



Política fiscal y desempeño macroeconómico: una perspectiva general¹

Después de dos décadas de relativa calma, la política fiscal regresa al centro del debate y de la agenda de investigación. Los desarrollos fiscales relacionados con la crisis financiera global de 2007-2009 son indudablemente el factor fundamental detrás del retorno de la política fiscal al centro del debate. Las medidas significativas de estímulos fiscales adoptadas por muchos países para contrarrestar los efectos adversos de la contracción económica y financiera han motivado de forma inusual el debate entre académicos, hacedores de política y en la opinión pública. Las preguntas relevantes en este debate que los autores identifican son las siguientes:

- ¿Qué tan efectiva es la política fiscal para estimular la economía?
- ¿Cuál es el mejor diseño para los paquetes de estímulo fiscal? ¿La política fiscal debería basarse en incrementos en el gasto de gobierno o en reducciones de impuestos?
- ¿Son los estabilizadores automáticos suficientes, o se necesita de un estímulo discrecional?
- ¿Cómo la política fiscal interactúa con la política monetaria? ¿Existe algún espacio para la coordinación de ambas políticas?
- ¿Cuáles son las consecuencias de un incremento

significativo en la relación deuda-PIB? ¿Qué se puede decir de las consolidaciones fiscales que buscan estabilizar esa relación?

- ¿Deberían los países adoptar reglas fiscales explícitas?

Repaso rápido a algunos de los problemas y la literatura asociada

La mayoría de modelos teóricos de la economía predicen que los cambios en la política fiscal, ya sea como cambios en el gasto de gobierno o en las tasas impositivas, afectan de alguna manera el nivel de actividad económica. Sin embargo, los canales de transmisión de la política fiscal difieren dramáticamente entre paradigmas. De esta manera, los autores discuten algunos resultados de referencia sobre efectos de los impuestos, efectos del gasto de gobierno y la literatura sobre consolidaciones fiscales y reglas fiscales.

1. Los efectos macroeconómicos de cambios en los impuestos

Un elemento de referencia clave en la literatura sobre efectos de los impuestos es la predicción

1. Notas elaboradas por Hilcías Estuardo Morán, Especialista IV de la Sección de Modelos Macroeconómicos del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala. En estas notas se presenta un resumen del documento "Fiscal policy and macroeconomic performance: an overview" de Luis F. Céspedes y Jordi Galí, el cual fue publicado como el capítulo introductorio del V. 17: "Fiscal policy and macroeconomic performance", Central Banking Series, 2013, publicado por el Banco Central de Chile.

2. Las citas bibliográficas presentadas en estas notas fueron tomadas del artículo original, al que se hace referencia al principio. Por lo tanto, las citas completas pueden ser consultadas en dicho artículo.

Contenido

1. Percepciones correctas y erróneas de la inflación fiscal? p.1
2. Estabilidad financiera y política monetaria: ¿Qué tanto se encuentran relacionadas? p.8

de la “equivalencia ricardiana” (Barro, 1974),² la cual se puede resumir de la siguiente manera: el momento de la aplicación de impuestos requeridos para financiar una trayectoria dada de gasto de gobierno no tiene efectos agregados reales sobre el producto, el empleo o la acumulación de capital. Por lo tanto, una disminución de impuestos hoy (financiada con emisión de deuda) no afectará la trayectoria de consumo o de oferta laboral: los hogares simplemente ahorran el ingreso disponible adicional y los ingresos de capital extras para pagar los impuestos futuros que se requerirán para pagar la deuda adquirida. Algunos supuestos poco realistas son necesarios para que se cumpla la equivalencia ricardiana a) los impuestos deben de ser no distorsionantes (lump-sum); b) los hogares deben tener un horizonte infinito; y c) los hogares deben tener libre acceso a un mercado de capitales perfecto y ser capaces de prestar y ahorrar a la misma tasas de interés que enfrenta el gobierno. Sin embargo, los impuestos sobre el capital y el trabajo son distorsionantes, los hogares viven por un horizonte finito de tiempo y los hogares regularmente enfrentan restricciones de crédito debido a imperfecciones en el mercado de capitales y su consumo es más sensible al ingreso corriente que al ingreso permanente, como lo sugerido por la hipótesis del ingreso permanente. Consecuentemente, una disminución de impuestos generalmente implicará un incremento en el consumo como respuesta al incremento en el ingreso corriente. En una economía donde el producto es determinado por la demanda agregada, el incremento en el consumo producirá un aumento en el producto y el empleo (ceteris

paribus). En presencia de rigideces nominales (política monetaria no neutral), sin embargo, el impacto de un cambio exógeno en los impuestos sobre las variables agregadas será amortiguado por la respuesta inducida de la autoridad monetaria. En la medida que una disminución de impuestos genera una expansión de la actividad económica y un aumento de las presiones inflacionarias, un banco central que sigue una regla de Taylor convencional reaccionará incrementando las tasa de interés nominales y reales, las cuales a su vez disminuirán la inversión y el consumo de los hogares ricardianos, amortiguando así el efecto expansionista de los impuestos.

