

LOS LÍMITES DE LA POLÍTICA MONETARIA: DE LA TRAMPA DE LA LIQUIDEZ AL *ZERO LOWER BOUND*

César Duarte Rivera^a

Fecha de recepción: 11 de octubre de 2021. Fecha de aceptación: 6 de junio de 2022.

<https://doi.org/10.22201/iiec.20078951e.2022.211.69850>

Resumen. El presente artículo analiza los límites de la política monetaria desde una perspectiva teórica. Parte de la teoría de Keynes presentada en la *Teoría general* en la que se resalta la idea de la trampa de liquidez, pero también se reconocen otros límites que enfrentan las autoridades monetarias, siendo fundamentales el análisis de la incertidumbre y las expectativas. Ello se contrapone al concepto del *zero lower bound* (ZLB), que se utiliza para señalar los límites actuales de la política monetaria. Concluye en que la falta de reconocimiento actual de las expectativas impide que la política monetaria supere los límites que enfrenta, rescatando el importante papel que juega la política fiscal como alternativa para influir en el ciclo económico.

Palabras clave: trampa de liquidez; *zero lower bound*; política monetaria no convencionales.

Clasificación JEL: E12; E52; E58.

THE LIMITS OF MONETARY POLICY: FROM THE LIQUIDITY TRAP TO THE *ZERO LOWER BOUND*

Abstract. This article analyzes the limits of monetary policy from a theoretical perspective. The analysis parts from Keynes's theory presented in the *General Theory* in which the ideal of the liquidity trap is highlighted. Other limits faced by monetary authorities are also recognized, the analysis of uncertainty and expectations being fundamental. This is opposed to the concept of the *zero lower bound* (ZLB) which is used to indicate the current limits of monetary policy. The article concludes that the lack of current recognition of expectations prevents monetary policy from exceeding the limits it faces, rescuing the important role that fiscal policy plays as an alternative to influence the economic cycle.

Key Words: liquidity trap; *zero lower bound*; unconventional monetary policies.

^a Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM)-Facultad de Economía, México. Correo electrónico: cesar.duarte.rivera@comunidad.unam.mx

1. INTRODUCCIÓN

“Ahora todos somos keynesianos”, es una frase que se escuchó con frecuencia en los primeros años posteriores a la crisis de 2008. Aquella crisis que estalló a raíz de la caída de Lehman Brothers en septiembre, fue la causa del enésimo rescate de la teoría del economista británico. Parecía que la gran mayoría de los economistas coincidían en que las respuestas a la crisis se podían encontrar en la revisión de ese famoso texto de 1936, que había nacido como respuesta a la Gran Depresión.

En un primer momento el interés por Keynes se enfocaba en el papel de la política fiscal como instrumento para superar la crisis. La realidad siguió un camino diferente y las decisiones de política económica anticrisis se fueron alejando de las oficinas de las tesorerías y los ministerios de Finanzas y/o Hacienda y se acercaron a las de los bancos centrales.

Este camino no logró evadir la relectura de la teoría keynesiana. Curiosamente, lo que en un primer momento parecía ser el uso de Keynes para sustentar políticas fiscales expansivas, se transformó en la recuperación velada de un concepto clave dentro de la *Teoría general*, la trampa de liquidez. Aunque en la literatura económica predominante este término ha sido poco utilizado en los últimos años y se prefiere el concepto de *zero lower bound* (ZLB), el fantasma del concepto keynesiano ronda las discusiones.

El objetivo del presente trabajo es mostrar que la teoría que sustenta la idea del ZLB ha dejado de lado una idea central, que es fundamental en la *Teoría general* de Keynes: el papel de las expectativas y la incertidumbre. A través del concepto de trampa de liquidez se incorpora este elemento a la discusión teórica actual y se presentan distintas perspectivas de solución a los límites que enfrenta la política monetaria, concluyendo que a diferencia de las teorías del ZLB —que no logran superar la restricción planteada por el estado de las expectativas mediante la implementación de políticas monetarias no convencionales—, la teoría keynesiana propone un elemento central para superar la depresión, la política fiscal. En este sentido, primero se revisará la teoría keynesiana de la trampa de liquidez partiendo de la explicación de los mecanismos mediante los cuales funciona la política monetaria, según el autor británico. En el segundo apartado, se analiza el concepto de ZLB y se compara con la trampa de liquidez. Se hacen explícitas las implicaciones que tiene el uso de uno u otro para el diagnóstico de la situación actual de la política monetaria. En el tercer apartado se presenta la explicación de las políticas monetarias no convencionales y los argumentos utilizados a favor de ellas. Se muestra que, aunque desde la perspectiva keynesiana este tipo de políticas tienen efectos po-

