



CEMPE

CENTRO DE MODELÍSTICA Y
PRONÓSTICOS ECONÓMICOS



UNAM

LXI Reunión Trimestral del Centro de Modelística y Pronósticos Económicos

A Diez Años de la Gran Recesión

Ricardo Arriaga Campos

La LXI reunión trimestral (tercera de 2018) “A diez años de la gran recesión”, del Centro de Modelística y Pronósticos Económicos (Cempe) de la Facultad de Economía de la UNAM, tuvo la participación de Roberto Gutiérrez, coordinador de Economía Social del Posgrado de la Universidad Autónoma Metropolitana-Iztapalapa, quien abordó el tema “Las secuelas de la gran recesión: precios de los commodities y deuda pública”; Jamel Kevin Sandoval, economista del Banco de México, con la ponencia “El nuevo marco de la política monetaria, 10 años de la gran recesión”, así como el coordinador del Cempe, Eduardo Loría Díaz de Guzmán, quien abordó el tema: “Efectos macroeconómicos de la gran recesión”.

Las secuelas de la gran recesión: precios de los commodities y deuda pública

Roberto Gutiérrez se refirió en primer término a que este tema (Las secuelas de la gran recesión) es oportuno en este momento porque el 15 de septiembre de hace 10 años se dio el quiebre de Lehman Brothers, un banco de inversión muy grande que posteriormente fue desaparecido, mientras en marzo de ese mismo año, 2008, otro banco de inversión bastante grande, Bear Stearns, no había sido desaparecido, pero sí absorbido por otro banco de inversión, el más grande de Estados Unidos: JP Morgan; esto es que con esta gran recesión hubo una serie de fusiones que beneficiaron a algunos bancos e hicieron más concentrado un sistema financiero ya de por sí demasiado concentrado. Un repaso muy rápido con relación a la gran recesión indica que en ella influyeron la globalización, la desregulación y la disminución de las tasas de interés. La globalización porque desde los años 80, la forma en que la conceptualizamos está más asociada al comercio y las finanzas, a la tecnología, y menos asociada a lo que tradicionalmente nos enseñaron los historiadores económicos desde el siglo XIV.

Por otro lado –señaló– está una ley que fue vigente desde 1932, que se abrogó en 1999 y que permitió que los bancos del primer piso, los bancos comerciales y los bancos de inversión, se convirtieran en una unidad, pues habían estado separados porque el banco comercial jugaba el papel de amortiguador en caso de crisis. Si el banco de inversión tenía una recesión, un problema de liquidez, el banco comercial podía acudir a su rescate y el sistema financiero estaba más o menos solventado.



Con la fusión de la banca de inversión y la banca comercial se propició la creación de instituciones financieras poderosísimas en Estados Unidos. Y finalmente, la caída de las tasas de interés, que tiene que ver con el problema asociado a la crisis de las “punto com”, de los años 2001-2002, parecía una crisis relativamente simple respecto de otras crisis, y sin embargo sí dejó secuelas; una de ellas es que los bancos tenían que asegurar utilidades. Los bancos viven de la intermediación financiera, y esta es la diferencia entre la tasa de interés que pagan a los ahorradores y la tasa de interés que cobran a los acreditados. Ese diferencial de tasas de interés bajó muchísimo y llegó a niveles negativos a principios de la década, y esta caída implica, en términos reales, la disminución de los beneficios de los bancos.

Los bancos, cuando cuentan con suficientes recursos, buscan aumentar los préstamos, y para eso dirigen su mirada no a los acreditados tradicionales, sino a las familias subprime (o NINJA: no income, no jobs, no assets), sin considerar si los acreditados tienen ingresos o empleo, hecho que sucede cíclicamente en el sistema financiero, como pasó en los años 70, en los 80... es decir, llega un momento en que los bancos acumulan mucho capital financiero y no lo pueden prestar, lo que da lugar a la necesidad de desarrollar sistemas para poder deshacerse de esa liquidez. Así, una vez que se daban estos créditos, fundamentalmente orientados a la vivienda, la gente aunque no tuviera muchos recursos podía comprar una casa, e inclusive desde el gobierno se les estimuló para adquirir viviendas con el argumento de que todos tienen derecho a vivir bien, que no debe haber diferencias entre la casa de un rico y la de un pobre. Como las tasas de interés serán altas (superiores a las del mercado, argumentando que las operaciones eran lucrativas en virtud del aumento constante del precio de las viviendas) y existen muchos de estos créditos, se empaquetan en los famosos hedge funds (fondos de cobertura o fondos de inversión libre), que no existían, pero que permiten al ser empaquetados que los bancos puedan volver a prestar dinero sin salirse de la regulación financiera internacional, sobre todo la de Basilea 1, que establece que los bancos no pueden prestar más de 8% para vivienda, de modo que se hace muy popular ese instrumento que en otras épocas no lo hubiera sido tanto, recurriendo generalmente al apalancamiento y expandiendo así el sistema bancario sombra (*shadow baking system*). De esta manera los bancos podían volver a prestar el dinero proveniente de la bursatilización de sus carteras hipotecarias sin incurrir en irregularidades. La titularización de las

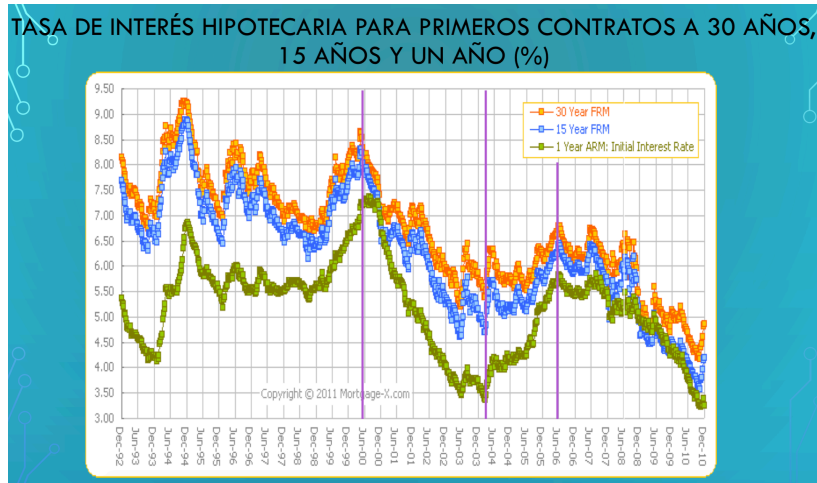
hipotecas y otro tipo de instrumentos de deuda por parte de los *hedge funds* y *equity funds* significa su repaquetamiento en una mezcla de títulos de diferente calidad, que incluyen las hipotecas y créditos concedidos a familias subprime: Collateralized Debt Obligations (CDO), Residential Mortgage-Backed Securities (RMBS), Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS). Se trata de paquetes a los que –dijo– les ponen nombres muy atractivos, como Highland Capital Management Crusader Fund, Peloton

Capital, Tiger Fund, y Bernard L. Madoff Investment Securities. Los acreditados sentían así que tenían su dinero en fondos muy seguros. Después vinieron las aseguradoras, como AIG y las *monoline*, en



especial AMBAC Assurance Corp., y Financial Security Assurance Inc., muy débilmente reguladas y diseñadas originalmente para mercados de bonos municipales. Lo que sucede en la práctica es que se diluye la responsabilidad de muchas instituciones, de los bancos de inversión ya separados de los bancos comerciales, las aseguradoras, el gobierno mismo, y en un momento, si el esquema no funciona no está asegurado que se les recupere el dinero a los que pierden. Además se dice a los acreedores que ellos pueden tener asegurado su dinero a través de los derivados, los futuros, las opciones, los forward y los swaps, cuyo precio de mercado depende de un subyacente.

