de un blanco como el nivel de desempleo alrededor de su nivel natural o promedio, mientras que bajo un EBIE el banco central se enfoca sólo a estabilizar el nivel de la inflación dejando de lado la estabilidad de la utilización de recursos que posee una economía alrededor de su nivel de tasa natural.

Con este enfoque y bajo el supuesto de que los dos objetivos previamente señalados entraran en una situación de conflicto, el EBIF encuentra una solución óptima entre la estabilidad de la inflación y la estabilidad de la utilización de recursos. A esta práctica de política monetaria se le suele llamar, en la práctica del Sveriges Riskbank, una política monetaria “bien balanceada” en donde los objetivos del banco central son equilibrados tomando en cuenta las condiciones por las que está atravesando la actividad económica en un determinado momento.

El EBIF obliga a las autoridades del banco central a conocer el estado actual de la economía y a contar con un pronóstico de variables que son relevantes a la hora de hacer política monetaria. Bajo este enfoque la práctica de hacer pronósticos es muy importante, fundamentalmente de la inflación y de la utilización de recursos, debido a la existencia de rezagos entre las acciones de política monetaria por las autoridades y los efectos presentes que esta política pueda tener en las variables blanco, es decir, debido a la existencia de un rezago entre el momento en que la autoridad actúa y el momento en el que la variable económica observada responde a ese impulso.

Es así que los pronósticos juegan un papel importante en la conducción de la política de tasas y el banco central debe utilizar toda la información relevante que pudiera tener un impacto sobre la estimación de un pronóstico del nivel de la inflación y la utilización de los recursos. En ese sentido, el banco central estará interesado en evaluar aspectos financieros tales como: crecimiento del crédito, precios de los activos, burbujas potenciales y más elementos que pudieran incidir sobre los pronósticos de inflación y la utilización de recursos (Svensson, 2007).

## **4.2. La curva de Taylor de pronóstico**

Otra de sus aportaciones ha sido el desarrollo de la “curva de Taylor de pronóstico” para evaluar el desempeño de un banco central y conocer si sus acciones de política han sido eficientes o no, además saber si una política de tasas distinta pudo haber logrado estabilizar la inflación o la utilización de recursos de mejor manera, dada la información disponible en el momento en

que la decisión fue tomada. Para conocer esto, Svensson utiliza una curva de Taylor para responder a estas interrogantes y examinar el desempeño de los bancos centrales en la consecución de sus objetivos.

La idea detrás de una política monetaria eficiente puede ser ilustrada usando la curva de Taylor modificada, la cual ilustra el *trade-off* eficiente entre los intervalos de pronóstico de la inflación y el producto. Como se ha señalado, bajo un EBIF el banco central se encamina a estabilizar la inflación y la utilización de recursos, es decir, minimizar las desviaciones de su blanco de inflación y del nivel de utilización de recursos en el largo plazo. La Figura 3 muestra la suma de cuadrados del intervalo de inflación medido a lo largo del eje horizontal y la suma de cuadrados del intervalo de la utilización de recursos a través del eje vertical.

Evaluar si la política monetaria ha sido eficiente, supone determinar si la política monetaria ha estado o no en la curva de Taylor de pronóstico. Como en el caso de una función de pérdida, la constante denotada por  $\lambda$  representa el peso relativo que el banco central asigna a la estabilización de la economía real en relación a la estabilización de la inflación. Este tipo de análisis es utilizado para evaluar el desempeño de diversos bancos centrales en Europa con resultados interesantes.

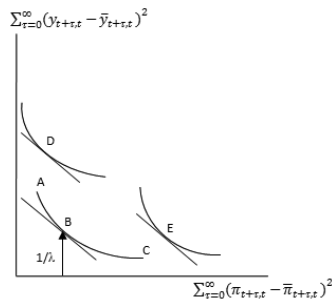


Figura 3: La curva de Taylor de pronóstico. **Fuente:** tomado de Svensson, 2009b.

La mejor política monetaria supone seleccionar un punto sobre la curva de Taylor de manera que la recta sea tan cercana al origen como sea posible. La Figura 3 muestra una recta la cual es tangente a la curva de Taylor en el punto B, para una  $\lambda$  de 0.5, la cual determina la pendiente de la recta; este punto representa una política monetaria bien balanceada. Los puntos A, B y C representan combinaciones eficientes para la inflación y la utilización de recursos, respectivamente.

En una situación en la cual es más difícil estabilizar la utilización de recursos, la curva de Taylor será más cercana al eje vertical que al eje horizontal, como lo muestra el punto *A*. El punto de tangencia para una recta con la misma pendiente, el cual representa una política bien balanceada, estará entonces en el punto *D*. En una situación en la cual sea más difícil estabilizar la inflación, la curva de Taylor en cambio estará más cercana al eje horizontal que al eje vertical, como lo señala el punto *C*. El punto de tangencia para una recta con la misma pendiente estará entonces en el punto *E* (*Ibíd.*).