Un gran número de estudios ha buscado proporcionar evidencia sobre la hipótesis de la equivalencia ricardiana, ya sea evaluando sus supuestos o sus predicciones. A pesar de las dificultades para evaluar las predicciones de esta hipótesis y la falta de una clara evidencia a favor o en contra de, la mayoría de economistas tienden a ver la equivalencia ricardiana como un punto de referencia teórico, con relevancia limitada en el mundo real.

2. Efectos macroeconómicos de cambios en el gasto de gobierno

El impacto de cambios en el gasto de gobierno sobre el producto agregado ha sido sujeto de estudio por muchos investigadores en los años recientes, particularmente, esta tendencia ha sido inducida por la controversia generada alrededor de la efectividad de los paquetes de estímulos fiscales como respuesta a la crisis financiera global. Buena parte de esta investigación se ha centralizado en el tamaño del multiplicador, es decir, los cambios en el PIB como resultado del aumento de un dólar en el gasto de gobierno. Desde la perspectiva teórica o empírica, el tamaño del multiplicador dependerá de varios factores, entre los que se pueden mencionar: el grado de persistencia del cambio en el gasto de gobierno, la forma de financiación de dicho gasto (impuestos o deuda) y la forma del gasto (transferencias o en la forma de gasto en bienes y servicios). En este último caso el tamaño del multiplicador también dependerá si el cambio en el gasto de gobierno afecta la utilidad marginal del consumo de los hogares o el producto marginal del trabajo o algún otro insumo utilizado en los procesos de producción de bienes de las firmas.

Director Oscar Roberto Monterroso S.	Producción Sergio Armando Hernández R. Leonel Enrique Dubón Q.
Consejeros Antonieta Gutiérrez Rómulo Oswaldo Divas M.	Edición Juan Francisco Sagúí Argueta
Coordinador Ivar Ernesto Romero Ch.	Arte y Diagramación Pablo Emilio Méndez Lima

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 reflejarían 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 y cuando 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.

La teoría keynesiana tradicional sugiere que cambios en el gasto de gobierno afectan el producto y el empleo a través de la demanda agregada. Un aumento en el gasto de gobierno directamente afecta uno de los componentes de la demanda agregada y genera de forma inmediata un aumento proporcional en el producto. Este aumento en el producto se traduce en un incremento del ingreso disponible y del consumo, así de forma sucesiva se producen rondas de aumentos en el producto y el consumo hasta que el efecto del gasto se desvanece en el tiempo. De esta manera, el multiplicador resulta ser mayor que uno. Debido a que este enfoque no considera ninguna restricción de oferta, el multiplicador de gasto puede resultar relativamente grande, presentando así a la política fiscal como una herramienta de estabilización altamente eficiente.

Desde el punto de vista del enfoque neoclásico, proveniente del análisis de la teoría de ciclos económicos reales, el tamaño del multiplicador del gasto depende críticamente de los supuestos que se utilicen sobre la naturaleza de la intervención (Baxter y King, 1993). Si el cambio en el gasto de gobierno es financiado con impuesto distorsionantes, el multiplicador del gasto puede ser fácilmente negativo. Por otro lado, si la inversión pública es altamente persistente y es financiada con impuestos no distorsionante (lump-sum) o con déficit, se puede alcanzar un multiplicador de gasto alto y prolongado si el nuevo capital público es altamente productivo. Regularmente, para gasto de consumo del gobierno el multiplicador resulta ser menor a la unidad.

La incorporación de rigideces nominales (sobre salarios y precios), como normalmente se hace en los modelos neokeynesianos (o nuevos keynesianos), tiene dos importantes implicancias para el tamaño del multiplicador de gasto de gobierno. Primero, en estos modelos la demanda de trabajo no necesariamente corresponde al producto marginal del trabajo debido a que el producto y, por consiguiente, el empleo son en estos modelos determinados por la demanda. Segundo, la sensibilidad de la demanda agregada a un cambio en el gasto de gobierno dependerá de la forma que se conduce la política monetaria, en particular, dependerá de cómo la política monetaria reacciona ante la intervención fiscal. Si la función

de reacción del banco central es basada en una regla convencional de Taylor, lo más probable es que el multiplicador del gasto de gobierno sea pequeño, como sugerido por la teoría de los ciclos económicos reales. Solo en el caso de un mecanismo de tasa de interés débil es probable que el multiplicador sea significativamente mayor a uno. Este último escenario resulta relevante cuando la tasa de interés está cerca de cero, es decir, cerca de su límite inferior, tal como es discutido en Eggertsson (2011) y Christiano, Eichenbaum y Rebelo (2011).

Un enfoque alternativo que facilita la obtención de potencialmente altos niveles en el multiplicador de gasto de gobierno consiste en la inclusión de una proporción de hogares que se comportan de manera no-ricardiana, estos hogares consumen todo su ingreso corriente en cada período; es decir, no son capaces de ahorrar financieramente o adquirir activos. Galí, López-Salido y Vallés (2007) muestran que, en el contexto de un modelo nuevo keynesiano, el tamaño del multiplicador del gasto de gobierno está positivamente asociado a la fracción de hogares no-ricardianos incluidos en el modelo. Si la proporción de hogares no-ricardianos son suficientemente altos en la economía (por ejemplo, economías con escaso desarrollo financiero) y los precios son suficientemente rígidos, el consumo agregado se incrementará como consecuencia de un aumento en el gasto de gobierno, y el multiplicador será significativamente mayor que la unidad.

