

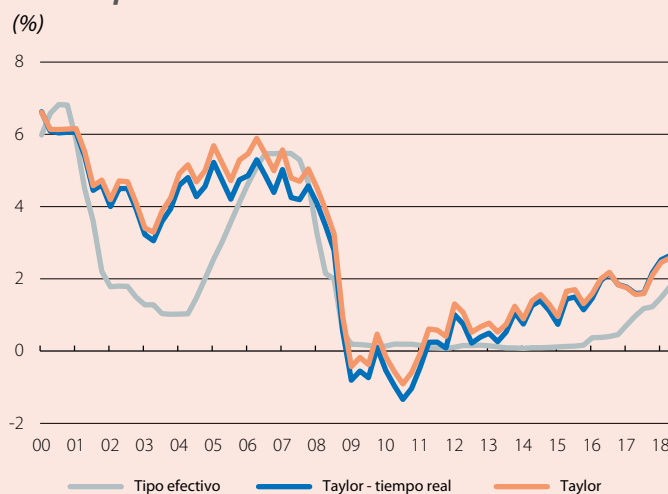
De la Gran Recesión a la actualidad: los errores de la política monetaria y fiscal

En un encuentro con diversos economistas en noviembre de 2008, la monarca británica Elizabeth II les preguntó: «¿Por qué nadie se dio cuenta?», en referencia a la crisis financiera, que aquel año redujo sustancialmente la rentabilidad de los activos financieros de la corona inglesa. Todavía hoy, cuando se han cumplido exactamente 10 años desde la crisis, es difícil responder a esa pregunta, pero, con la perspectiva que da el paso del tiempo, sí que podemos afirmar que las decisiones de política monetaria y fiscal jugaron un rol significativo que ayudan a entender por qué se produjo el estallido de la crisis financiera y la posterior Gran Recesión. En este artículo arrojaremos luz sobre la naturaleza errónea de las distintas decisiones de política monetaria y fiscal que facilitaron la creación de los desequilibrios financieros y macroeconómicos previos a la crisis y, también, hasta qué punto hemos aprendido de aquella amarga experiencia.

Para empezar, es importante recordar que las políticas fiscales y monetarias de un país o región deberían actuar como estabilizadores de la economía y ser de carácter contracíclico, esto es, estimularla en los periodos recesivos del ciclo económico e intentar asegurar un crecimiento sostenible y equilibrado de la actividad económica en las fases de bonanza para estar mejor preparado para las épocas de vacas flacas. Los economistas coinciden en señalar que en los años previos a la Gran Recesión, ambas políticas fueron excesivamente acomodaticias en EE. UU. y la eurozona, lo que favoreció la creación de desequilibrios financieros y macroeconómicos. Este hecho se pudo deber a dos factores: las autoridades fiscales y monetarias quizás decidieron intencionalmente estimular más de la cuenta una economía que, como sabemos, ya estaba creciendo por encima de su potencial o bien no se leyó de forma correcta el momento cíclico en el que se encontraba la economía y se pensó que aún había margen para un mayor crecimiento. Esto último podría haber llevado a las autoridades a pensar que eran necesarias medidas fiscales o monetarias laxas para estimular la demanda, cuando en realidad ahora sabemos que la economía ya estaba creciendo por encima de su potencial. En el plano monetario, la laxitud de las políticas también se explica porque las autoridades se centraron en la evolución de los precios, pero no tuvieron en cuenta los riesgos macrofinancieros que dichas políticas entrañaban.

Para dilucidar hasta qué punto la política monetaria fue excesivamente acomodaticia en los años previos a la crisis financiera, podemos utilizar la regla de Taylor, que indica cuál debería ser el tipo de interés fijado por el banco central en función de la inflación, una medida de cuán lejos se encuentra la actividad económica de su potencial (la denominada brecha de producción) y otras variables adicionales.¹ Además, con el fin de identificar la influencia que pudo tener una interpretación inexacta del momento cíclico, podemos estimar el tipo de interés de Taylor que obtenemos con la brecha de producción que realmente hubo y compararlo con el tipo de Taylor que manejaban las autoridades en los años 2000 en tiempo real. Así podemos ver en el primer gráfico cómo, efectivamente, el tipo de interés fijado por la Reserva Federal se situó entre 2002 y mediados de 2005 muy por debajo del sugerido por la regla de Taylor. Asimismo, si comparamos las dos reglas de Taylor, vemos que son parecidas, de modo que los errores derivados de una estimación imprecisa en tiempo real tuvieron un papel modesto.