El tipo de derivados más conocidos y letales fueron los Credit Default Swaps (CDS), que fueron sumamente tóxicos y que finalmente no permitieron que se regresara el dinero a los acreditados;

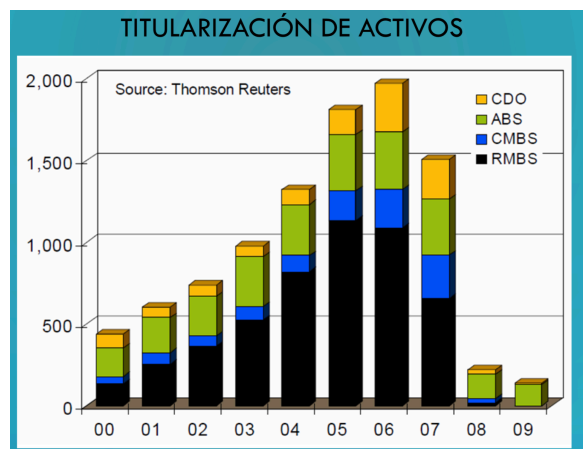


crecieron muchísimo hasta 2007, luego bajaron porque fue evidente que no iban a devolver los recursos a quienes perdían, pero involucraron transacciones por más de 60 trillones de dólares y ocultaron su grado de riesgo con la opacidad, ya que no se limitan a asegurar al tenedor por la eventual quiebra del emisor del activo subyacente, sino también por impago puntual de intereses, quiebra parcial o reestructuración de la deuda.

El crecimiento incontenible del endeudamiento y las transacciones financieras desreguladas (over the counter-OTC) hicieron aumentar el riesgo por contagio, tanto entre las instituciones del propio sector, como entre estas y la economía real, generando un eventual problema sistémico.

Hay un momento –señaló con fundamento en la gráfica correspondiente– en que la tasa de interés para créditos hipotecarios llega a su punto máximo, junio de 2000, y empieza a bajar, sube un poco en 2006. La valoración de los inmuebles era muy alta, el índice Case Shiller se duplicó muy rápido y los precios aseguraban que si los acreditados no pagaban el crédito, el banco se quedaba con la casa y la vendía, de forma que de todos modos ganaba, pero cayó el precio de las viviendas.

Los créditos hipotecarios subprime, en términos de su tasa de crecimiento, es muy alta hasta 2004, llega a su máximo en 2006 y después baja estrepitosamente, lo que quiere decir que estos créditos dejan de otorgarse porque no dan ninguna garantía. Sobre la titularización



de activos, es decir, aquellos que se transforman en paquetes financieros y se venden, para 2008 ya prácticamente habían desaparecido.

Destacó respecto a las tasas de crecimiento real de los préstamos por tipo de crédito en Estados Unidos y los préstamos bancarios a negocios no financieros en países desarrollados en 2008, que llegaron a su máximo y después empezaron a descender, inclusive la tasa de crecimiento se volvió negativa, los bancos en diversos países tuvieron tasas negativas, y, si se toma la caída de Lehman Brothers o la línea de la quiebra de Bear Stearns, se puede advertir que los precios de las acciones de los bancos empezaron a descender peligrosamente, lo que obviamente incidió en el índice promedio Dow Jones, de acciones industriales, el cual en 2003 tuvo su lugar más bajo, pero se logró recuperar hasta 14 mil puntos, después con el problema de la desaparición de Bear Stearns y la quiebra de Lehman Brothers la caída fue estrepitosa, hasta casi 5 mil puntos que cae el índice. La oferta monetaria disminuyó porque había que desacelerar la economía pues había que disminuir las presiones inflacionarias, y esto es lo que lleva a una recesión de la economía de EU, la más larga de muchas décadas, similar a la de 1982-1983, pero hay quienes aseguran que es la más profunda después de la Gran Depresión de los años 30.

En estas condiciones, muchos bancos están quebrados y jalan a muchas empresas productoras de bienes, que también quiebran. Después de todo ello viene el rescate, particularmente de: el

primero, el rescate Bailout (Emergency Economic Stabilization Act of 2008), en octubre de 2008, que le toca a George Bush Jr., al final de su administración, y el American Recovery and Reinvestment Act of 2009, en febrero de 2009, que corresponde al gobierno de Barak Obama. Entre los dos hay 1 billón, 487 mil millones de dólares que se tienen que desviar de los recursos federales para la recuperación, para sacar del sistema los activos tóxicos, especialmente fondos respaldados por hipotecas, sectores como salud, educación, infraestructura y otros, e inyectar capital a los bancos, además de que se devolvieron impuestos a los contribuyentes. Incluyó también a las empresas



productoras de automóviles, excepto Ford, que no aceptó el crédito. El hecho fue que la FED absorbió muchos de los créditos chatarra y por eso la tenencia de títulos hipotecarios de la FED crece tanto.

Los resultados de ese desvío de recursos se da de dos maneras: una, la salida de recursos en apoyos directos e indirectos, recursos públicos utilizados para apoyar al sistema financiero a principios de 2010, como porcentaje del PIB. El país más afectado es Reino Unido, con 5.4% del PIB como costo neto y 80.1% si se le agrega el intercambio y compra de activos. El segundo lugar es Estados Unidos con 27%, Alemania también fue muy afectada y Francia, es decir que tuvieron que desviar recursos para



poder paliar la crisis, por eso se dijo que la política keynesiana había regresado, aunque la política monetaria fue más activa de lo que se ha reconocido.

El sacrificio fiscal más grande fue para Islandia, el primer país que resintió la crisis, así como España, ambos con 6.5 (ingresos impositivos, barras, y sacrificios fiscales, cuadros, respecto al PIB en algunos países de la OCDE, 2009, porcentajes). Estados Unidos fue de 3.9 y México 0.4. En términos de variación de los déficits fiscales, es decir, aumento de los déficits fiscales, el mayor aumento se observa en Irlanda, que llega al 34.5%, Grecia a 9.7 y países como Gran Bretaña, muy afectado por la crisis, 10.1, y EU

8.9. Sobre déficit gubernamental, nivel de deuda pública, porque evidentemente dicho déficit se debe cubrir con deuda, esta se va hasta 109% en Grecia, a 65% en EU, 68% en Reino Unido, todo esto en deuda neta, pero la deuda bruta en EU ronda ya 100%. Lo que sucede, y esta es la parte interesante de todo esto –precisó Gutiérrez–, es que la OCDE afirma que ya se superó la recesión, lo mismo dice la Unión Europea en 2015, antes de que se cumplieran diez años, mientras Estados Unidos sostiene que los empleos están creciendo, el PIB per cápita está creciendo, el valor de las casas habitación está creciendo y el déficit fiscal se está reduciendo; efectivamente el índice de precios de la vivienda está subiendo, pero el precio de los commodities está descendiendo, y uno por uno todos tienen un comportamiento típico, caen después de la gran recesión y vuelven a subir hasta 2010, pero debe recordarse que en 2011 hubo un problema o temor de que se repitiera la gran recesión y vuelven a caer los commodities, y de esa caída no se han recuperado hasta el momento.