Los estudios empíricos sobre los efectos agregados del gasto de gobierno no muestran consenso sobre el tamaño del multiplicador y su impacto sobre otras variables como el consumo. Similar al caso de los cambios en los impuestos, el principal desafío para la literatura empírica es la identificación de cambios exógenos en el gasto de gobierno en los datos observados.

3. Consolidación fiscal

La consolidación fiscal puede ser definida como aquellos episodios de grandes recortes de gasto de gobierno o aumentos significativos en las tasas impositivas (o ambas medidas a la vez) que buscan poner fin a trayectorias de deuda insostenibles en el tiempo. El éxito de un programa de consolidación fiscal se define por su habilidad

para dirigir la economía a un ciclo de bajos déficit fiscales y relaciones de deuda a PIB sostenibles en el tiempo. La evidencia parece indicar que los ajustes basados en reducciones de gasto son más exitosos que los ajustes basados en alzas de impuestos (evidencia de países desarrollados). Estos estudios también encuentran que las consolidaciones fiscales exitosas generan una expansión de la economía, mientras que las no exitosas tienen efectos recesivos. Las expansiones son generalmente asociadas con un boom de la inversión y un mejoramiento en los costos laborales unitarios relativos (debido a la contención de los salarios reales) y a una expansión de las exportaciones netas y de la rentabilidad de las firmas (Alesina y Perotti, 1998; Alesina y Ardagna, 1998).

En un trabajo posterior a los citados, Perotti (1999) encuentra evidencia de una correlación negativa entre el consumo y el gasto de gobierno durante episodios de consolidación fiscal, pero solo en situaciones de estrés fiscal (definido como una inusual alta relación deuda-PIB). En tiempos normales, el efecto estimado tiene el signo contrario, es decir, el consumo aumenta en respuesta a un incremento en el gasto de gobierno.

4. Diseño de la política fiscal

La sección anterior presentó un resumen de los principales hallazgos teóricos y empíricos relacionados con los efectos macroeconómicos de la política fiscal (cambios exógenos en el gasto de gobierno o en las tasas impositivas). Estos resultados son relevantes para analizar la efectividad de diferentes instrumentos y los canales a través de los cuales la política fiscal afecta a otras variables macroeconómicas. Desde el punto de vista normativo, resulta importante evaluar cómo la política fiscal debería comportarse.

4.1 Impuestos óptimos y política de deuda

La literatura sobre política fiscal óptima generalmente se enfoca en los problemas de impuestos óptimos dada una trayectoria de gastos de gobierno y la no existencia de impuestos no distorsionantes. Judd (1985) and Camley (1986) obtuvieron un resultado clásico en el contexto de un modelo de crecimiento determinístico neoclásico: en un esquema de política fiscal

óptima, la tasa impositiva de los ingresos de capital debe converger a cero.

Lucas y Stokey (1983) analizan la política fiscal óptima en un modelo estocástico con gasto de gobierno exógeno, con impuestos y deuda contingente dependientes del estado de la naturaleza. Estos autores encuentran que tanto la deuda como los impuestos muestran correlación serial, similar a la observada en el gasto de gobierno. Chari, Chiristiano y Kehoe (1994) exploran de forma cuantitativa las propiedades de los impuestos óptimos en un modelo de ciclos reales calibrados, el cual incluye acumulación de capital, shocks tecnológicos, gasto de gobierno y deuda contingente. Ellos muestran que la política fiscal óptima implica un positivo pero aproximadamente constante tasa impositiva sobre el ingreso laboral, mientras que la tasa sobre los ingresos de capital es también estable y cercana a cero.

4.2 Reglas fiscales simples

A pesar de que la mayoría de estudios se ha centrado en la política monetaria, algunos trabajos recientes han analizado los efectos macroeconómicos de reglas alternativas y empíricamente han caracterizado las reglas de política fiscal utilizadas por los gobiernos en la práctica.

Leeper (1991) analiza la importancia para los resultados macroeconómicos de la combinación de políticas fiscal y monetaria. Los modelos macroeconómicos convencionales suponen que la autoridad fiscal sigue una regla pasiva, es decir, una regla que garantiza que la restricción presupuestaria intertemporal del gobierno se cumple período a período, dada la trayectoria de la tasa de interés, el producto y otras variables macroeconómicas. En este caso, una regla de política monetaria activa (esto es una regla que reacciona con suficiente fuerza a la inflación) es la única responsable de controlar el nivel general de precios. Por otro lado, cuando el régimen se caracteriza por una política fiscal activa (una regla que no garantiza la sostenibilidad de la deuda en el tiempo) y una política monetaria pasiva, el control de la inflación es plenamente responsabilidad de la autoridad fiscal, esto se conoce en la literatura como teoría fiscal del nivel de precios.