sitivos, en un contexto de trampa de liquidez se vuelven insuficientes. Lo que lleva a recuperar la idea keynesiana de la importancia de la política fiscal, la cual es capaz de superar los límites que enfrenta la política monetaria, ya que puede intervenir directamente sobre las condiciones del sistema económico al no estar supeditada a las expectativas de los agentes.

Por último, cabe señalar que, aunque las políticas monetarias no convencionales fueron utilizadas en distintos lugares a raíz de la crisis 2007-2008 y en el caso de Japón incluso antes, este artículo se enfocará en el estudio de la política implementada por la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed). Ello no quiere decir que las políticas implementadas por el Banco Central estadounidense sean distintas a las utilizadas en otros lugares; sin embargo, sí existen ciertas diferencias que incluso si no son considerables, deberían tomarse en cuenta con el fin de evitar generalizaciones apresuradas. La última sección del trabajo presenta las reflexiones finales.

2. LA TEORÍA KEYNESIANA DE LA TRAMPA DE LIQUIDEZ

El concepto de trampa de liquidez comenzó a formar parte del lenguaje de los economistas a partir de las reflexiones sobre la teoría de la tasa de interés de Robertson (1940); sin embargo, la idea de la trampa de liquidez como un elemento fundamental de la teoría macroeconómica se puede atribuir a Hicks, quien en 1937 presentó su interpretación de la teoría keynesiana, según la cual la *Teoría general* es solamente un caso particular de la teoría clásica o teoría neoclásica (Hicks, 1937).

Con la única excepción de Krugman (1998), que utiliza de manera recurrente este concepto a partir del análisis de la economía japonesa en los años noventa, la llegada del monetarismo había dejado en el olvido esta idea al menos en las teorías económicas predominantes. No obstante, después del estallido de la crisis en 2008 y a raíz de los problemas que enfrentaron los principales bancos centrales del mundo, la idea de la trampa de liquidez se recuperó. En estos análisis la discusión se realiza en torno a la interpretación que se hace de la teoría de Keynes con el fin de explicar el límite encontrado en la implementación de la política monetaria (Kregel, 2014; Bullio Mattos *et al.*, 2019; Palley, 2019) o de justificar la utilización de las políticas monetarias no convencionales desde una perspectiva keynesiana (Sutch, 2018).

En este apartado se analizará la trampa de liquidez a partir de la revisión de la *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero* publicada por Keynes en 1936. Debido a que la discusión de este concepto examina los límites de la política monetaria, se parte de la teoría keynesiana de la misma.

El primer concepto clave hacia el entendimiento de la teoría keynesiana de la trampa de liquidez es la preferencia por la liquidez a través de la cual se establece la conexión entre la cantidad de dinero y las tasas de interés. Las personas prefieren liquidez, es decir, demandan dinero por tres motivos. El primero es el motivo transacción: se mantiene dinero para comprar bienes y servicios. El segundo es el motivo precaución: se mantiene dinero como reserva ante situaciones inesperadas.

Finalmente está el motivo especulación el cual se explica por dos razones, ambas relacionadas con las expectativas respecto al futuro: la primera razón surge de la incertidumbre respecto al futuro de la tasa de interés; si al comprar un activo de largo plazo se llegara a necesitar efectivo antes de que ocurra el vencimiento, se corre el riesgo de incurrir en una deuda mayor al rendimiento que puede proveer el activo adquirido. La segunda razón se debe a que las personas estimarán de manera distinta a la opinión popular la situación futura en los mercados por lo cual, en algunos casos, preferirán mantener sus recursos líquidos esperando, por ejemplo: que las tasas de interés suban en el futuro logrando obtener una ganancia mayor por el hecho de haber pospuesto su inversión (Keynes, 2003). Es decir, el estado de las expectativas respecto al futuro de la tasa de interés determina la preferencia que tendrán las personas para mantener liquidez, al menos en lo que se refiere al motivo especulación.