EE. UU.: política monetaria



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de Atlanta.

Hemos realizado el mismo ejercicio para la eurozona, pero separando los principales países que la forman entre los países *core* y los periféricos. Si observamos el segundo gráfico, podemos extraer dos conclusiones sugerentes. Primero, la diferencia entre el tipo de interés sugerido por la regla de Taylor y el tipo oficial del Banco Central Europeo nos muestra que la política monetaria del BCE era más sensible a la situación económica de los países *core* que a la de los periféricos entre los años 2002 y 2005. Por ejemplo, en el año 2004 el tipo de interés sugerido por la regla de Taylor fue del 5,8% para los países periféricos. Sin embargo, en aquel mismo año el tipo oficial fue, en promedio, del 2%, mucho más cercano al 3,6% que la regla de Taylor prescribía para los países *core*. Segundo, la miopía a la hora de identificar la fase del ciclo económico en el que se encontraba cada país sí que pudo ser muy relevante en Europa, ya que la diferencia entre el tipo sugerido por la regla de Taylor correcta y el que obtenemos con datos en tiempo real es de 0,7 y 1,3 p. p. para los países *core* y periféricos, respectivamente. Así, las autoridades monetarias posiblemente pensaron que la necesidad de subir tipos era menos urgente de lo que realmente era.

1. Concretamente, $i_t^{Taylor} = \rho (i_{t-1}^{Taylor}) + (1 - \rho) [(r_t^n + \pi^*) + 1,5 (\pi_t - \pi^*) + 0,5 (y_t - y_t^n)]$ donde $\rho = 0,5$ es el parámetro de alisamiento, r_t^n es el tipo de interés natural estimado según el modelo Laubach-Williams, π_t es la inflación actual y $\pi^* = 2\%$ la inflación objetivo, y_t es el PIB e y_t^n , el PIB potencial.

En realidad, ambos bancos centrales ya mostraron en 2004 cierta preocupación ante el enfoque excesivamente acomodaticio de la política monetaria, pero las decisiones que tomaron para hacer frente a estas preocupaciones fueron insuficientes y, a menudo, llegaron tarde. Por ejemplo, las actas de la reunión de marzo de 2004 de la Fed muestran cómo «diversos miembros pensaban que mantener la política monetaria estimulante por mucho más tiempo podría incentivar un aumento del apalancamiento y de la toma de riesgos».² En este mismo sentido, el entonces presidente del BCE, Jean-Claude Trichet, comentó frente al Parlamento Europeo en noviembre de aquel mismo año que la política monetaria excesivamente expansiva que estaba llevando a cabo el BCE podría originar burbujas en determinados mercados. Sin embargo, el tipo refi se mantuvo inalterado en el 2% durante todo el año que siguió a las advertencias de Trichet.