El grado al cual las reglas de política fiscal simples pueden aproximarse a políticas fiscales y monetarias óptimas ha sido analizado en la literatura reciente. Schmitt-Grohé y Uribe (2006) demuestran que la respuesta de la economía a un shock tecnológico bajo política óptima puede ser cercanamente aproximada por una regla fiscal simple, que hace que los impuestos al ingreso respondan a su propio rezago y a las desviaciones del nivel de largo plazo de la deuda y el PIB, combinado esto con una regla tipo Taylor para la política monetaria. Las pérdidas en términos de bienestar de esta combinación de políticas son muy pequeñas, esto condicionado a que los coeficientes de la deuda y el producto son seleccionados de forma óptima en la regla fiscal. Esta aproximación es, en general, muy buena cuando los shocks tecnológicos son la principal fuente de fluctuación, pero no es muy eficiente cuando los shocks fiscales son los dominantes.

El resto del artículo presenta un repaso de los distintos estudios que conforman el Volumen 17: *"Fiscal policy and macroeconomic performance"*, Central Banking Series, 2013, publicado por el Banco Central de Chile.

Acusaciones de error y penitencia: 100 años de política monetaria en la Reserva Federal de los Estados Unidos³

Este documento analiza la evolución de los diferentes enfoques de política de estabilización que, durante 100 años de historia, ha utilizado la Reserva Federal de los Estados Unidos. En particular describe un patrón de aprendizaje, en el cual la Reserva Federal corrige su política y evita utilizar esquemas que han demostrado ser erróneos.

La historia de la política monetaria en los Estados Unidos puede ser clasificada en subperíodos, de acuerdo a la relación entre la tasa de interés, la tasa de inflación y las recesiones identificados por el National Bureau of Economic Research. La primera acción de política de la Reserva Federal, después de la Primera Guerra Mundial, fue subir la tasa de interés para combatir la inflación. Posteriormente, la década de los años veinte fue de baja inflación durante la cual se registraron cuatro “picos” de tasa de interés, que deben haberse debido a causas no relacionadas con la inflación. Durante la Gran Depresión las tasas cayeron y estuvieron muy bajas hasta el Acuerdo de 1951.

El período que le siguió es de intolerancia hacia la inflación, en donde se registraron incrementos de la tasa de interés. Las recesiones de 1953 y 1960 fueron precedidas por aumentos de tasas de interés aunque no por aumentos significativos de la tasa de inflación. Luego, el período de los años sesenta y setenta es un período de tolerancia de inflación, conocido como la Gran Inflación. Durante estos años, el Fed redujo la tasa de interés a pesar de los altos niveles de inflación. Este período termina con la desinflación de Volcker en los años 1979-1982.

El período de 1982 a 2007 constituye un segundo período de intolerancia de inflación, y también se conoce como la “Gran Moderación”. Este período es seguido por la Gran Recesión de 2008.

Este documento se enfoca en la fuerza particular que puede ayudar a entender los cambios cualitativos en la política monetaria a lo largo de estos períodos. Esta fuerza es la tendencia del Fed a actuar como si fuera un penitente, cuando las críticas exitosamente señalan que los malos resultados son el producto de sus errores.

Se utiliza la palabra penitencia porque una penitencia típicamente requiere a los pecadores evitar repetir sus pecados. Hasta ahora han existido por lo menos cuatro objetivos del Fed con respecto a los cuales éste se ha vuelto averso, después de haber obtenido malos resultados (Cuadro 1). Primero, durante la Gran Depresión, el Fed se hizo averso a compras de mercado abierto que incrementaron el exceso de reservas de los bancos. Luego, después de la Gran Depresión, el Fed se hizo averso a tomar decisiones de política monetaria basadas en si los bancos estaban otorgando créditos para propósitos especulativos o no (calidad del crédito). Tercero, después de 1960, el Fed se hizo averso a provocar recesiones por abatir la inflación. Esto cambió en 1979, cuando el Fed se hizo averso a suavizar los cambios en las tasas de interés.

Cuadro 1
Las fuentes de penitencia

Resultado sujeto a críticas	Interpretación de error	Penitencia = aversión a
1929-1931 caída del producto	Permitir préstamos especulativos en 1927.	Bancos con fondos extra para prestar
Gran Depresión	Estar enfocado en préstamos productivos en lugar de agregados monetarios.	Dirigir la política monetaria en función del riesgo de nuevos préstamos por parte de instituciones oferentes de dinero.
Recesiones de 1957 y 1960	Moverse a una política excesivamente restrictiva al menor signo de inflación.	Crear recesiones profundas para abatir la inflación.
Gran Inflación	Exceder metas de agregados monetarios como una consecuencia directa de utilizar metas de tasas de interés.	Suavizar el cambio en tasas de interés.
Gran Recesión	¿?	¿?