Esa es una de las secuelas que se puede ver en el petróleo, el trigo, el azúcar, el hierro, la naranja, la palma de aceite, de modo que la tasa de crecimiento de EU en el segundo trimestre de 2018 crece a 4.1%, lo que genera mucho más expectativas, a pesar del debate en EU, donde se dice que ese crecimiento es ficticio, se asegura (en voz de economistas como Krugman) que hay algo raro en ello, pues la tasa de crecimiento a largo plazo desde 1945 es estable en 2.45%, y si se toman las variaciones logarítmicas, la tasa de crecimiento observada está por debajo de su tendencia, si se toma el PIB per

DÉFICIT GUBERNAMENTAL, NIVEL DE DEUDA PÚBLICA Y BALANZA EN CUENTA CORRIENTE DE LOS PRINCIPALES PAÍSES DESARROLLADOS A PRINCIPIOS DE 2010, % DEL PIB

País	Déficit gubernamental ^{2/}	Deuda gubernamental bruta	Deuda gubernamental neta	Balanza de cuenta corriente
Francia	5.0	84.2	74.5	-1.8
Alemania	3.1	75.3	58.7	6.1
Grecia	7.4	130.2	109.5	-10.8
Irlanda	8.6	93.6	55.2	-2.7
Italia	3.6	118.4	99.0	-2.9
Japón	7.6	225.9	120.7	3.1
Portugal	6.1	83.1	78.9	-10.0
España	7.5	63.5	54.1	-5.2
Reino Unido	7.9	76.7	68.8	-2.2
Estados Unidos	8.0	92.7	65.8	-3.2

Fuente: *World Economic Outlook* (FMI), octubre del 2010.
 1/ Basado en las proyecciones más recientes estimadas para el 2010.
 2/ Balance fiscal ajustado para los efectos del ciclo económico y para elementos no estructurales. Estos últimos incluyen movimientos temporales en el sector financiero y en el precio de los activos así como conceptos de ingresos o gastos que aparecen una sola vez o temporalmente.

cápita de EU está en 62 mil en este momento, y debería estar en 68 mil si se respetara la tendencia, la forma en que se mide el ciclo en el National Bureau of Economic Research (NBER), forma diferente a

como lo mide la OCDE. México mide de acuerdo con el método de la OCDE, y se observa que las fluctuaciones se han ido reduciendo, lo que tiene muy contentos a los observadores, pues si no hay muchas fluctuaciones, consideran que la economía está mejor manejada; sin embargo, nos está reflejando un problema de bajo crecimiento económico, donde el comercio está creciendo al mismo ritmo del PIB, pero hace dos décadas crecía dos veces el crecimiento del PIB, y si incluimos más medidas proteccionistas, menos va a crecer el comercio y menos se va a recuperar el PIB mundial.

Los ingresos impositivos se quedaron constantes, no han aumentado en los países miembros de la OCDE, mientras tanto el déficit fiscal ha tendido a aumentar, y lo más interesante es que la deuda de los gobiernos de la OCDE creció como respuesta al problema del financiamiento de la gran recesión. Un ejemplo es el caso de Grecia, donde en este momento está en 182% del PIB.

Por otro lado, la inversión privada no se recupera en EU, como especial característica. La tasa de participación de la fuerza de trabajo es una clave para entender lo que está pasando con el mercado laboral; dicha tasa es muy baja, mucho más baja de lo que fue hace 5 o 10 años, lo que quiere decir que mucha gente se declara que es población no económicamente activa y por eso no se le considera como desempleada, lo cual hace que la tasa de desempleo sea muy baja (3.9% en este momento). Finalmente se refirió a la relación empleo-población en Estados Unidos, de lo que se puede decir que el empleo respecto de la población total está muy por debajo de los niveles que alcanzó hace 20 años.

El nuevo marco de la política monetaria, 10 años de la gran recesión

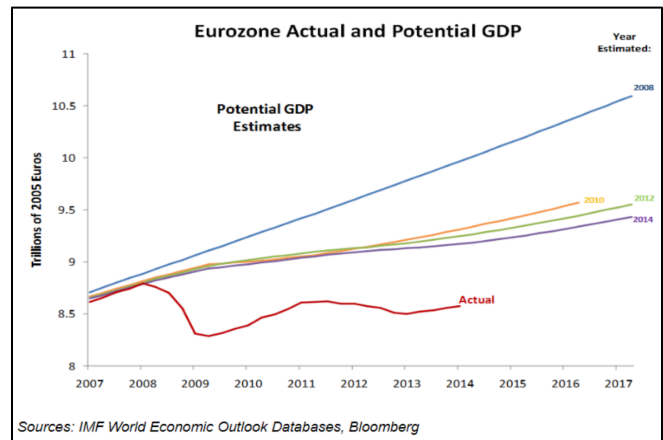
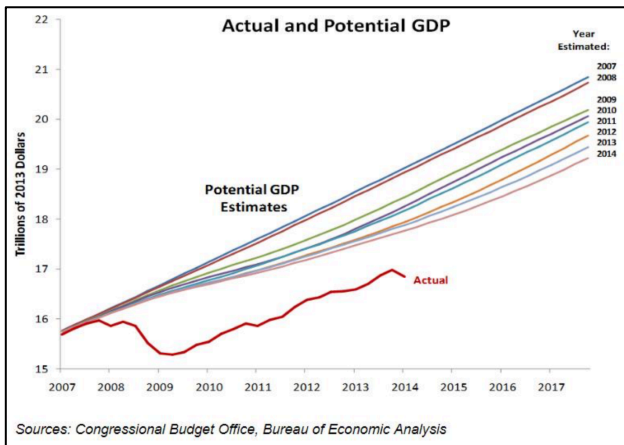


Con el tema “El nuevo marco de la política monetaria, 10 años de la gran recesión”, Jamel Kevin Sandoval, comentó que cuando hay una crisis como la de 2008 uno se pregunta qué la generó y después qué pasaría si una crisis similar ocurriera, y si estaríamos listos para enfrentarla. Hay un relativo consenso en qué generó la crisis, esto es, la burbuja inmobiliaria, que provocó una crisis en los subprime y de ahí brincó a la crisis bancaria, de ahí se extendió a lo global, y después a una crisis del comercio. Si pensáramos por un momento que el mercado financiero siempre tiene que estar reflejando condiciones de la economía real, por ejemplo si una acción de Televisa, vale por los ingresos que tiene la misma empresa. Uno de los grandes

cuestionamientos de la crisis son los NINJAS*, por qué dejaron de pagar. Los subprime no se inventaron en 2008, empezaron a crearse a finales de los 90 y funcionaron muy bien, pero qué fue entonces lo que propició

* Acrónimo de No Income, No Job, No Assets, término con el que se designaba a los clientes con más riesgo para las entidades, los que no tenían trabajo ni ningún aval de pago y aun así lograron la concesión de una hipoteca. Como se preveía que la economía seguiría al alza, el banco no solo les aprobaba un préstamo para cubrir el valor de la casa, sino que les daba un poco más para amueblarla, comprar un coche nuevo, ir de vacaciones... Cuando la maquinaria económica se frenó, este tipo de clientes no pudo hacer frente a sus pagos y dejaron su deuda y sus propiedades a las entidades acreedoras. (<http://www.elmundo.es/economia/2016/01/15/5698cd18e2704e6b338b4580.html>)