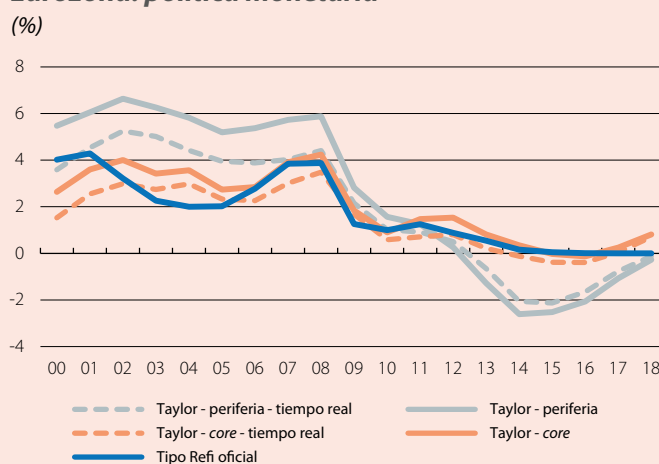
En lo que a política fiscal se refiere, la función estabilizadora que se le atribuye tampoco funcionó eficazmente en los años previos a la crisis ni en EE. UU ni en la eurozona. En esta última región las consecuencias de una política fiscal inadecuada fueron especialmente aciagas. De hecho, las políticas fiscales que se tomaron en algunos países de la eurozona cuando la economía todavía estaba en época de vacas gordas antes de la crisis constituyen un ejemplo de manual de cómo los efectos adversos de una recesión pueden verse agrandados dependiendo de las decisiones en materia fiscal. Así, aquellos países (Grecia es un claro ejemplo) cuyo nivel de deuda no se había reducido lo suficiente los años previos a la crisis afrontaron la recesión financiera en una situación delicada que no les permitió realizar políticas fiscales expansivas para moderar la caída de la actividad, ya que ello hubiera puesto en duda la sostenibilidad de la deuda pública. La política fiscal de estos países acabó siendo procíclica, pues tuvieron que ajustar sus cuentas públicas durante la fase recesiva del ciclo, en lugar de realizar estos ajustes durante los años previos, cuando la economía crecía por encima de su potencial. Por el contrario, aquellos países (Alemania es un buen ejemplo) cuyas políticas fiscales les permitieron tener unos niveles de deuda relativamente bajos antes de la recesión pudieron mitigar el impacto de la crisis sin que ello supusiera un riesgo sobre la capacidad de pago de su deuda soberana.

Diez años después del estallido de la crisis, es natural preguntarse cuál es la situación actual. Desde el punto de vista de la política monetaria, parece que los tipos de interés se están situando cerca, aunque ligeramente por debajo, de los niveles sugeridos por la regla de Taylor. Sin embargo, debemos tener en cuenta que las diversas medidas no convencionales llevadas a cabo por los bancos centrales, concretamente la compra masiva de activos financieros, han acentuado la laxitud de las políticas de las autoridades monetarias.³ Si consideramos pues el tamaño del balance de los bancos centrales, las políticas monetarias continúan siendo más laxas de lo que deberían y ello puede estar contribuyendo a la sobrevaloración de algunos activos financieros. A nivel de política fiscal, los ajustes presupuestarios que han realizado los países periféricos y el mayor control sobre los niveles de deuda y déficit de los Estados miembros por parte de la Comisión Europea apuntan a una política fiscal menos procíclica y, por lo tanto, más preparada para afrontar futuras recesiones. Sin embargo, los niveles de deuda que arrastran muchos países son mayores que en 2008, lo que reduce el margen de maniobra de las autoridades fiscales en caso de que hubiese una nueva recesión. Por ejemplo, España en 2008 afrontó la Gran Recesión con un confortable nivel de deuda sobre el PIB del 39%, mientras que ahora este indicador se emplaza en el 98%.

En definitiva, no sabemos con exactitud cuándo será la próxima recesión ni su grado de profundidad. Tampoco sabemos si seremos capaces de responder entonces a una pregunta similar a la que formuló la reina Elizabeth II en 2008. Lo que sí sabemos es que en el pasado se tomaron algunas decisiones que con el tiempo podemos afirmar que fueron incorrectas, en parte por apostar por recetas equivocadas y en parte por una lectura errónea del momento cíclico en el que nos encontrábamos. Aunque las medidas que se han tomado con posterioridad a la crisis han ido encaminadas a resolver estos errores, la respuesta de las políticas fiscales y monetarias a la crisis también nos ha dejado con una menor capacidad de respuesta ante futuras crisis (elevada deuda pública, tipos de interés muy bajos, balances de los bancos centrales con tamaños nunca vistos...). Esperemos que se avance por la senda adecuada para corregir estas situaciones a tiempo y evitar que la próxima recesión nos pueda coger a contrapié.

Ricard Murillo Gili
CaixaBank Research

Eurozona: política monetaria



Nota: Core incluye a Francia y Alemania, mientras que periferia incluye a España, Grecia, Italia y Portugal. En ambos casos se ha ponderado cada país según el PIB.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea.

2. Véase el artículo «Sobre música, riesgos y apalancamiento 10 años después de Lehman» de este mismo Dossier para más detalles sobre las consecuencias de una toma excesiva de riesgo y del aumento del apalancamiento.

3. Para un análisis más detallado del tema, véase el artículo «Descubriendo la política monetaria en la sombra» del IM02/2016.