

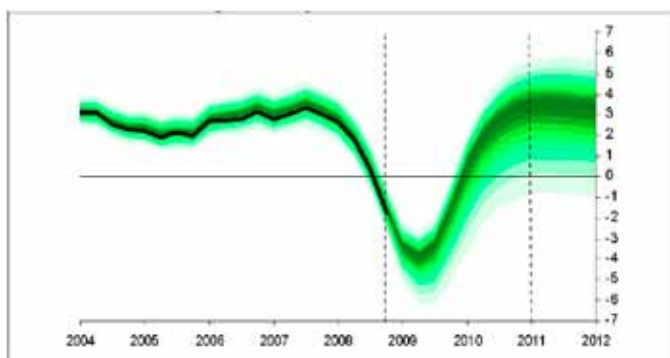


## Política monetaria y recesión<sup>1</sup>

Oscar Leonel Herrera Velásquez<sup>2</sup>

Recientemente la economía británica registró una recesión (junto con otras economías importantes), experimentado una caída del PIB durante la segunda mitad del 2008. Estudios de coyuntura, realizados a principios de 2009, sugerían una contracción de 2.6% para 2009. La parte sombreada más oscura del gráfico 1 sugiere que la estabilización de la economía británica comienza a mediados de 2009, pero la recuperación realmente se verá en 2010. Sin embargo, de acuerdo con el amplio rango, mostrado por la parte sombreada del gráfico, a partir de 2010 existe amplio grado de incertidumbre alrededor de este pronóstico, principalmente por los efectos globales que sigue generando la crisis financiera.<sup>3</sup>

Gráfico 1  
PIB del Reino Unido  
(porcentaje de variación anual)



Fuente: Bank of England Inflation Report. Febrero 2009

En ese orden de ideas, el autor aborda en este artículo la recesión británica desde el punto de vista de los



desafíos que plantea para la política monetaria, a partir de su contexto histórico. Al respecto, el autor plantea tres preguntas fundamentales: 1) ¿Qué hemos aprendido hasta ahora sobre las características de la recesión actual?, 2) ¿Cómo se compara con las recesiones anteriores?, y 3) ¿Cuáles son los desafíos clave para la política monetaria?

### El patrón de la recesión

La recesión actual está siendo conducida por una contracción altamente sincronizada entre la demanda y la oferta de la economía global. El gráfico 2 muestra la caída acumulativa del PIB en las economías del G7 a partir del segundo trimestre de 2008 junto con los pronósticos del FMI para 2009. Aunque el Reino Unido tuvo una contracción aguda en el PIB durante los últimos dos trimestres de 2008 –por arriba del 2%– no es la peor economía afectada. Japón, Alemania e Italia experimentaron caídas más agudas, mientras que la disminución en la producción en los Estados Unidos de América (EE UU) y Francia fueron menos pronunciadas. Como se observa, los pronósticos del FMI apuntaron a que todas las economías del G7 terminarían en recesión en 2009, junto con muchas otras economías alrededor del mundo, incluyendo China y otras economías asiáticas.

<sup>1</sup> Resumen y traducción libre del documento: “Monetary policy and the current recession”. Speech by Daron Acemoglu. Institute of Economic Affairs’, 26th Annual State of the Economy Conference. Bank of England. February 2009.

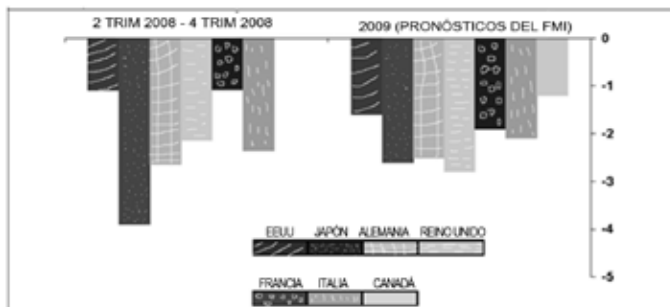
<sup>2</sup> Experto Económico del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala.

<sup>3</sup> De hecho, de acuerdo con el informe “Perspectivas de la economía mundial. Octubre de 2009 y abril de 2010 del FMI”, la economía del Reino Unido se contrajo en 4.9% en 2009.