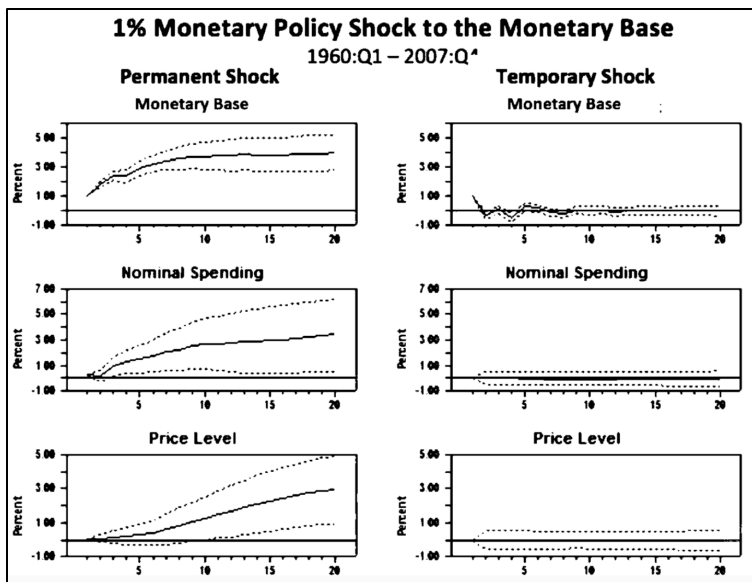
que dejaran de pagar. Todo hace pensar que el gran elefante de la crisis es que hubo una crisis que nadie vio y hasta que llegó la crisis financiera nos percatamos. Hay varias versiones de este tema: lo más común ha sido pensar en la crisis como un problema de financiamiento que generó la burbuja, y es la hipótesis de *Saving Glut*, de Bernanke, o la gran teoría de la deuda de (*Debt Super Cycle Financial Cycle Drag*), de Rogoff, ambas versiones transitorias sobre el origen de la crisis. Las otras dos visiones son las del estancamiento secular (*Secular Stagnation*), de Summers, y la del estancamiento tecnológico (Tech Stagnation), de Gordon. El tema es que la economía ha enfrentado un cambio estructural de manera permanente, como –ilustró– se aprecia en la gráfica, donde las líneas rectas son el PIB potencial de EU, el más alto está en 2007, justo antes de la crisis, y desde ahí empieza a revisarse siempre a la baja. Es dramático porque no se plantea que la economía crezca menos, sino que el potencial para crecer es cada vez menor. Si se repite el ejercicio para la Eurozona ocurre lo mismo, el potencial es cada vez más bajo, lo mismo para Japón. Esto revela que lo que está enfrentando la economía se está acompañando de tasas de interés muy bajas alrededor de todo el mundo, pero si se calcula la tasa de interés natural de la economía, se encuentra que es negativa y está debajo de la tasa



de interés de mercado, lo que quiere decir que la hipótesis del estancamiento secular es que aunque la tasa de interés está muy baja, siempre fue restrictiva. Antes de la crisis cayó la tasa natural y nadie se percató, de modo que la política monetaria estuvo completamente restrictiva, después bajo para tratar de alcanzar la tasa natural, y nunca llegó a ella. Esa es la hipótesis central del estancamiento secular que generó la crisis, la burbuja estalla porque la política monetaria fue muy restrictiva para los fundamentales que traía la economía. La pregunta obligada es por qué cayó la tasa natural. Justamente la hipótesis dice que la economía tiene un cambio estructural, que es el envejecimiento de la población, que hace que la gente ahorre más, como nos morimos menos se invierte menos en grandes edificios y en grandes maquinarias para los empleados, entonces desciende la inversión, cae la demanda de fondos prestables y cae la tasa de interés. Lo mismo pasa con la revolución tecnológica, que ha abaratado el capital y hace que con poca inversión se cree una empresa rápidamente, por lo que no es necesario una inversión tan grande, eso tira la demanda de fondos y nuevamente tira la tasa natural. Esa es la perspectiva del estancamiento secular que incluso predomina ahora mismo. La

recuperación es tan lenta porque la tasa natural sigue estando muy baja y la política monetaria del resto de los bancos está ascendente.

En otra hipótesis posible cuando se cuestiona la tasa natural como un invento muy ortodoxo, lo que no se puede dejar de ver es la parte del cambio tecnológico. Por ejemplo, documentó con la siguiente gráfica cuánto ha crecido la productividad total de los factores. Y se describe por la revolución industrial, en tanto que ha habido tres revoluciones industriales, de las cuales la segunda es la gráfica más grande, de 1920 a 1970, donde la productividad creció muy cerca del dos por ciento; la revolución en la que nos encontramos actualmente, que es la economía digital, si bien dura menos, es de alrededor de 30 años y crece al uno por ciento, y eso es lo que tira el producto potencial, pues la productividad no crece tanto. Es algo paradójico porque nunca como ahora se crean tantas cosas, cada día hay un invento nuevo. El problema es que se crean cosas que no ayudan a la productividad, y eso limita los fundamentales de la economía y hace que la tasa natural siempre esté por debajo.



Lo que debemos preguntarnos es qué le pasa a la IR#3 (tercera revolución industrial), por qué no está generando más productividad. Y una de las respuestas es que si se ve, por ejemplo, la industria textil, en realidad vestimos de forma muy similar a como vestíamos en los años 60, el gran desplazamiento de las fábricas se dio en la segunda revolución industrial, no ahora. No comemos computadoras, no vestimos computadoras, no nos cortamos el pelo con computadoras, vivimos casi de la misma manera en que vivíamos en 1950.

Ahora hay internet y podemos chatear en

todo el mundo, pero el gran cambio de la productividad se dio en la transición del trabajo manual operativo a tener un equipo de cómputo en la oficina, y eso se vio a partir de los 70, y se calcula que la transición debió durar 25 años y la asimilación del internet en todas las oficinas debió terminar por ahí de 2005, todos los años posteriores no han vivido ningún impacto sobre la economía realmente. Y aunque las ventas de actores como Amazon, Google, etc., han generado productividad, el problema es que se crece poco y la productividad no es tan grande como cuando se creó por ejemplo Walmart, Liverpool o los grandes centros de autoservicio, y se cambió radicalmente la forma de hacer negocios. Comparado con Walmart, el cambio que ha brindado Amazon, es muy pequeño, de acuerdo con los datos. Por ejemplo, en los aparatos electrodomésticos, en la segunda revolución industrial se creó el refrigerador, el microondas, la lavadora, cosas que ayudaron a la gente a tener tiempo para poder ser creativos, trabajar; hoy en día lo que se inventa es Netflix, Pokemon Go... cosas que no son tan

productivas. El problema es justamente eso: vivimos un cambio tecnológico que apareció a inicios del año 2000 y nadie se percató de ello.

Es muy probable que los grandes inventos que nos modificaron la vida ya hayan pasado de largo, lo que estamos viviendo es los rendimientos decrecientes de la tercera revolución industrial, y eso explica por qué no podemos crecer mucho más. Los grandes innovadores de hoy no corresponden a los de ayer: un Mark Zuckerberg no es un Thomas Alva Edison o Graham Bell, que cambiaron totalmente la forma en que el mundo profesional se desarrollaba.

La gran cuestión, entonces, es qué generó la crisis. Los bancos centrales tienen que lidiar con que tal vez la economía está cambiando de forma estructural y permanente. Las economías desarrolladas han estado empezando a reducir las tasas de interés, de modo que los bancos están

La FED en particular no tendrá mucho margen para la siguiente crisis.