### **4.3. El debate actual de Suecia y el rumbo de los bancos centrales**

Svensson se desempeñó seis años como vicegobernador del banco central de Suecia y en el primer semestre de 2013, una vez que concluyó su periodo, dejó su cargo. Al respecto, declaró en ese momento “yo dejaré el Riskbank cuando mi actual cargo concluya el 20 de mayo, la razón es que no he tenido apoyo para una política monetaria que considero lograría un mejor cumplimiento de una inflación más alta y más cercana a su blanco de 2 por ciento y un desempleo más bajo” (Svensson, 2013). La polémica que Svensson protagoniza gira en torno a las decisiones de política monetaria que tomó el Riskbank a partir del verano de 2010 y que consistieron en restringir la política monetaria so pretexto de desalentar el incremento de la deuda de las familias, que era lo que le preocupaba a los demás miembros de la Junta Ejecutiva del banco central de Suecia.

Sin embargo, para Svensson la deuda de las familias no es un objetivo de la política monetaria, en tanto que la tasa de interés que utiliza el Riskbank para señalar su postura monetaria, tiene pequeños efectos en el precio de la vivienda y considerables efectos sobre la inflación y el empleo, y continua señalando, que si se intenta limitar el crecimiento de la deuda de las familias utilizando la política monetaria, se provocarían daños considerables afectando la trayectoria de los precios y el nivel de desempleo. La política monetaria es una política de estabilización, no una política estructural, por lo que para incidir en la deuda de las familias se requieren de políticas estructurales como la fiscal, la de impuestos, la de vivienda, así como políticas de estabilización financiera conocidas como políticas macroprudenciales, que contemplan regulaciones, topes a la relación valor/préstamo, regulaciones sobre deducciones para los precios de las hipotecas, etc.

El debate que se desarrolla en Suecia no es nuevo: nació con el estallamiento de la crisis mundial, en los meses en que la economía mundial comenzó a recuperarse; la polémica es entorno al rol de la política monetaria y su rela-

ción con la estabilidad financiera. Un grupo de economistas argumenta que la política monetaria debe incidir en la estabilidad financiera para prevenir futuras catástrofes; otro grupo de profesionales señala que el marco de política monetaria que prevalece en los bancos centrales debe ser modificado, debido a que éste evidenció sus fallas. Estas interrogantes han motivado el desarrollo de nuevas investigaciones que tienen el propósito de entender los nuevos retos; entre éstos, el evitar crisis en el futuro.

Desde el punto de vista de Svensson, la política monetaria y la política de estabilidad financiera necesitan ser conceptualmente distinguidas, ya que ellas tienen diferentes objetivos e instrumentos, incluso en casos donde el banco central tiene responsabilidades en ambas. Para procurar la estabilidad financiera la mejor medida es aplicar políticas macroprudenciales tales como regulaciones, topes a la relación valor/préstamo, regulaciones sobre deducciones para las tasas de las hipotecas, impuestos, requerimientos de capital adecuados, sopesar riesgos, mantener vigilados los riesgos relacionados a la deuda de las familias, entre otras. De lo anterior se deduce que la autoridad debe contemplar el uso de políticas e instrumentos específicos para asegurar la estabilidad financiera y no una política de tasas.

Para ejemplificar lo anterior, Svensson señala el caso de las políticas fiscal, monetaria y laboral, las cuales son distinguidas de acuerdo a sus objetivos y a los instrumentos que son adecuados para lograr sus fines. Lo mismo sucede entonces, con las políticas monetarias y de estabilización financiera, se trata de políticas diferentes. En ese orden de ideas, los funcionarios de los bancos centrales deben reconocer las particularidades de cada una de éstas, en su ardua tarea de controlar la inflación y fortalecer el sistema financiero. De ahí, en la insistencia, de que la política monetaria no puede ser un instrumento sustituto para asegurar la estabilidad financiera del sistema.

En el caso de la política monetaria por ejemplo, ésta tiene el objetivo de estabilizar la inflación alrededor de un blanco, así como la utilización de recursos alrededor de un nivel promedio. Bajo circunstancias normales, los instrumentos adecuados son las políticas de tasas y de comunicación. En tiempos de crisis, se pueden utilizar métodos no convencionales. Por su parte, la política de estabilización financiera tiene el objetivo de mantener y promover la estabilidad financiera, condición indispensable para promover el crecimiento económico y la generación de empleos.