La Sección 1 considera el episodio de 1927 en el cual el Fed primero renunció a su objetivo de otorgar solo crédito productivo y le asigna a este cambio un papel importante en explicar la severidad de la Gran Depresión. La Sección 2 se enfoca en la Gran Inflación, un período en el cual el Fed abandonó su larga historia de intolerancia con la inflación, y lo relaciona con las recesiones que acababan

3. Traducción libre y resumen del documento “*Penitence after accusations of error: 100 years of monetary policy at the U. S. Federal Reserve*” de Julio J. Rotemberg, julio de 2013. Este documento fue preparado para el simposio “The First Hundred Years of the Federal Reserve: The Policy Record, Lessons Learned, and Prospects for the Future”, organizado por el National Bureau of Economic Research. Resumen preparado por Héctor Augusto Valle Samayoa, investigador del Departamento de Investigaciones Económicas, Banco de Guatemala.

de ocurrir. La Sección 3 examina el enfoque que Volcker adoptó para terminar con la Gran Inflación, lo cual conllevó abandonar el objetivo de tasas de interés estables. La Sección 4 revisa algunas características de la Gran Moderación. La sección 5 concluye.

1. Los dos abandonos de la calidad del crédito bancario como objetivo

El Décimo Reporte Anual de la Junta Directiva del Federal Reserve indicaba que el Fed debería extender crédito solo para propósitos productivos y no especulativos. Esto implica, por supuesto, que el Fed solo debería descontar créditos que los bancos habían hecho para la industria, la agricultura, etc. Sin embargo, en la práctica era difícil identificar el destino de los créditos. Adicionalmente, se suponía que el Fed utilizara un criterio cuantitativo para limitar el volumen del crédito, de acuerdo al monto que fuera justificado por incrementos en la productividad agregada de la nación.

En este contexto, la política restrictiva de finales de 1925 fue en respuesta a preocupaciones sobre el hecho de que, en los nueve meses previos, los préstamos para la compra de títulos se habían estado incrementando. El resultado fue una recesión leve. Por otra parte, la política expansiva de 1927 representa la primera vez que el Fed renuncia a su objetivo de estabilizar la calidad de los nuevos préstamos bancarios, al reducir su tasa de interés con el propósito de apoyar a Inglaterra para regresar al patrón oro.

Como consecuencia de la salida de oro, el Fed incrementó la tasa de redescuento a principios de 1928. La política contractiva continuó en 1929 a pesar de los influjos de oro. La razón fue la preocupación del Fed por el aumento sustancial en el crédito especulativo de 1928, cuando el mercado de acciones estaba en auge. El Fed se vio en un predicamento, el problema era encontrar un medio por el cual reducir y controlar el crédito para títulos sin ocasionar presiones sobre el crédito comercial y de negocios. La Junta Directiva del Fed buscó resolver este dilema solicitando a los bancos regionales limitar el crédito a los bancos que estuvieran involucrados en crédito especulativo.

La política monetaria contractiva en este período fue muy probablemente responsable por la

disminución inicial de la producción industrial que empezó en agosto de 1929, aunque su papel en la caída de la producción industrial más dramática, que se observó de octubre de 1929 a septiembre de 1930, es menos claro. Adicionalmente, la negativa del Fed a prestar a bancos que enfrentaban corridas bancarias y a implementar un programa de compra de títulos a gran escala en operaciones de mercado abierto, produjo reducciones sustanciales de oferta de dinero y, por otra parte, exceso de reservas. El exceso de reservas de los bancos y la reducción de préstamos del Fed evidenció que el programa era inefectivo. Al Fed le preocupaba que los bancos utilizaran el exceso de reservas para propósitos especulativos o que en el futuro el crédito creciera de manera incontrolada y, por consiguiente, elevó el requerimiento de reservas a 50% en agosto de 1936.

Dentro de la literatura de la historia de la Gran Depresión, el trabajo más influyente probablemente es el de Friedman y Schwartz (1963). Éste señala cómo la expansión monetaria de 1927 contribuyó a iniciar la crisis y cómo la política monetaria durante los años treinta la profundizó. En particular, como resultado de la política basada en el destino y calidad del crédito y la falta de atención a los agregados monetarios. Una política basada en la calidad del crédito profundiza la crisis porque es difícil hacer que el banco central apoye con préstamos adicionales para apoyar el crédito productivo, cuando los mismos bancos no están interesados en otorgar crédito. El exceso de reservas no constituye un uso productivo de fondos y, debido a que podrían convertirse en crédito especulativo, hace que la antipatía por crédito especulativo también conlleve a la antipatía por exceso de reservas.

Mientras la Gran Depresión se profundizaba, el Fed continuó con la política de calidad del crédito. Cuando el mensaje de Friedman y Schwartz (1963) fue ampliamente aceptado, esta política fue considerada como un error y fue abandonada por el Fed. La penitencia del Fed fue el abandono de la calidad del crédito bancario como guía de la política monetaria.

Dos hechos adicionales sugieren que Friedman y Schwartz (1963) hicieron al Fed penitente por su conducta durante la Gran Depresión. Primero, mientras aún era el Gobernador del Fed, Ben

Bernanke pidió disculpas por parte del Fed. Segundo, la crisis financiera que se inició en 2007 fue acompañada por esfuerzos heroicos para prevenir la quiebra de brókeres, corredores y de fondos de inversión de mercado de dinero, así como también evitar incrementos dramáticos en exceso de reservas. Estas dos políticas son opuestas a las que Friedman y Schwartz (1963) señalaron como culpables de la Gran Depresión.