	Nominal			Real		
	Start	Final	Easing	Start	Final	Easing
1960	3.9	1.2	2.7	1.9	-0.1	2.0
1970	5.6	3.5	2.1	4.5	-0.9	5.4
1974	11.0	4.8	6.3	6.4	-1.6	8.0
1981	20.0	9.5	10.5	8.7	-0.1	8.8
1990	7.8	3.0	4.8	5.5	0.1	5.4
2000	6.5	1.0	5.5	4.8	-0.4	5.2
2007	5.3	0.0	5.3	3.3	-1.1	4.4
			5.3			5.6

Source: Federal Reserve, Bureau of Economic Analysis

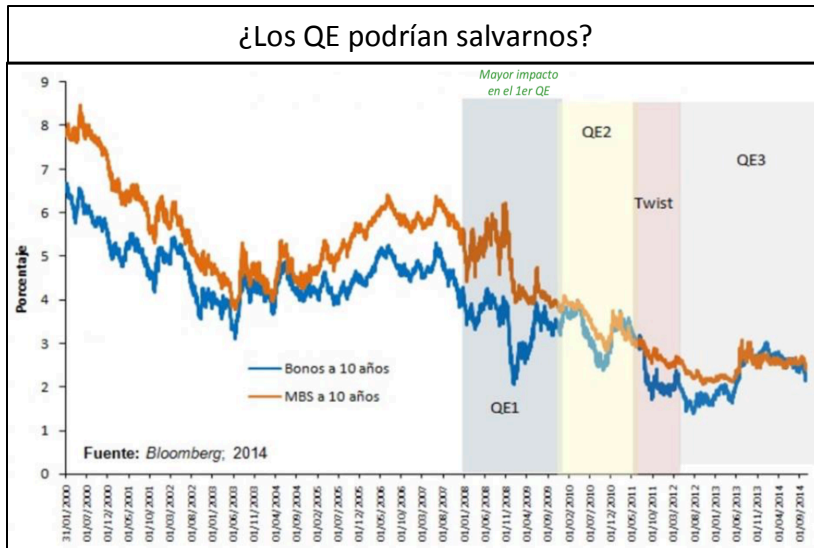
soportando la demanda. El problema es que si viene una crisis similar, como se ve en las distintas crisis y dónde empezó la tasa de interés y dónde tenía que terminar, tanto nominal como tasa real, normalmente la FED ocupa un recorte de cinco puntos porcentuales, y en este momento la FED tiene los pronósticos de que la tasa termina en tres, por lo que tendrá poco margen para actuar en una siguiente crisis, lo que significa que muy pronto va a llegar a cero. La historia de

estos datos, de acuerdo con la gráfica, indica lo que duran en promedio las crisis; las expansiones duran alrededor de seis años, y hoy llevamos 10 de la gran recesión. Los cálculos dicen que hay un 15 o 20 por ciento de probabilidad de que pueda existir una nueva crisis, y el problema que de esa nueva crisis es muy seguro que tres o cuatro años tengamos que permanecer en el ZLB (Zero Lower Bound*) donde la política monetaria ya no es muy efectiva. Lo que todo mundo piensa inmediatamente es que cuando la tasa llegue a cero, lo que hay que hacer es Quantitative Easing (QE), expandir las hojas de balance y con eso liberarse de los efectos.

El problema de los Quantitative Easing es que no son tan fuertes como se pensaría; inyectar tanta liquidez no soluciona las cosas. La mayoría de los estudios señalan que son 25 puntos base lo que bajaría la tasa de interés de largo plazo. Muy poco. Existe el cuestionamiento de, entonces, por qué los QE no afectan más a la economía. Lo único que puede “pegarle” a la economía es la expectativa de inflación porque es la tasa de interés real, y como la tasa nominal ya se tiene en cero, lo que se tiene que hacer es incrementar la expectativa de inflación, ese es el propósito del QE; el punto es que este último no puede expandirse de manera permanente, siempre lo hace de manera transitoria. Así, David

* El Zero Lower Bound (ZLB) o Zero Nominal Lower Bound (ZNLB) es un problema macroeconómico cuando los tipos de interés nominales a corto plazo están cerca de cero o en cero, creando una trampa de liquidez al limitar la capacidad del banco central de estimular la economía con más bajadas de los tipos.

BeckWorth tiene un modelo donde muestra un choque monetario de manera permanente y un choque transitorio. Cuando es permanente todas las variables nominales aumentan muchísimo, pero cuando es temporal casi no se mueven, y lo mismo pasa al final con la tasa y con el PIB: este reacciona cuando



el choque es permanente, pero casi no se mueve cuando es transitorio. Esa es la explicación fundamental, agregó: si se tiene la tasa en cero, se tiene que incrementar la inflación de manera permanente para poder bajar la tasa real. El QE no puede hacerlo porque el blanco de la FED es 2%, y por tanto no puede comprometerse a subir más la inflación de 2%; hasta donde tiene margen para poder bajar la tasa real es -2, que no le alcanza para salir de la crisis normalmente. Si se creyera que

los QE son suficientes, ahí está –advirtió– la experiencia de Japón: ningún QE ha sido tan grande como los que ha vivido Japón, pero no crece.

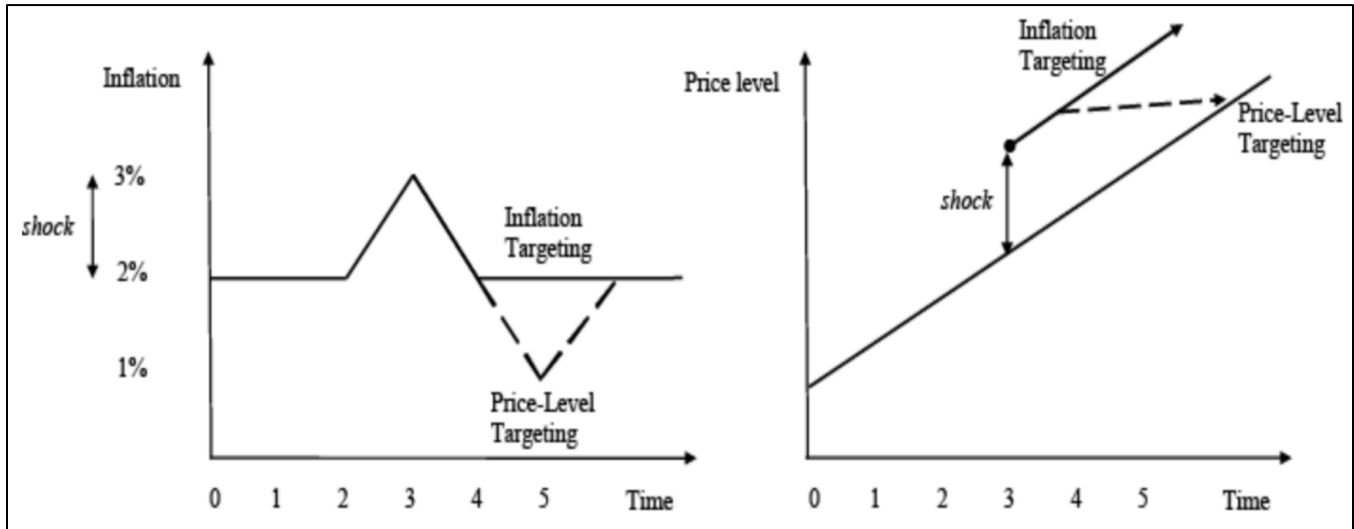
Añadió que la paradoja de los QE es que son un instrumento no creíble. Se expande la hoja de balance, pero al mismo tiempo se está comprometido con el blanco de inflación, lo que hace que en algún momento se decida que la hoja de balance tiene que achicarse en algún momento. Ese es el gran problema, ante lo que el Banco Central debe cuestionarse qué puede hacer para poder ayudar a la economía, y eso es lo que se discutió la semana pasada en Jackson Hole*; no solo nosotros estamos pensando en una gran recesión en estos momentos.