Para la política monetaria, el motivo especulación es el más importante. En términos generales, según Keynes, se puede afirmar que el motivo transacción y el motivo precaución responden al nivel de ingreso, mientras que el motivo especulación responderá al nivel que tenga la tasa de interés.

[...] la dirección monetaria hace sentir su efecto en el sistema económico por su influencia sobre el motivo especulación; porque la demanda de dinero para satisfacer los anteriores motivos [transacción y precaución], por lo general, no responde a cualquier influencia, excepto el acaecimiento real de un cambio en la actividad económica general y en el nivel de ingresos; mientras la experiencia indica que la demanda total de dinero para satisfacer el motivo especulación suele mostrar una respuesta continua ante los cambios graduales en la tasa de interés, es decir, hay una curva continua que relaciona los cambios en la demanda de dinero para satisfacer el motivo especulación con los que ocurren en la tasa de interés, debidos a modificaciones en los precios de los títulos y deudas de diversos vencimientos (Keynes, 2003, p. 177).

Ello no significa que la tasa de interés no tenga ningún efecto sobre la demanda de dinero por los motivos transacción y precaución; sin embargo,

este efecto es indirecto. Debido a que las caídas en la tasa de interés tienden a estimular la inversión y, por tanto, el ingreso nacional, las personas conservarán más dinero para realizar sus transacciones en proporción al incremento en el ingreso. De ahí que Keynes preste más importancia al efecto directo que tiene el cambio en la tasa de interés sobre la demanda de dinero por motivo especulación.

La autoridad monetaria recurre a las operaciones de mercado abierto para comprar y vender valores, y de esta manera modificar la tasa de interés. Al comprar valores a cambio de efectivo, el precio de los valores aumenta y la tasa de interés comienza a bajar. Entre mayor sea la cantidad de efectivo que se desee introducir mediante la compra de valores y deudas, mayor debe ser la caída en la tasa de interés (Keynes, 2003).

De esta manera, dada la preferencia por la liquidez la tasa de interés se modificará como resultado de cambios en la oferta de dinero disponible. No obstante, la demanda también responderá a cambios en las expectativas que se tengan sobre la tasa de interés futura. Las operaciones de mercado abierto también pueden ser efectivas a través de este segundo mecanismo, ya que pueden dar origen a expectativas cambiantes relativas a la política futura del Banco Central.¹

No existe una relación directa entre una tasa de interés determinada y un nivel de preferencia por la liquidez. Lo que importa no es el nivel absoluto de la tasa de interés, sino su relación con lo que se considera como un “nivel aceptablemente seguro” de tasa de interés. Cada caída en la tasa de interés de mercado, provocada por la autoridad monetaria, que amplíe la diferencia respecto al nivel seguro aumenta los riesgos de iliquidez. Ello debido a que se espera que la tasa eventualmente alcance ese nivel seguro, haciendo riesgoso a los ojos de los agentes no mantener su dinero líquido. Además de que cada caída de la tasa de interés reduce las ganancias que se obtienen de renunciar a la liquidez.

Es evidente, pues, que la tasa de interés es un fenómeno altamente psicológico. [...] A un nivel que esté por encima del que corresponde a la ocupación plena, la tasa de interés a largo plazo del mercado dependerá no solamente de la política

¹ En la teoría de Krugman este es el argumento central para explicar la trampa de liquidez. La política de los bancos centrales no es efectiva porque los agentes no creen que las decisiones tomadas vayan a mantenerse en el futuro. Los agentes creen que ante la primera noticia positiva los bancos centrales volverán a aplicar políticas contractivas por lo que preferirán mantener el efectivo esperando el eventual incremento en la tasa de interés (Krugman, 2013).