2. La tolerancia de inflación

Hasta el Acuerdo entre la Tesorería y el Fed de 1951, el Fed mantuvo tasas de interés bajas, tanto de corto como de largo plazo, en subordinación al resto del gobierno de los Estados Unidos. Ante el despegue de la inflación de 1950-1951, el Fed fue menos sumiso y se iniciaron las negociaciones que llevarían al acuerdo. Este, acuerdo reconoció la independencia del Fed y este luchó contra la inflación con vigor durante los primeros años del período de William McChesney Martin como gobernador.

Los incrementos en la tasa de redescuento a finales de julio de 1957 para frenar la inflación, en un contexto donde las tasas de interés habían estado creciendo desde 1955, sucedieron justo antes de la recesión que, de acuerdo al National Bureau of Economic Research (NBER), se inició en agosto de 1957.

El Fed respondió haciendo que las tasas de interés cayeran rápidamente. Sin embargo, pronto el Federal Open Market Committee (FOMC) se mostró preocupado por la inflación y decidió incrementar la tasa de interés. Esto a pesar de que la tasa de inflación en agosto de 1958 fue 0.5% menor que la de febrero de 1958.

En 1967 Martin enfrentó las presiones inflacionarias con menos determinación. En aquel momento la inflación se había elevado a 2.6%, la tasa de desempleo era considerablemente más baja que en agosto de 1958, el Fed había estado bajando la tasa de interés desde noviembre de 1966 y varios miembros del FOMC habían expresado su preocupación sobre la inflación durante varios meses. Sin embargo, consideró que era la política fiscal la que debía hacerse cargo de estas presiones inflacionarias subiendo impuestos. Por su parte, el Fed continuó relajando la política

monetaria. Pareciera que Martin había perdido su deseo por enfrentar la inflación con un combate directo y enérgico de la política monetaria.

La penitencia en este caso es que no es coincidencia que el cambio de punto de vista ocurrió después de la recesión de 1960, recesión que es fácilmente atribuible a los aumentos de tasa de interés de 1958-1959. Incrementos que fueron motivados por temor a la inflación y, sin embargo, la inflación nunca llegó, mientras que la recesión sí. Como consecuencia el Fed fue duramente criticado, cuestionado y señalado, sobre todo por parte de Paul Samuelson, Harry Jhonson y Milton Friedman, entre otros. A pesar de que Martin rehusó aceptar responsabilidad por la recesión, por la que fue ampliamente considerado como responsable, pudo haber sido afectado por las críticas y se volvió averso a crear recesiones buscando combatir la inflación.

2.2 El florecimiento de la inflación bajo Burns

Burns fue crítico de las medidas del Fed que llevaron a la economía a la recesión, compartía muchos puntos de vista con Friedman y reconocía que la política monetaria había sido muy inestable (volátil). En este sentido Burns era partidario de cambios graduales de política en vez de cambios abruptos. Este punto de vista lo hizo aún más averso que Martin a crear recesiones. Su objetivo era alcanzar algo que nunca antes se había logrado, evitar que la economía generara un boom inflacionario pero sin desatar una nueva recesión. Adicionalmente, su objetivo de largo plazo era reducir el crecimiento de la oferta monetaria y hacerla consistente con estabilidad de precios.

Sin embargo, Burns no fue siempre consistente con sus objetivos y buenas intenciones. Para empezar, en 1973 el Fed no solo elevó tasas de interés lo suficiente como para contribuir a desencadenar una recesión, sino además continuó elevándolas en 1974 mientras la recesión estaba en proceso.

Algunos autores han enfatizado declaraciones de Burns, entre 1970 y 1971, en las que él consideraba que la inflación, observada en aquel momento, era del tipo “cost-push” y que, por consiguiente, la política monetaria era inefectiva y que una política de control de precios sería más efectiva. Desde su punto de vista, los “cost-push” shocks

de inflación debían ser acomodados hasta cierto punto. Este tipo de política recibió algunas críticas por considerarse muy pasiva.

Sin embargo, hacia julio de 1974 Burns en su testimonio emite juicios apoyando una política monetaria moderadamente más restrictiva para combatir la inflación, al mismo tiempo que la tasa de fondos federales alcanzaba un punto máximo. Esto es interpretado como la transformación de Burns en un proponente de políticas antiinflacionistas.

2.3 Fuentes alternativas de la Gran Inflación

Un punto de vista es que la Gran Inflación fue el resultado de procedimientos operativos defectuosos empleados por el Fed. Una segunda idea, acogida por Burns (1979), es que la Gran Inflación fue el resultado de políticas fiscales expansionistas externas. En particular por parte del gobierno del presidente Nixon tratando de ser reelecto en 1972. Sin embargo, estos señalamientos son difíciles de probar.

Un tercer punto de vista es que las ideas más relevantes detrás de la Gran Inflación fueron las de Samuelson y Robert Solow. Ellos pregonaron la relevancia de la curva de Phillips para política macroeconómica. Sin embargo, a pesar de que el análisis basado en la curva de Phillips fue común en el gobierno de Kennedy, el Fed fue particularmente inmune a la idea de reducir desempleo incrementando inflación. Martin testificó en enero de 1963 que él pensaba que la curva de Phillips era una falacia. Burns también, en su testimonio de julio de 1974, explicó por qué la correlación entre inflación y desempleo de largo plazo era engañosa.