Uno de los grandes problemas que se plantea es elevar el blanco de inflación: si no se puede mandar la tasa real más debajo de -2, entonces se define el blanco de inflación en 3%, de modo que se puede mover a -3 la tasa real, pero mover el blanco no es sencillo, los legisladores republicanos creen que el 2% es estabilidad de precios y el 3 ya no, como tampoco el 2.1. Por otro lado, cuando se anclan

* Se trata de un congreso anual en el que se citan banqueros centrales, académicos, ministros de finanzas y otras autoridades empresariales, cuya reunión constituye la sede de uno de los congresos de política monetaria más importantes del mundo. La elección de esta ciudad tiene su origen en la estrategia de la Reserva Federal de Kansas de atraer a economistas y periodistas a su asamblea anual, y, en concreto, al entonces presidente de la Reserva Federal, Paul Volcker, un gran aficionado a la pesca. Por ello, movieron la sede a Jackson Hole, un buen lugar para practicar esta actividad.



las expectativas, es más fácil cuando se tiene un blanco pequeño, que cuando se aumenta a 4%. Ese hace que el banco central tenga poco margen para poder monitorear todas las expectativas. Lo que están tratando de pensar ahora es mover el régimen monetario: pasar de un inflation targeting, que es la gran mudanza, a un price level targeting: en el primero viene el choque de inflación, la FED se compromete a bajar la inflación y se mantiene constante alrededor del blanco, 2%, pero en un price level targeting, el índice de precios al consumidor cambia de manera permanente, porque lo único en que se fija es en la variación, pero si se compromete al nivel actual de la trayectoria, se tiene que regresar a que la inflación crezca por debajo del objetivo para que regrese a la trayectoria anterior.



Explicó que si nos detuviéramos, por ejemplo, en 1995, la inflación estaba creciendo alrededor de 4.6% y se podía mantener a esa tasa constante; el problema es que la inflación cayó por debajo del nivel de 2% que tenía la FED, por lo que si se quisiera que el nivel se recuperara, el nivel del blanco se tendría que aumentar momentáneamente a 2.5%, y eso empezaría a cerrar la brecha entre el nivel observado y lo que tendría que estar creciendo el índice si se mantuviera todo el tiempo en 2% la inflación; se tendría que tolerar un poco más la inflación, pero eso cerraría la brecha del índice de precios en 10 años, y eso solo por medio punto porcentual, pues haber permitido un 4%, habría cerrado la brecha en la mitad de tiempo. Esa es la opción de mudar del inflation targeting al price level targeting, pero ya en esa perspectiva se podría preguntar por qué no poner como blanco el PIB nominal, que tiene las dos cosas: al PIB real, la brecha del producto, y al mismo tiempo el deflactor, la brecha de inflación. El gran inconveniente de fijar el nivel es que lo que pasa en el pasado influye en las decisiones del futuro, como decirle a alguien que se va a quedar desempleado mañana porque ayer había mucha gente contratada, por lo que para poder recuperar el nivel te tengo que sacar del mercado laboral... no es tan fácil de comunicar.

Los bancos han optado, desde hace varios años, por lo que se denomina el inflation forecast targeting, por el cual se monitorean las expectativas a través de pronósticos oficiales de los bancos centrales. Por ejemplo, la reunión pasada de la FED fue muy importante porque salió la expectativa de

que la tasa de interés iba a brincar cuatro veces al año en lugar de tres. El punto es que eso no estaba en la decisión de mayo. Todos esos pronósticos no parecen surgir de un solo modelo de la FED, sino de los doce miembros de la FOMC (Comité Federal de Mercado Abierto), que a veces se ponen de acuerdo, a veces no. El mundo transita por los bancos centrales y saber cómo expandir más la economía, pero no descuidar sus objetivos comprometidos. Todo esto cambia valores estructurales de la economía, mismos que mete el banco central en una regla de tasa de interés, pero dados los muchos cambios hay muy poco conocimiento acerca de la tasa natural, del producto potencial y la tasa natural de desempleo, lo que normalmente está en la regla de Taylor. Si se minimiza el error de esas dos imperfecciones de conocimiento se obtiene la última regla de tasa de interés, una tasa en diferencias, que es la nueva regla que usan los bancos centrales, y es a lo que se llama política monetaria robusta, que lo que hace es fijarse menos en la brecha del desempleo, porque no se tiene muy buena medición de ello, y se es más agresivo a los choques de inflación y más persistente. Por eso se mueve tan lento la FED: ante las dudas es mejor una regla que vaya gradual y lento, que reaccione poco a la actividad y más a la inflación. Uno de los peligros es que la FED va a normalizar su hoja de balance; ya lo empezó a hacer, el siguiente año hará más esfuerzos, pero eso se va a combinar con la reforma fiscal de Trump.

Comentó finalmente que las preguntas iniciales siguen sin poderse resolver a plenitud... a 10 años de la Gran Recesión; pensar en cambios estructurales (tecnología) y la tarea de los bancos centrales es una investigación vigente, para lo que hay algunos retos próximos por venir, en un marco que aún esta evolucionando.

Efectos macroeconómicos de la gran recesión

Eduardo Loría Díaz de Guzmán, con el tema del subtítulo se concentró en los cambios que ha habido en la economía real después de la gran recesión. Advirtió que llama la atención que la reciente crisis en Estados Unidos no ha sido la más larga, pero sí la más profunda y la que ha tenido más efectos de largo plazo que todas las anteriores.

Recordó que hace diez años, por el mes de agosto, empezó a haber quiebras bancarias, pero el asunto no fue grande hasta que se dio la quiebra de Lehman Brothers, que fue para el capitalismo lo que la caída del muro de Berlín (en 1989) fue para el comunismo. Hubo quienes pensaban que el capitalismo se iba a caer. Por otro lado, se llegó a pensar también que la crisis de 2001 fue una crisis especulativa de las empresas tecnológicas y que pasó rápido, pero tuvo efectos de largo plazo fundamentales en la tasa de participación de la fuerza laboral y el porcentaje de población que trabaja respecto del total. En ese periodo la tasa de interés era real, era positiva, pero desde entonces la Reserva Federal (FED) decide bajar las tasas de interés para aumentar la demanda efectiva, y desde entonces han sido esencialmente negativas. Desde 2004, la FED, viendo que ya había importantes problemas de especulación en el sector de vivienda, comienza a subir la tasa de interés y la vuelve positiva otra vez; no sabemos si eso precipitó o redujo los efectos de la crisis de 2008. Un banco central lo único que puede hacer para reventar una burbuja especulativa es manejar la tasa de interés, pero no

se sabe si esa elevación de la tasa de un 4 o 5 hasta antes de que reventara la burbuja tuvo efectos para que impactara más.