actual de la autoridad monetaria, sino también de las previsiones del mercado concernientes a la que seguirá en el futuro. La autoridad monetaria controla con facilidad la tasa de interés a corto plazo, tanto porque no es difícil crear la convicción de que su política no cambiará mucho en el futuro muy próximo, como porque la posible pérdida es pequeña comparada con el rendimiento corriente (a menos que se aproxime al punto de desvanecimiento). Pero la tasa de largo plazo puede ser más recalcitrante cuando ya ha bajado a un nivel que, basándose en la experiencia pasada y las expectativas presentes respecto a la futura política monetaria, se considera “inseguro” por la opinión autorizada (Keynes, 2003, p. 182).

La autoridad monetaria tendrá entonces un mayor control sobre la tasa de corto plazo; sin embargo, debido a la poca importancia relativa que su política tiene sobre la formación de las expectativas respecto a las tasas de interés de largo plazo, su capacidad se ve limitada. Si la tasa de interés de largo plazo alcanza un nivel demasiado bajo en relación con el nivel seguro, es difícil que continúe bajando. Y los agentes no estarán dispuestos a aceptar tasas de interés menores.

La situación de las expectativas y de la consideración que se tenga de la política monetaria serán fundamentales. Si la opinión pública considera que la política es experimental o pueda cambiar fácilmente, será difícil que logre reducir considerablemente la tasa de interés de largo plazo, porque la preferencia por la liquidez puede aumentar casi sin límite en respuesta a la reducción de la tasa de interés por debajo de cierta cifra. Sin embargo, la misma política puede ser exitosa si la opinión general la considera razonable, practicable y orientada al interés público (Keynes, 2003).

La dificultad central para la autoridad monetaria, en la búsqueda de alcanzar determinado nivel de empleo, radica entonces en que debe encontrar una tasa de interés de largo plazo estable que sea suficiente para satisfacer la eficiencia marginal de capital, las expectativas de ganancia que cambian constantemente y son altamente inestables. Las autoridades monetarias tratan entonces de lograr que la tasa de interés sea compatible con el nivel de las expectativas. No obstante, debido a que estas son muy inestables, la tarea es más complicada de lo que parece en un principio. Por otro lado, esta inestabilidad puede llegar a ser una ventaja en algunos casos, ya que la idea de lo que es una tasa de interés razonablemente segura no está basada en conocimientos firmes, por lo que una persistencia moderada de la autoridad monetaria en su política y sus propósitos puede lograr un cambio en la opinión pública. Todo dependerá de cómo interpretan los agentes las decisiones del Banco Central.

La capacidad de la autoridad monetaria para establecer un complejo de tasas de interés para deudas de diversos plazos y riesgos enfrenta otro tipo de limitaciones. Una de ellas puede ser superada si el Banco Central se decidiera a cambiar sus prácticas. Si la autoridad monetaria estuviera dispuesta a comprar y vender deudas de rendimientos variables, podría influir no sólo sobre la tasa de interés de corto plazo, sino también sobre la de largo plazo. “La mejora práctica más importante que puede realizarse en la técnica de la dirección monetaria, quizá sea un ofrecimiento complejo del banco central de comprar y vender a los precios establecidos valores en primera clase y de cualquier plazo, en vez del tipo bancario único para los documentos a corto plazo” (Keynes, 2003, p. 184). Al hacer lo anterior, la incertidumbre sobre el nivel de la tasa de interés de largo plazo se vería reducida, haciendo más directa la relación entre la cantidad de dinero y la tasa de interés. Al comprar valores de largo plazo, el Banco Central presionaría hacia arriba su precio y su tasa de interés hacia abajo.