## Contenido

Política monetaria y recesión

Gráfico 2  
**PIB de las economías del G7**  
**años 2008 y 2009**  
**(porcentaje de variación anual)**



Fuente: IMF World Economic Outlook, January 2009 Update

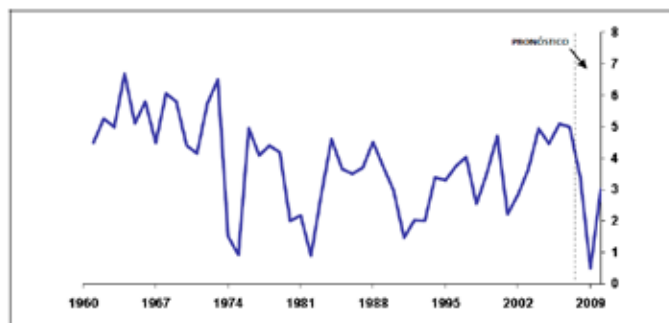
La interacción de algunos factores ha tenido efecto sobre la demanda global, ligados todos de cierta manera a la crisis financiera global. En primer lugar, la interrupción de los mercados de crédito y préstamos bancarios ha restringido el acceso al crédito de varias clases, incluyendo el crédito para actividades comerciales y para capital de trabajo. Esto ha tenido un impacto particularmente significativo en el mercado inmobiliario y en el de la construcción; sin embargo, sus efectos son ahora bastante sensibles en toda la economía en su conjunto, afectando particularmente al gasto del consumidor. Como consecuencia, la presión sobre las finanzas de las empresas se agravó a mediados de 2008 derivado del fuerte incremento del petróleo y de otros precios de materias primas. Esta presión sobre los costos se agregó a la contracción de la demanda y al escaso capital de trabajo de las empresas en un momento de restricción del crédito. Aunque tales precios se revirtieron posteriormente, las tensiones en el sector corporativo continuaron.

En segundo lugar, el ingrediente final que inclinó a la economía mundial al borde de la recesión fue el derrumbamiento de Lehman Brothers y el casi colapso de otros bancos importantes en los EE UU, en el Reino Unido y en otros

países. Esto accionó una caída aguda en los negocios y en la confianza de los consumidores en todo el mundo. Consecuentemente, las empresas retuvieron su capital de respaldo y los consumidores fueron mucho más cautelosos, lo cual condujo a un elevado número de mercancías no vendidas en muchos sectores (tal es el caso de la industria automovilística). Como resultado, las cadenas de integración global de oferta de manufacturas transmitieron este shock de demanda en todo el mundo mucho más rápido que en recesiones del pasado.

Aunque la reciente recesión es inusual debido al contexto de la conducción de una crisis financiera global, el patrón es familiar respecto a los componentes de la demanda y de los sectores de la economía que están siendo afectados. Las reducciones en gastos de capital a menudo provocan descensos de la demanda, tal como se ha observado en el episodio actual. Esto ayuda a explicar porqué Alemania y Japón han experimentado agudas disminuciones en su producción, ya que estas economías son importantes productoras de bienes de capital. Otro elemento común con otras recesiones lo constituyó el papel desempeñado por el ciclo de capital.

Gráfico 3  
**Crecimiento del PIB mundial desde 1960**  
**(porcentaje de variación anual)**



**Nota:** el crecimiento del PIB de 1960 a 1980 está basado en las estadísticas del Banco Mundial valuadas a tipos de cambio de mercado, y de 1981 a 2007 está basado en las estadísticas del FMI valuadas con base en la paridad del poder de compra (PPC). 2008, 2009 y 2010 son pronósticos del FMI valuados con base en la PPC.

Fuente: FMI y Banco Mundial.

Una característica más de la recesión actual, que es común a las recesiones anteriores del Reino Unido, es que la recesión se da en un contexto de descenso generalizado en la economía global. Como la muestra el gráfico 3, las recesiones anteriores (a mediados de los años 70, a principios de los 80 y a principios de los 90) estaban asociadas a un período de 2 a 3 años de crecimiento global débil. En esta ocasión, el descenso global está altamente sincronizado.