Así mismo, la estabilidad financiera puede ser definida como un entorno en el cual, el sistema financiero realiza sus principales funciones sin interrupciones. Bajo condiciones estándares, las autoridades pueden monitorear y prevenir posibles amenazas que pongan en riesgo la salud del sistema. En tiempos de

crisis, pueden utilizar instrumentos tales como: políticas de crédito, inyecciones de capital público y otros. Sin embargo, el hecho de que la política monetaria y la política de estabilización financiera son diferentes no significa que no haya interacción entre ellas; al contrario, esta relación necesita también ser tomada en cuenta.

En síntesis, los bancos centrales están construyendo un nuevo entendimiento entre la política monetaria y la estabilidad financiera, lo que implica que la política monetaria debiera ser conducida tomando en cuenta las lecciones de la crisis. La tasa de interés es un instrumento inadecuado para lograr la estabilidad financiera y por lo tanto tiene poco sentido asignarle a la política monetaria el objetivo de la estabilidad financiera. Sin embargo, probablemente tenga sentido asignar el objetivo de la estabilidad financiera al banco central, siempre y cuando éste cuente con instrumentos apropiados de supervisión y regulación (*Ibidem*).

## 5. Conclusiones

La reciente crisis de EU tuvo su epicentro inicialmente en el sector de la vivienda, el cual había crecido por décadas. La crisis hipotecaria desató una crisis financiera que crecía en la medida en que se reveló la cantidad de productos estructurados que habían sido negociados y que estaban respaldados por créditos *subprime*. La constante pérdida de valor por parte de instituciones financieras líderes en su segmento, alimentó el nerviosismo y la volatilidad de los mercados financieros. La inevitable quiebra de Lehman Brothers marcó el traspaso de la crisis al sector real de la economía, provocando una alta tasa de desempleo a niveles no vistos desde la década de los ochenta del siglo XX.

En la explicación de la crisis, Svensson da su apoyo a Bernanke y considera que la tesis de Taylor es incorrecta, que las acciones del FED fueron adecuadas al estar motivadas por un susto deflacionario en la economía norteamericana, sugiere que los problemas de regulación contribuyeron en buena medida a la crisis en EU y estas fallas no tuvieron relación con las decisiones de política monetaria tomadas por el banco central. Desde el punto de vista de Svensson la crisis es producto de condiciones macroeconómicas que se caracterizaron por niveles bajos de tasas de interés de corto plazo en los mercados internacionales.

Lo anterior fue resultado de un desequilibrio global entre ahorro e inversión y de la Gran Moderación que mantuvo niveles bajos de tasas de interés y alimentó el crecimiento del sector de la vivienda con particular énfasis en EU. Esta situación generó una excesiva toma de riesgo, la cual fue posible debido a una débil política de prevención y regulación del sistema financiero. Los grandes

bancos de inversión fueron protagonistas en esta enorme toma de riesgos. Esta situación estalló en el momento que los créditos de baja calidad dejaron de ser pagados por un creciente número de propietarios.

Por otra lado, se señala que el EBIF aplicado en la forma correcta y usando toda la información sobre factores financieros relevantes para elaborar los pronósticos de inflación y de la utilización de recursos en un plazo determinado, parece ser la mejor práctica de política monetaria antes, durante y después de la crisis. Sin embargo, la reciente crisis económica dejó una importante lección para todos los economistas, que consiste en que la estabilidad financiera que predominó durante la Gran Moderación en EU no impidió el surgimiento de una nueva crisis de dimensiones planetarias.

De acuerdo a Svensson, la crisis demostró además que una política de tasas de interés no es suficiente para lograr la estabilidad financiera. Un intento por usar una política de tasas de interés con propósitos de estabilidad financiera causaría considerable daño. En cambio, el mejor instrumento para lograr la estabilidad financiera es la supervisión y la regulación, incluyendo una adecuada reglamentación bancaria, por lo tanto, tienen poco significado asignarle el objetivo de la estabilidad financiera a la política monetaria. Sin embargo, se le podría asignar el objetivo de la estabilidad financiera al banco central, siempre y cuando este instituto tenga los instrumentos apropiados de regulación y supervisión.

La recuperación económica que comenzó en el segundo semestre de 2009 y la expansión que siguió durante los siguientes cuatro años se caracterizó por ser débil y titubeante. No se trató de un desempeño autosostenido, sino por el contrario, dependió fuertemente de políticas monetarias y fiscales. Con esto último, las economías desarrolladas acumularon una enorme deuda que se convirtió en un lastre para la endeble recuperación. Factores como la baja en la calificación de deuda de EU por parte de Standard & Poor's, el terremoto que sacudió Japón, la crisis bancaria y fiscal que padecieron algunos países de Europa, debilitaron el endeble crecimiento económico. El nerviosismo y la volatilidad fueron comunes en los mercados financieros internacionales, de hecho la amenaza de una nueva recesión nunca desapareció totalmente.