Una tercera limitante se encuentra en la respuesta que tiene la preferencia por la liquidez a las modificaciones de la tasa de interés, “hay la posibilidad de que tan pronto como la tasa de interés ha bajado a cierto nivel, la preferencia por la liquidez pueda volverse virtualmente absoluta en el sentido de que casi todos prefieran efectivo a conservar una deuda que da una tasa de interés tan baja. En este caso la autoridad monetaria habría perdido el control efectivo sobre la tasa de interés” (Keynes, 2003, p. 185). Este caso es el que será conocido como la trampa de liquidez y ocurre porque incluso un aumento considerable en la cantidad de dinero puede ocasionar una incertidumbre muy alta respecto al futuro, que haga que las preferencias por la liquidez debidas al motivo precaución se fortalezcan de manera extraordinaria. Las personas preferirán mantener su dinero líquido por el temor a lo que pueda pasar en el futuro. El Banco Central comprará valores a cambio de efectivo, el cual quedará en las manos de los agentes, que estarán esperando una mejor oportunidad para realizar sus inversiones.

Esta situación ocurrirá en circunstancias muy anormales, como consecuencia de fuertes colapsos económicos y/o financieros, que hagan que las expectativas sean tan negativas que la tasa de interés deje de ser el indicador fundamental para las decisiones de inversión. En estos momentos la tasa de interés tiende a disminuir considerablemente, al igual que lo hacen el resto de los precios en la economía, y las personas preferirán mantener efectivo. No sólo es que el rendimiento que se puede obtener sea bajo, sino que el grado de incertidumbre causado por las condiciones económicas generales es tan alto que no existe disposición para asumir riesgos.

Incluso si se amplían las operaciones del Banco Central a otro tipo de títulos, el riesgo de caer en la trampa de liquidez no desaparece. En uno de los límites señalados, la incapacidad de influir sobre las tasas de interés de largo plazo tiene que ver con una cuestión técnica relacionada con el tipo de valores que el Banco Central está dispuesto a comprar. Pero la incapacidad de modificar la tasa de interés por la trampa de liquidez es una cuestión que tiene que ver con las expectativas, las cuales puede llegar a controlar, pero sólo hasta cierto punto. Como ya se mencionó, lo relevante no es el nivel en el que se encuentre la tasa de interés, sino la relación de éste con lo que se considera como una tasa de interés segura. De esta manera, cuando Keynes afirma que “la tasa de interés ha bajado a cierto nivel”, no implica que ese nivel tenga que estar necesariamente muy cercano a cero. Pues si la tasa de interés que la opinión pública considera segura se eleva considerablemente, una tasa de interés que en otras circunstancias se pensaba normal, podría considerarse demasiado baja y riesgosa.

De hecho, para Keynes existen factores adicionales que marcan un límite muy por encima de cero a la baja practicable en la tasa de interés. El primero de ellos es el factor institucional, que depende de las condiciones en las que se establece que funcionan los mercados capitalistas y se explica por el costo de poner en contacto a prestamistas y prestatarios de crédito. El segundo es el factor psicológico, resultado de la incertidumbre respecto a la tasa futura de interés, por tanto, relacionado con la preferencia absoluta por la liquidez y la trampa de liquidez (Keynes, 2003).

Recapitulando, según Keynes, el Banco Central influye sobre la tasa de interés a través de aumentos en la cantidad de dinero ocurridos mediante las operaciones de mercado abierto. Comprando valores, el precio de estos aumenta y la tasa de interés tenderá a bajar. El éxito de la política dependerá en gran parte de las expectativas que tengan los agentes respecto al futuro y de si consideran que el nivel al que se está llevando la tasa de interés se encuentra por encima o por debajo de una tasa de interés “segura”. Por este motivo, una vez que la tasa de interés alcanza cierto nivel demasiado bajo, los aumentos en la cantidad de dinero no tendrán efecto sobre esta tasa, ya que ocurrirá una preferencia absoluta por la liquidez. El alto nivel de incertidumbre respecto al futuro hará que la demanda de dinero por motivo precaución sea muy alta, absorbiendo todo el dinero inyectado al sistema económico. En este momento el Banco Central pierde el control sobre la política monetaria.

3. EL ZERO LOWER BOUND (ZLB)

Al estallar la crisis de 2008, la Fed se enfrentó a un contexto complicado. Los mercados financieros pasaban por una fase de alta inestabilidad causada por una serie de quiebras de instituciones que ponían en riesgo al sistema financiero en su conjunto. Y en el panorama aparecía la recesión como una amenaza cada vez más real.