### Comparación de las pasadas recesiones del Reino Unido

Las semejanzas con las últimas recesiones sugieren considerar más de cerca el funcionamiento de la economía

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

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

británica respecto al pasado. Después de todo, han pasado casi dos décadas desde la última recesión y la memoria de tales episodios está absolutamente alejada en el tiempo. Es decir, ambas recesiones, la de mediados de los años 70 y la de principios de los 80 tienen memoria distante.

En términos de la experiencia de la reciente recesión, se vive una posición muy distinta a la recesión de finales de los 90, período en el cual la economía experimentó una caída del PIB más aguda. Situándonos en 2009, habrá que retroceder casi dos décadas para encontrar un episodio en el que la recesión se haya gestado en un solo año. En efecto, La recesión actual respecto de la de mediados de los años 70 y la de principios de los años 80, se parecen en cuanto a la velocidad con la cual la economía se ha movido desde un crecimiento razonablemente bueno en 2007 y 2008 directamente hacia una recesión absoluta, lo cual ha sucedido en menos de un año. Esto concuerda bastante con el patrón observado en las recesiones de mediados de los 70 y principios de los 80 (ver Tabla 1).

Tabla 1  
**Recesiones del Reino Unido**

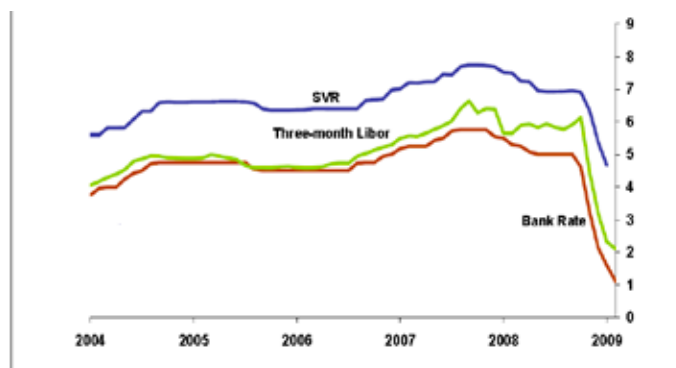
	PICO DEL CRECIMIENTO	PERÍODO DE RECESIÓN	CAÍDA DE LA PRODUCCIÓN DURANTE LA RECESIÓN	RECUPERACIÓN
MEDIADOS DE LOS 70'S	1 TRIM 1973	3 TRIM 1973 - 3 TRIM 1975	-3.32	4 TRIM 1976
PRINCIPIOS DE LOS 80'S	2 TRIM 1979	1 TRIM 1980 - 1 TRIM 1981	-4.61	1 TRIM 1983
PRINCIPIOS DE LOS 90'S	1 TRIM 1988	3 TRIM 1990 - 3 TRIM 1991	-2.54	3 TRIM 1993
FINALES DE LOS 2000'S	3 TRIM 2007	3 TRIM 2008 - ?	?	?

Por el contrario, la recesión anterior mostró un retardo entre el pico de crecimiento en 1988 y el inicio de la recesión a finales de 1990. La recesión actual emergió mucho más rápido; sin embargo, esto no debe asombrar si vemos las recesiones expuestas anteriormente.

**Retos de política monetaria**

A mediados de 2008, las autoridades monetarias del Reino Unido hicieron frente a una combinación económica incómoda, bajo crecimiento y aumento en la inflación, como resultado del incremento en los precios del petróleo y de otras materias primas. Había una necesidad de reforzar las expectativas de inflación estable y hacia la baja. Tales preocupaciones inflacionistas retrocedieron rápidamente durante el tercer trimestre de 2008, cuando se experimentó una baja considerable del precio global del petróleo y de otras materias primas, además de la debilidad de la demanda, contribuyendo así a controlar la tasa de inflación doméstica, congruente con el mandato del Comité de Política Monetaria (CPM) de lograr la meta de inflación de mediano plazo del 2%, al mismo tiempo las tasas de interés cayeron de un 5% a un 1% durante cuatro meses (gráfico 4), nivel que no se había observado en 300 años. A pesar de la presión sobre la disponibilidad del crédito, el relajamiento de la política monetaria podría ayudar a reducir las presiones negativas de la demanda y de la oferta.