En sus intervenciones, Janet Yellen declaró que la economía más grande del mundo todavía camina a un ritmo moderado, que el blanco de la tasa de fondos federales permanecerá en un rango de 0 a 0.25 % al menos a mediados de 2015, y declaró, cuando tomó las riendas del FED, una pausa en el plan de retirada de compra de activos por parte del FED para provocar que las condiciones monetarias sigan siendo acomodaticias con la intención de impulsar el crecimiento económico y hacer que la tasa de desempleo se ubique por debajo

de su nivel de largo plazo calculado entre 5.2 y 5.8%. EU seguirá enfrentando este ciclo largo de recesión con una abultada deuda, menor con respecto a otros años, y continuará con acciones no convencionales de política monetaria y la pregunta que todos se hacen sigue siendo hasta cuándo.

Recepción: 03/07/2014. Aceptación: 27/10/2014.

## Referencias

- [1] Bernanke, Ben (2009), "The Fed's exit strategy ", The Wall Street Journal, Julio 21.
- [2] ---- (2011), "The near- and the longer-term prospects for the U.S. economy ", Simposio Económico "Achieving maximum long-run growth ", Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, Agosto 26.
- [3] Blinder y Zandi (2010), "Stimulus worked ", Finance and Development, International Monetary Fund, Diciembre.
- [4] Board of Governors of the Federal Reserve System (2008a), Monetary Policy Report to the Congress, Washington, Febrero 27.
- [5] ---- (2008b), Monetary Policy Report to the Congress, Washington, Julio 15.
- [6] ---- (2009a), Monetary Policy Report to the Congress, Washington, Febrero 24.
- [7] ---- (2009b), Monetary Policy Report to the Congress, Washington, Julio 21.
- [8] ---- (2010a), Monetary Policy Report to the Congress, Washington, Febrero 24.
- [9] ---- (2010b), Monetary Policy Report to the Congress, Washington, Julio 24.
- [10] ---- (2011a), Monetary Policy Report to the Congress, Washington, Marzo 11.

- [11] ---- (2011b), Monetary Policy Report to the Congress, Washington, Julio 13.
- [12] ---- (2012a), Monetary Policy Report to the Congress, Washington, Febrero 29
- [13] ---- (2012b), Monetary Policy Report to the Congress, Washington, Julio 17
- [14] ---- (2013a), Monetary Policy Report to the Congress, Washington, Febrero 26
- [15] ---- (2013b), Monetary Policy Report to the Congress, Washington, Julio 17
- [16] ---- (2014a), Monetary Policy Report to the Congress, Washington, Febrero 11
- [17] 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.
- [18] Romer, Christina (2009), “Fiscal policy and economic recovery ”, National Association of Business Economists’ 25th annual, Washington Economic Policy Conference, Washington D.C., marzo 3.
- [19] Svensson, Lars (2002), “Monetary policy and real stabilization ”, Simposio Económico “Rethinking stabilization policy”, Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, Agosto 29.
- [20] ---- (2007), “Inflation targeting”, CEPS Working paper núm. 144, Princeton University, New Jersey, mayo.
- [21] ---- (2009a), “Flexible inflation targeting: lessons from the financial crisis”, discurso en el workshop “Towards a new framework for monetary policy? Lessons from the crisis”, De Nederlandsche Bank, septiembre 21.
- [22] ---- (2009b), “Evaluating monetary policy”, Working paper series núm. 235, Sveriges Riskbank, octubre 9.
- [23] ---- (2010a), “Monetary policy after the financial crisis”, speech at the IJCB Conference, Bank of Japan, septiembre 17.



- [24] ---- (2010b), “Where do central banks go from here?”, Simposio Económico “What is a useful central bank”, Norges Bank, noviembre 18.
- [25] ---- (2012a), “Monetary policy, debt and unemployment”, discurso pronunciado en SNS, Estocolmo, Suecia, noviembre 14.
- [26] ---- (2012b), “My view of monetary policy”, discurso en Swedish Economic Association, Stockholm School of Economic, Suecia, mayo 11.
- [27] ---- (2013), “Lars E.O. Svensson leaves the Riskbank”, press release, Sveriges Riskbank, 22 abril
- [28] Taylor, John (1993), “Discretion versus policy rules in practice”, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, núm. 39.
- [29] ---- (2009), Getting off track: how government actions and interventions caused, prolonged, and worsened the financial crisis, Hoover Institution, California.