La respuesta de la Fed fue la usual, modificar la tasa de interés de corto plazo a través de las operaciones de mercado abierto. Mediante este tipo de operaciones se maneja el monto de reservas disponibles para el sistema bancario e influyen a su vez sobre la tasa de interés en el mercado de fondos federales. Los cambios en estas tasas traen cambios en otras tasas de interés de corto plazo, que a su vez afectan las tasas de interés de largo plazo, lo que cambia las condiciones financieras generales y, por tanto, los niveles de inflación y empleo (Yellen, 2016).

Como se puede observar, el mecanismo planteado es parecido en términos generales al presentado por Keynes. Aunque la diferencia radica en que en la *Teoría general* el Banco Central maneja la cantidad de dinero, mientras que en la actualidad se reconoce la incapacidad de las autoridades monetarias para determinar ese agregado. Se considera más bien que el instrumento de política es la tasa de interés. Pero en ambos casos, el objetivo es modificar la tasa de interés de corto plazo mediante operaciones de mercado abierto, de forma tal que ello tenga efectos sobre las tasas de interés de largo plazo.

Desde 2007 comenzaron los recortes a la tasa de interés, para 2009 se encontraba en 0.16%. Debido a que las condiciones macroeconómicas seguían siendo malas, esto representaba un problema para la Fed. La posibilidad de continuar reduciendo la tasa de interés se veía seriamente disminuida por el bajo nivel en que se encontraba.

Para explicar esta situación se recurrió al concepto de ZLB o límite inferior cero. Según el BIS,² este límite ocurre por la combinación de dos factores: el costo de las tenencias de efectivo, que se define como la diferencia entre la conveniencia de mantener efectivo y el costo de almacenarlo; y la respuesta de los intermediarios financieros a tasas muy bajas que pudiera bloquear su transmisión a las tasas de fondeo de la economía. Si las tasas de interés en la economía se tornan negativas, los bancos mantendrán sus tasas de depósito

² En el texto del BIS, en lugar de ZLB se utiliza el concepto *effective lower bound*, lo que muestra que en este reporte se parte de la idea de que el límite no tiene que ser necesariamente cero. A pesar de esa diferencia, la argumentación teórica es esencialmente la misma.

por encima de cero, ya que no estarán dispuestos a cobrar a sus clientes por depositar su dinero por el temor a que estos opten por mantener su dinero en efectivo, mientras que las tasas que los bancos cobran por los préstamos continúan cayendo. Por tanto, la tasa de interés no puede colocarse por debajo del cero (Committee on the Global Financial System, 2019).

A la imposibilidad de que la tasa de interés nominal caiga por debajo de cero se suma el hecho de que la tasa de interés neutral esté por debajo de este nivel. De acuerdo con Summers (2016), esta es la situación que enfrentó la economía estadounidense a partir del estallido de la crisis, lo cual se explica por el aumento en la propensión a ahorrar y la disminución en la propensión a invertir.

Según Palley (2019), el ZLB es una rigidez nominal que limita el nivel que pueden alcanzar las tasas de interés, una fricción que se agrega a la teoría de los nuevos keynesianos. Cuando la tasa de interés neutral o natural es negativa, la tasa de interés nominal no se puede ajustar a ese nivel, ya que el dinero tiene un rendimiento nominal de cero, que fija el piso para este tipo de tasas. Por ello, tanto el mercado de bienes como el de fondos prestables se encuentran en desequilibrio con exceso de oferta; es decir, existe demasiado dinero disponible para ser prestado y demasiados bienes para ser vendidos. Si la tasa de interés nominal pudiera reducirse, la demanda tanto de bienes como de fondos prestables se ampliaría y la economía regresaría a sus niveles de equilibrio (Palley, 2019). “La recuperación sólo puede ocurrir si la tasa de interés nominal está por debajo de la tasa de interés ‘real’. Si la tasa real está por debajo del cero, es el ZLB el que evita que la política monetaria provoque la expansión de la oferta monetaria” (Kregel, 2014, p. 2).