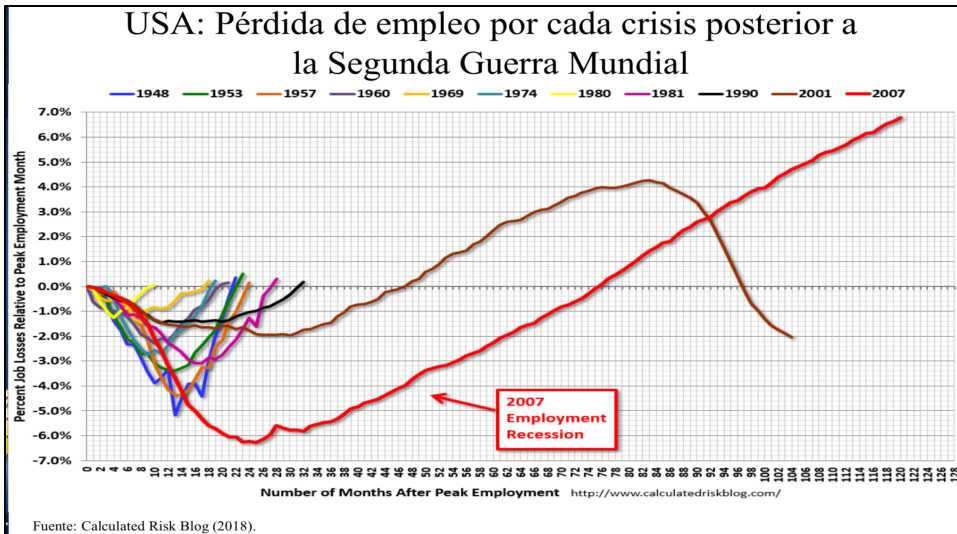
Estados Unidos es una economía de consumo, no una economía de inversión, y considerando las tres recesiones anteriores, la de 1991, la de 2001 (que fue muy compleja y con posteriores cambios estructurales) y luego la de 2008-2009, esta última tuvo efectos de largo plazo por lo que provoca en el consumo privado real. Puntualizó que los canales reales de transmisión de la crisis de EU a México fueron la caída del PIB en EU, una caída brutal de remesas (que representan entre tres y cuatro por ciento del producto y son una parte fundamental del consumo privado en México), la caída de la inversión extranjera directa (IED, que es del 3%), la caída de la inversión extranjera de cartera (IEC), la caída del comercio exterior (nos alejamos de los niveles de exportación), y además se nos vino entre abril y mayo la epidemia de influenza A(H1N1) tanto porque la actividad económica se detuvo, como porque afectó al sector turístico, que es la tercera fuente de entrada de divisas.

Por otro lado, respecto de las variables del sector externo para México, dijo que las remesas empiezan a caer desde 2008 (3.5%) en la gestación de la crisis, pero ya para 2009 caen en 15%; la IED cae en 38%, la IEC (201%) implica una caída con una cifra rara debido a que no solamente dejaron de entrar sino que salieron los que estaban, la cuenta corriente no empeoró, la tasa de interés no aumentó mucho (a 1.8% real), el tipo de cambio nominal es el que absorbió parte de la crisis externa, así como la caída del producto, pero no hubo un contagio financiero bancario hacia nosotros.

MÉXICO: VARIABLES DE SECTOR EXTERNO							
Variación porcentual							
	REM	IED	IEC	Y ^{US}	$\frac{CC}{Y}$	r	TCN
2006	17.9	-15.71	-91.3	2.7	-0.9	3.1	10.91
2007	1.9	54.2	159.7	1.8	-1.6	3.4	10.93
2008	-3.5	-10.9	-721.2	-0.3	-2.1	1.1	11.22
2009	-15.3	-38.3	-201.7	-2.8	-1.1	1.8	13.60
2010	0.0	47.4	-246.2	2.5	-0.5	0.0	12.67

Fuente: Cálculos propios basados en Eudoxio (2018).

Añadió que en una mirada de las crisis después de la Segunda Guerra Mundial, desde 1948, la de 2001 en términos de pérdida de empleo no es tan profunda, pero sí la más larga de todas las que había habido, mucho más larga que la de los 80, y el tiempo que tardó en recuperarse el empleo fue de alrededor de 40 meses. Esta llegó a su punto más fuerte hacia 26 meses y el nivel de empleo se



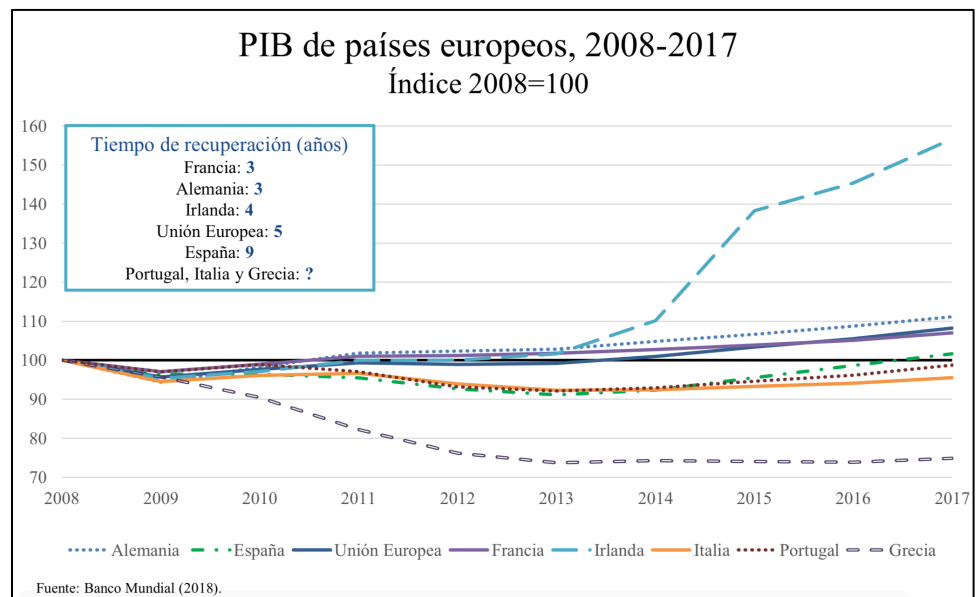
recuperó en EU después de 74 meses, esto es que no ha habido una crisis más larga en materia de empleo ni de consumo privado que la de hace diez años.

La afectación para los países europeos, si tomamos 2008 como punto base, implica que países como Portugal, Italia y Grecia todavía no

regresan al nivel de producción de hace diez años; otros salieron después de tres o cuatro años. El único que salió bastante venturoso (más rápido y más alto) fue Irlanda, un caso paradójico porque es un país que hace 30 años no se consideraba desarrollado, pero registró significativo ingreso de inversión extranjera directa en sectores de tecnología; no solamente recuperó el nivel de producción industrial, sino que llegó a superarlo.

En Estados Unidos, la crisis afectó al sector real cuando las instituciones financieras suspendieron el crédito al sector productivo. Después, el efecto se exportó hacia México por los ya

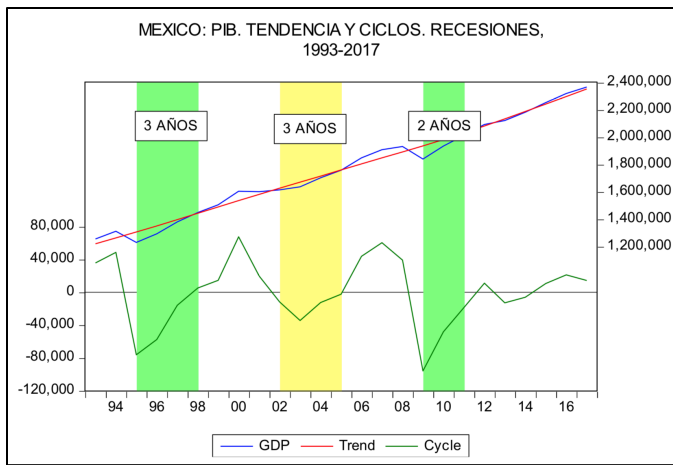
señalados canales de transmisión. Fue el sector real el más afectado, pero no tanto el financiero. En 2009 las exportaciones se cayeron; también hubo afectaciones en las importaciones, la inversión, el consumo, el producto. Hubo efectos de largo plazo que no se habían presentado en las crisis de 2001 y de 1995, por ejemplo el desempleo aumentó 38%. La