Gráfico 4  
**Reino Unido: tasas de interés**

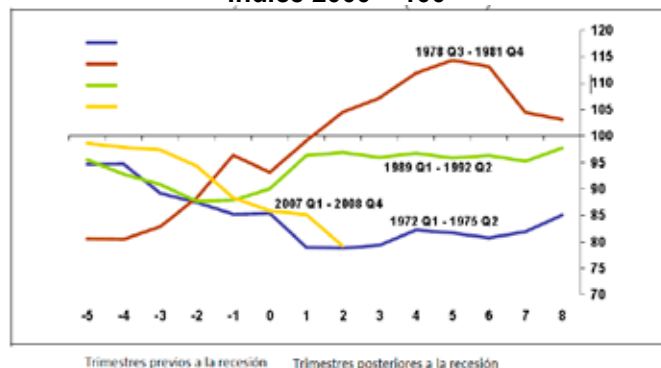


Fuente: Banco de Inglaterra

La capacidad del CPM de reducir las tasas de interés, tan rápida y perceptiblemente, refleja el hecho de que la política monetaria no está siendo conservadora debido a las preocupaciones inflacionarias, como fue el caso en las tres recesiones anteriores. Se ha tenido también la ventaja de un marco de política monetaria estable y transparente por más de una década, lo cual contrasta con las recesiones anteriores en las que el marco de política monetaria no fue realmente puesto a prueba, lo cual condujo a una pérdida de credibilidad en el mismo. En efecto, la tasa Libor disminuyó a partir del cuarto trimestre de 2009, de un 6% a casi 2% a principios de 2010. Al mismo tiempo, las tasas sobre préstamos hipotecarios (SVR)<sup>4</sup> también disminuyeron significativamente, reduciendo así el costo del crédito.

Sin embargo, tardará un cierto tiempo para que el relajamiento monetario tenga un pleno impacto sobre el nivel de demanda. Normalmente, hay un retraso de entre seis y nueve meses entre un cambio en las tasas de interés y el gasto en la economía real. No obstante, el pesimismo asociado al inicio de la crisis ha ido desapareciendo, debido, principalmente, al incremento del ingreso disponible, a la disminución de los precios del petróleo y de los precios de otras materias primas. Esta situación se ve reflejada en las proyecciones y pronósticos elaborados por el Banco Central.

Gráfico 5  
**Reino Unido: la libra esterlina en períodos de recesión**  
Tipo de cambio real efectivo  
Indice 2000 = 100



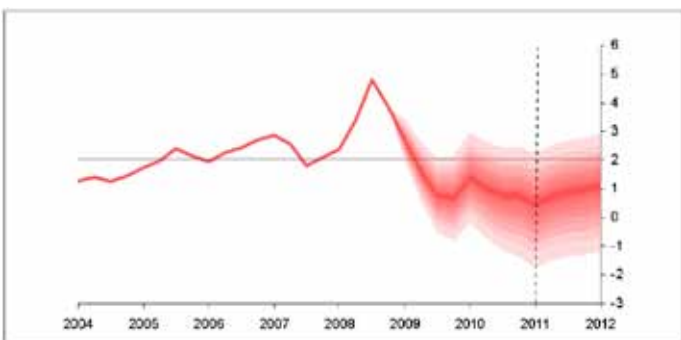
Fuente: OECD

<sup>4</sup> Del inglés Standard Variable Rate (SVR), ofrece la opción de pagar una tasa de interés variable al prestamista durante el plazo de la hipoteca. Esta tasa aumenta y disminuye conforme la evolución de la tasa de política del banco central.

Además del impacto de tasas de interés más bajas, el crecimiento de la economía británica pudo verse fortalecido por una libra más competitiva. Tal como se observa en el gráfico 5, en términos del cambio reciente en el valor de la libra esterlina y su nivel en términos reales, estamos viendo un alza hacia la competitividad, la cual no se observó en la recesión de principios de los 90 y la de principios de los 80. Actualmente, se tiene un mercado de trabajo mucho más flexible respecto del que teníamos en los años 70 y los años 80. En este contexto, una moneda competitiva pone a las empresas británicas en una posición mucho mejor.