En el mismo sentido va la explicación de Krugman. Incluso cuando las tasas de interés son bajas, la demanda es menor a la que se necesita para alcanzar el nivel de empleo objetivo y las tasas de interés no pueden colocarse por debajo de cero debido a que los inversionistas siempre tienen la opción de simplemente mantener efectivo (Krugman, 2013). Por tanto, la trampa de liquidez se define como “esa extraña condición en la que la política monetaria pierde el control debido a que la tasa de interés nominal es esencialmente cero, en la cual la cantidad de dinero se vuelve irrelevante debido a que el dinero y los bonos son esencialmente sustitutos perfectos” (Krugman, 1998, p. 137).

En estas visiones, el problema es que la tasa de interés real o tasa de interés natural que permitiría alcanzar el nivel de empleo objetivo se encuentra en niveles negativos. Debido a que la tasa de interés nominal no puede colocarse por debajo de cero, es imposible para la autoridad monetaria alcanzar el obje-

tivo de tasas de interés. Así que, el instrumento principal de política monetaria deja de ser efectivo.

Otras teorías tratan de explicar también el límite de la política monetaria. Según Palley, existen dos problemas diferentes. Uno es cuando la tasa de interés alcanza su piso, que sería lo que explica el ZLB y otro es cuando la inversión no responde a la caída de las tasas de interés, que sería más parecido a la trampa de liquidez (Palley, 2019). En este último caso, incluso si las tasas de interés fueran negativas, la inversión no aumentaría. Todo parte de la idea de que la eficiencia marginal de la inversión es cero o alcanza niveles negativos. Ello se explica por una productividad marginal del capital decreciente y crecientes costos marginales de modificar el *stock* de capital existente. A ello se suma la existencia de activos similares al dinero, que al igual que éste, no verán reducidos sus rendimientos por las caídas en la tasa de interés. La combinación de ambos factores explica que la inversión deje de responder a cambios en la tasa de interés.

El problema no es el ZLB [...] sino la existencia de *non-reproduced assets* (activos no reproducidos) tales como efectivo, tierra, mercancías como el oro, activos como patentes y derechos de autor, activos como *know-how* y capital organizacional materializados en empresas existentes, y flujos de rentas poseídos por empresas con poder de monopolio. El precio de estos activos subirá por las tasas de interés negativas pero la inversión no aumentará. Las empresas pedirán prestado para devolver capital a sus accionistas y participarán en pujas intensas por activos existentes, pero no invertirán (Palley, 2019, p. 163).

Para Palley (2019) la trampa de liquidez ocurre por una saturación de la inversión que hace que sus rendimientos sean muy bajos o incluso cero, lo que lleva a las empresas a comprar otro tipo de activos en lugar de invertir. La incertidumbre respecto a las tasas de interés futuras no es considerada como factor explicativo. Aunque el problema no es que la tasa de interés no pueda descender por debajo de cierto nivel, al final para el autor la trampa de liquidez ocurre por motivos meramente económicos relacionados con costos y rendimientos de los diferentes activos.

Como se observa en la interpretación de Palley (2019) y en las del ZLB lo que se está considerando son los factores institucionales señalados por Keynes (2003), que impiden que la tasa de interés caiga por debajo de cierto nivel, las características de ciertos activos o ciertos factores económicos. La manera en la que funcionan los sistemas financieros impide que la tasa de interés disminuya por lo que el Banco Central no tiene la posibilidad de colocarla en el

nivel necesario para aumentar la inversión, la producción y el empleo. Pero se deja de lado el factor psicológico, la incertidumbre respecto a las tasas de interés futuras. Como señala Kregel “es la expectativa de tasas de interés futuras lo que pone el límite a las tasas actuales [...] siempre que el público crea que las tasas aumentarán más que el cuadrado de la tasa actual, será imposible convencerlos de mantener cualquier cosa distinta al dinero, y la tasa actual será inamovible mediante política monetaria tradicional” (Kregel, 2014, p. 3). Es la incertidumbre radical característica de la economía capitalista lo que hace que disminuya la confianza en las condiciones futuras y causa que la liquidez que provee el dinero sea considerada lo más importante (Bullio Mattos *et al.*, 2019).