A pesar del escepticismo del Fed, las ideas de Samuelson y Solow podrían haber influido en la conducta del Fed indirectamente a través de su efecto en el Congreso y en el gobierno. Deben tomarse en cuenta dos hechos importantes en este contexto que, de acuerdo con Reinhart y Rogoff (2013), ésta fue una era de dominancia fiscal sobre el Fed y, por otra parte, hay mucha evidencia de la independencia del Fed con respecto al Congreso.

Un punto de vista final, que busca explicar la Gran Inflación, lo constituyen los modelos de información imperfecta y aprendizaje del Fed (Sargent, 1999, Bullard y Eusepi, 2005, y Primiceri,

2006). De acuerdo a este tipo de modelos, el Fed podría haber estado mal informado sobre las posibilidades de una expansión no inflacionaria. El Fed podría racionalmente haber adoptado una política expansionista excesiva y disparar la inflación cuando tenía una medición muy optimista del producto potencial. Con un aprendizaje del proceso de inflación suficientemente lento, este sobreoptimismo podría bien explicar el aumento en la inflación en los años sesenta y setenta. Aunque no es tan claro cómo podría explicar la rápida reducción de la inflación a principio de los ochenta.

3. El abandono de las tasas de interés estables

Un objetivo fundamental del Federal Reserve desde el momento de su concepción fue la estabilización de tasas de interés. A este respecto existe evidencia de que la creación del Fed estabilizó las fluctuaciones estacionales en las tasas de interés, Mankiw et al (1987). Sin embargo las tasas de interés se hicieron sustancialmente más volátiles cuando el Fed cambió sus procedimientos operativos en octubre de 1979.

El dramático cambio en la volatilidad de la tasa de interés implicó, como en los casos anteriores, el cambio en una política del Fed considerada como errónea. El error en este caso fue el uso de un procedimiento operativo, en el cual la tasa de interés era esencialmente fijada en reuniones de funcionarios del Fed entre cada reunión.

Mientras tanto, la idea de que la inflación estaba íntimamente ligada al crecimiento de la cantidad de dinero ganó aceptación general en los años sesenta y setenta. Junto con ello se llegó al convencimiento de que el mal manejo del Fed había causado inflación y que se necesitaba diseñar un esquema para prevenir que el Fed continuara en esta trayectoria. El Congreso, en particular, requirió que el Fed anunciara sus proyecciones de crecimiento de dinero en 1975.

Entre 1975 y 1979 el Fed excedió su meta de crecimiento de los agregados monetarios. Milton Friedman explicó que el fracaso del Fed, en alcanzar sus metas de crecimiento de dinero, se debía a una "inercia burocrática" que llevaba al Fed a continuar usando un procedimiento anacrónico, con el cual continuaba alcanzando sus metas de tasa de interés. Para Friedman,

esta práctica reforzaba los errores. Un error con el que se fijaba una tasa de inflación muy baja llevaría a una tasa de crecimiento de dinero muy alta y, consecuentemente, a mayor inflación, la cual entonces se perpetuaría a sí misma. Mayer (1999) y Clarida, et al (2000), señalan que la tasa de fondos federales no respondió lo suficiente a la inflación y a la producción.

El Fed aceptó que sus procedimientos operativos llevaron a un crecimiento excesivo del dinero, y la penitencia correspondiente es que el Fed se hizo averso a fijar tasas de interés a niveles que llevarían al crecimiento del dinero a exceder su meta. Como resultado, en octubre de 1979 el Fed cambió sus procedimientos operativos. Dejó de fijar un nivel particular de tasas de interés y permitió que las tasas tomaran valores en un rango más amplio. Fijó una meta de reservas no prestadas con el propósito de mantener el crecimiento de los agregados monetarios dentro del rango elegido en las reuniones del FOMC. Estos rangos de corto plazo deberían, en principio, ser consistentes con las metas anunciadas de largo plazo para los agregados. Debido a que las tasas de interés serían determinadas por el mercado, el Fed no sería culpado por fijarlas a un nivel que conllevaría a un crecimiento excesivo de dinero.

4. La “Gran Moderación”

A finales de 1982, en un escenario de inflación baja, la economía en recesión y el crecimiento de M1 por encima de su meta, la política del Fed estuvo nuevamente sujeta a fuertes críticas. Sin embargo, una vez las tasas de interés se redujeron, la desinflación lograda por Volcker fue vista ampliamente como un éxito y para nada como un error. Debido a que esto acalló cualquier crítica adicional hacia el Fed, la lógica de este documento no requiere un cambio inmediato de dirección por parte de la Reserva Federal.

Aun y cuando las metas de agregados monetarios habían causado dificultades, el Fed cambió su enfoque poco a poco durante el período de 1983 a 2007, período conocido como la Gran Moderación. Tales cambios graduales se observan tanto en la discusión de política monetaria adentro del FOMC como en la forma de la comunicación del Fed con el público. Las discusiones adentro del FOMC lentamente cambiaron de los montos de préstamos

en la ventanilla de redescuento hacia centrarse en la tasa de fondos federales. En octubre de 1989 se encuentran las primeras evidencias, en el libro azul, de discusión de políticas alternativas centradas en términos del nivel de la tasa de fondos federales y los niveles esperados de préstamo (en vez de hacerlo al revés).