Aunque un considerable estímulo monetario está descansando en el canal de tasas de interés más bajas y de una moneda doméstica competitiva, las últimas proyecciones del informe de la inflación demuestran que es muy probable que la inflación esté por debajo del objetivo del 2% durante los próximos dos o tres años, tal como se muestra en el gráfico 6. Sin embargo, si la recesión se prolonga profundamente, existe un riesgo creciente de deflación.

Gráfico 6  
**Reino Unido: inflación**  
**Porcentaje anual de variación**



**Nota:** basado en las expectativas de tasas de interés del mercado.

**Fuente:** Reporte de Inflación del Banco de Inglaterra, febrero 2009

Debido a que se tiene poca experiencia en cuanto al tipo de estímulos a la economía, cualquier movimiento será un paso a lo desconocido. Es por lo tanto importante que el CPM haga que las políticas funcionen dentro de un marco claro y transparente, tal como las políticas de tasa de interés existentes. Es importante hacer notar que los estímulos cuantitativos a la economía no comprometen el objetivo de política, que es el de mantener la estabilidad de precios. Sin embargo, la capacidad de desplegar medidas cuantitativas para ampliar la fuente de dinero daría al CPM una herramienta adicional para limitar las presiones hacia la recesión que resultan de la crisis financiera y de la recesión global. Esto, alternativamente, debe incrementar la confianza en la recuperación de la economía británica, así como mitigar los riesgos deflacionistas.

#### **La recesión y el actual marco de política monetaria**

El patrón de un movimiento rápido de sano crecimiento a una franca recesión es similar a la experiencia de

mediados de los años 70 y de la de principios de los 80, y la severidad en el descenso en la producción, parece coincidir razonablemente bien con estos episodios anteriores.

Los responsables de la política económica en el Reino Unido y en todo el mundo están desplegando las herramientas disponibles para contrarrestar el impacto negativo de la crisis financiera global y del gran shock generado a la confianza de los agentes económicos. Tales herramientas van en dirección a relajar significativamente la política monetaria, junto con un relajamiento fiscal, con miras a estabilizar el sistema bancario. De estos argumentos surgen los pronósticos de recuperación económica tanto en el Reino Unido como en la economía global en 2010.

Sin embargo, existe otro desafío para la política monetaria, que ha emergido mientras la recesión se consolidaba. Las recesiones británicas anteriores fueron asociadas a los ciclos inflacionistas, los que el marco de política monetaria previno en su oportunidad ¿No debería el régimen actual de política monetaria blindarnos con mayor eficacia también? En opinión del autor, aunque una política monetaria sana es útil para controlar la inflación y prevenir los ciclos inflacionarios, desafortunadamente esto no basta para eliminar todas las formas de volatilidad económica. A pesar de la recesión que la economía británica comenzó a experimentar en 2009, el marco de política monetaria con objetivos de inflación es una pieza clave para la estabilización, si se compara el actual período con lo sucedido en los períodos inflacionistas de principios de los 70, los 80 y principios de los 90. Sin embargo, la política monetaria no puede, por sí sola, mantener la estabilidad del sistema financiero y evitar las recesiones. En ese contexto, las economías han experimentado ciclos que se remontan a épocas remotas, pero en el episodio actual dos de los conductores dominantes de esos ciclos son: el comportamiento del precio de las materias primas y la inestabilidad financiera. Sin embargo, una buena política monetaria debe ayudar a asegurarse de que la volatilidad macroeconómica adicional no es generada por tasas altas e inestables de inflación.

#### **Comentarios finales**

Si existe una lección general para los responsables de la política monetaria, respecto de la crisis financiera reciente y de la recesión resultante, es un sentido de la humildad. La política monetaria puede hacer una contribución sustancial a la estabilidad económica de largo plazo en el Reino Unido y en cualquier parte del mundo: la estabilidad de precios que hace una contribución vital a una estabilidad económica más amplia. Esta lección debe ser aprendida en el contexto no sólo de la actual recesión sino de las tres recesiones anteriores.