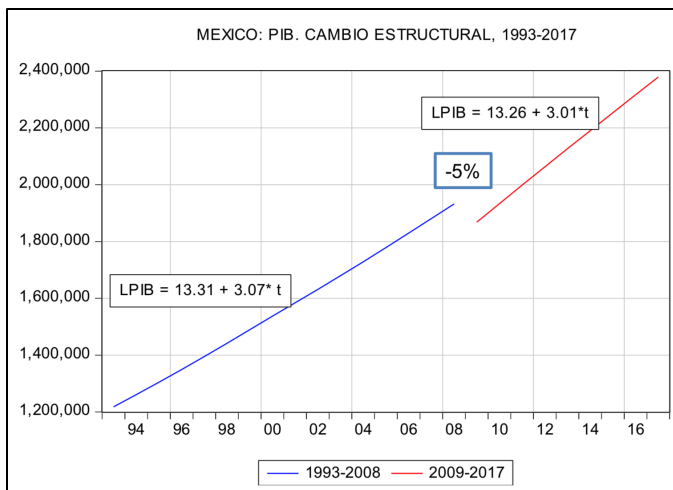
de 2008 es la primera crisis en la que hay una reacción contracíclica de la autoridad fiscal; en todas las anteriores había una reacción procíclica: el gobierno, como caían los ingresos, bajaba el gasto para mantener las finanzas públicas más o menos en orden, en cambio en 2008 se aumenta el gasto a pesar de que cayeron los impuestos, y desde entonces tenemos un déficit primario, hasta el año pasado; es decir que desde la gran recesión tenemos diez años de déficit primario consecutivos.

En relación con el tiempo de contagio, el producto industrial de Estados Unidos comienza a desacelerarse dos trimestres antes, el PIB un trimestre después, y eso nos pega un trimestre después, es decir que hay un efecto escalonado de menos dos, menos uno, eso es casi de inmediato. Los tres indicadores (PIB México, PIB EU, PIB industrial EU) tocan fondo en 2009, y de ahí en adelante tienen una recuperación.

Considerando las recesiones de 1995, 2001-2003 y 2010, se observa que tienen ciclos de tres, tres y dos años, pero en la última el efecto cíclico es más profundo, es decir que a pesar de que la caída del producto es menor, el efecto del ciclo económico es más profundo que la anteriores, ahí se puede ver el efecto sobre el resto de la economía. Loría planteó que todas las pruebas reportan que en ese



año (2008) hubo cambio estructural: el nivel del PIB cayó en 5% y no se ha recuperado, desde entonces seguimos funcionando con 5% menos de producción; el PIB per cápita cayó 11%, sin que parezca haber un cambio en la tasa de crecimiento pero sí de su nivel. El consumo per cápita, lo que la gente consume y con lo que satisface sus necesidades, tuvo una caída de 8%, pero aquí sí hubo un efecto de crecimiento: antes venía creciendo a 1.8% anual real, ahora es de 1.3%. La otra variable importante es que el desempleo, si bien no llegó a los niveles de lo 80 o del 95, el tiempo en que el desempleo se redujo fue mucho más largo. Nos tardamos 7 años en llegar a los niveles de empleo previos a la gran recesión, y el nivel que existe ahora de desempleo está por arriba de los históricos anteriores, tuvo un efecto largo de rezago y un efecto de nivel.



Por otra parte, en relación con los indicadores de riesgo después de diez años de expansión, cuando parece que el final de esta se

acerca, parece que efectivamente puede venir una gran recesión como muchos auguran. Sin embargo, hay indicadores que dejan lecciones de las recesiones anteriores: en Estados Unidos el endeudamiento de las familias es alto, pero es mucho menor del que había antes, además de que no está creciendo, se mantiene estable desde hace tres o cuatro años; los precios de las casas siguen creciendo, y las familias no se están endeudando en ello.

En las recesiones anteriores, el valor de acciones en las bolsas respecto al PIB, en 1999, cuando fue la “exuberancia irracional”, se alcanzó un nivel de capitalización mayor que el de la gran recesión,

sin embargo ahora estamos más arriba que lo que había antes en Estados Unidos, en el mundo hay similitud con EU, pero en México, por fortuna, hay un efecto de contagio menor, por lo menos no bancario ni financiero. Lo que sí preocupa es que en las tres recesiones anteriores, en la relación de la tasa de interés de dos años de los bonos del tesoro de EU con la de diez años: la gente exige un rendimiento de más corto plazo; lo que se observa es que cuando esa relación de la tasa de interés de dos a diez años se vuelve negativa, tarda 20 meses para la primera recesión, 12 para la segunda, 17 para la tercera, y no sabemos cuánto nos falta; lo importante es que la tendencia es muy clara hacia abajo. Si estas regularidades se cumplen, pasarían entre 12 y 17 meses para que explotara esto. No podemos asegurar que por tres eventos, el cuarto se va a cumplir, pero sí hay indicadores que preocupan.

Finalmente, ofreció un ejercicio de pronóstico macroeconómico para los próximos seis años en México; hay muchos datos y variables macroeconómicas (disponibles en la página del Cempe) –señaló– pero se observa un escenario básico, inercial. Comentó que es difícil prever lo que va a hacer el próximo gobierno y lo que hará la Reserva Federal de Estados Unidos de la mano de la reforma fiscal, tampoco se puede predecir cómo va a reaccionar la gente, sobre todo los inversionistas frente a señales del mercado; los modelos no fallan, sino que la realidad no puede incorporarse totalmente en los modelos.

Pronóstico 2018-2024							
	Supuestos de pronóstico						
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Inversión pública*	-2.1	1.5	1.4	1.9	2.0	2.0	3.0
Gasto Corriente*	-0.1	1.9	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5
CETES (28 días)	7.4	6.5	6.0	5.5	5.0	4.5	4.0
Tipo de cambio**	20.0	21.0	21.5	22.0	22.5	23.0	24.0
Precio de las gasolinas*	4.9	3.1	1.9	2.7	9.6	3.8	3.0
PIB EEUU*	2.5	2.7	2.7	2.5	2.5	2.5	2.5
Precios EEUU*	3.0	3.0	2.5	2.1	1.5	1.4	1.9
	Pronóstico						
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
PIB*	1.9	2.2	3.2	1.5	4.8	3.1	3.2
Consumo privado*	2.1	2.1	3.3	1.2	4.8	2.7	2.8
Inversión privada*	3.3	2.1	4.8	3.2	6.9	5.3	5.5
Precios*	4.3	3.8	3.7	3.5	3.9	3.0	3.2
Salario medio real*	-0.2	-0.3	2.0	0.8	3.1	1.9	1.7
Empleo*	-0.7	1.1	1.9	1.1	2.6	2.0	1.9
Tasa de desempleo (% PEA)	3.6	3.1	3.4	3.6	3.3	3.5	3.3
CCPIB***	-2.5	-2.2	-2.5	-2.4	-2.3	-2.1	-2.5
SBC****	-12.8	-10.7	-12.4	-14.1	-14.9	-15.5	-15.8
IED****	24.6	24.6	25.1	26.0	27.1	29.2	25.0
* Tasas de crecimiento. ** Pesos por dólar. *** Cuenta corriente a producto. **** Miles de millones de dólares. Estimaciones realizadas el 9 de agosto de 2018 con la colaboración de Jorge Ramírez. <i>Se autoriza la reproducción total o parcial siempre y cuando se mencione la fuente.</i>							