La información sobre las metas de la tasa de fondos federales se manejó en general con mucho secreto y celo por parte del FOMC. La falta de transparencia terminó en agosto de 1997, cuando la tasa de interés planeada empezó a ser publicada en las minutas públicas, después de lo cual el Fed continuó expandiendo la cantidad de información publicada.

Uno de los aspectos que más llama la atención de este período es que la regla de Taylor (1993), en la cual la tasa de fondos federales es función de la inflación y de la diferencia entre el PIB potencial y el observado, genera valores muy cercanos a los valores que efectivamente registró dicha tasa para el período de 1987 a 1992. Judd y Treahan (1995) muestran que los valores son más coincidentes en los años de Greenspan que en los de Volcker. En adición, el relativamente rápido aumento de la tasa de fondos federales en 1983 y principios de 1984, como también su subsecuente caída, están implícitas en la regla de Taylor. Esto se puede considerar como evidencia de que la evolución hacia la regla de Taylor puede haber sido gradual.

Poole (2007) muestra que la tasa de fondos federales observada cayó por debajo de la resultante con la regla de Taylor desde alrededor del año 2000, y en particular después de 2003. Taylor (2012) considera este período de bajas tasas de interés post-2003 como una fuente importante de la burbuja inmobiliaria que creó la crisis financiera de 2007-2008. Por otra parte, Bernanke (2010) argumenta que la burbuja inmobiliaria empezó antes y que la tasa de fondos federales en este período estuvo cercana a la implícita en la fórmula de Taylor si se utilizan pronósticos internos, en vez de los valores observados de la inflación.

5. Conclusión

Taylor (2012) no es el único que ha culpado a las políticas del Fed durante la Gran Moderación por la crisis financiera que provocó la Gran Recesión.

Sin embargo, todavía es muy temprano para saber si se formará un consenso sobre alguna acción o punto de vista particular del Fed al que se responsabilizará por esta recesión. Los hallazgos en esta investigación sugieren que, si se alcanza un consenso de esta naturaleza, el Fed podría desarrollar una nueva aversión a un enfoque que le podría haber parecido adecuado en el pasado. Por ejemplo, si se desarrolla el consenso de que el error del Fed fue abandonar una regla de Taylor basada en observaciones pasadas de la inflación (*backward looking*) por una basada en los pronósticos del Fed (*forward looking*), el Fed podría volverse averso a utilizar sus pronósticos para fijar su política.

No todas las críticas a que ha estado sujeto el Fed a lo largo de su historia lo han hecho cambiar de visión o prácticas operativas. En este sentido muchas críticas han sido rechazadas o ignoradas. Para que las críticas sean efectivas en hacer cambiar de rumbo a la política monetaria, estas deben convencer a los funcionarios del Fed, algo que ha probado no ser fácil. Un economista que ha sido notoriamente exitoso en este sentido es Milton Friedman, quien –a pesar de lograr convencer a los funcionarios del Fed de sus errores– no necesariamente logró hacer que adoptaran los procedimientos que él sugería.

6. Referencias

Bullard, James and Stefano Eusepi. “Did the great inflation occur despite policymaker commitment to a Taylor rule?”, *Review of Economic Dynamics*, 8, 2005, 324-359.

–“The anguish of central banking,” Per Jacobson Lecture, 1979.

Clarida, Richard, Jordi Galí, and Mark Gertler. “Monetary policy rules and macroeconomic stability: Evidence and some theory”, *Quarterly Journal of Economics*, February 2000 , 147-80.

Friedman, Milton, and Anna Jacobson Schwartz. “A monetary history of the United States, 1867-1960”, Princeton: Princeton University Press, 1963.

Judd, John P., and Bharat Trehan. “Has the Fed gotten tougher on inflation?” *The FRBSF Weekly Letter*, March 31, 1995.

Mankiw, N. Gregory, Jeffrey A. Miron, and David N. Weil. “The adjustment of expectations to a change in regime: A study of the founding of the Federal Reserve”, *American Economic Review*, 77, June 1987, 358-74.

Mayer, Thomas. “Monetary policy and the Great Inflation in the United States”, Northampton, MA: Edward Elgar, 1999.

Primiceri, Giorgio E. “Why inflation rose and fell: Policy-Makers’ beliefs and U. S. postwar stabilization policy”, *Quarterly Journal of Economics*, 121, August 2006, 867-901.

Reinhart, Carmen and Kenneth S. Rogoff. “Shifting mandates: The Federal Reserve’s first centennial”, *American Economic Review*, 103, May 2013, 48-54.

Sargent, Thomas J. “The conquest of american inflation”, Princeton NJ: Princeton University Press, 1999.

Taylor, John B. “The Great Inflation, The Great Disinflation, and policies for future price stability,” in Blundell-Wignal, ed. *Inflation, Disinflation and monetary policy*, Sidney: Ambassador Press, 1992, 9-34.