4. LAS POLÍTICAS MONETARIAS NO CONVENCIONALES

El diagnóstico de la situación determina la naturaleza de la respuesta a la problemática. A partir del reconocimiento y explicación del ZLB surgieron las políticas monetarias no convencionales. Estas políticas se caracterizan por utilizar medios distintos a la tasa de interés de corto plazo para influir sobre las condiciones financieras. “Algunas fueron diseñadas para afectar el plazo de los *spreads* (o, igualmente, tasas de interés de largo plazo libres de riesgos), mientras que otras fueron dirigidas a influir sobre los *spreads* de crédito y de liquidez (o igualmente, tasas de interés de distintos instrumentos libres de riesgo). Algunos instrumentos buscaron restaurar las condiciones de liquidez y las valoraciones de los activos en el sistema financiero como medio para apoyar el mecanismo de transmisión de la política monetaria” (Committee on the Global Financial System, 2019, p. 10). Los instrumentos utilizados en distintas partes del mundo incluyen la compra en gran escala de activos o *Quantitative Easing* (QE), *Forward Guidance* (FG), tasas de interés nominales negativas, control de los rendimientos de largo plazo, entre otras.

En este trabajo se considerarán únicamente los primeros dos instrumentos, debido a que fueron los más utilizados por la Fed para ampliar el impacto de la política monetaria y que, además, se consideran parte de las opciones de instrumentos con los que cuenta el Banco Central estadounidense (Yellen, 2016; Bernanke, 2019 y 2020).

El QE consiste en la ampliación de la hoja de balance del Banco Central mediante la compra de activos, los cuales pueden ser bonos del gobierno o activos emitidos por el sector privado. “Es el uso por parte del banco central, de su capacidad para crear medios de pago aceptables en cantidades ilimita-

das para comprar activos” (Joyce *et al.*, 2012, p. 276). En marzo de 2009, la Fed anunció la compra de activos respaldados por hipotecas (*Mortgage Backed Securities*, MBS, por sus siglas en inglés) y de valores del Tesoro de los Estados Unidos, los cuales alcanzaron un valor de 1.725 millones de millones de dólares, en lo que sería conocido como QE1. En noviembre de 2010 se anunció QE2 que ascendió a 600 miles de millones de dólares, y en septiembre de 2012 se anunció QE3 donde se dio a conocer el compromiso de la Fed de comprar valores del Tesoro y MBS hasta que la situación del mercado laboral mejorara sustancialmente. Esta última fase terminó hasta octubre de 2014, ascendiendo el total de activos comprados a 3.8 millones de millones de dólares (Bernanke, 2020). En parte, como consecuencia de estas medidas, la base monetaria en Estados Unidos pasó de 837 miles de millones de dólares en agosto de 2007 a más de 4 millones de millones de dólares en 2015 (Bullio Mattos *et al.*, 2019).

Según Bernanke (2020), presidente de la Fed en el momento en que este tipo de políticas fueron utilizadas por primera vez, los argumentos utilizados a favor del QE fueron básicamente dos. El primero sería que la compra de activos haría subir sus precios, lo que permitiría aumentar la inversión a través del efecto saldo de portafolio. La compra de activos menos líquidos por parte del Banco Central permite a aquellos que quieren invertir tener los recursos líquidos que requieren para llevar a cabo sus proyectos (Joyce *et al.*, 2012). El segundo argumento a favor del QE es que serviría como una señal de que las autoridades monetarias pensaban mantener las tasas de interés bajas por un largo periodo, lo que llevaría a los inversionistas a pujar por tasas de interés de largo plazo menores, a lo que la economía responderá incrementando el gasto en bienes y servicios domésticos (Bernanke, 2020).

A estos argumentos habría que agregar los planteados por Keynes. Como se señaló en el primer apartado, Keynes consideraba que al cambiar las condiciones en las que los bancos centrales deciden operar, pueden alcanzar objetivos más amplios. “Cuando las operaciones de mercado abierto se han limitado a la compra de valores a muy corto plazo de vencimiento el efecto puede quedar confinado a la mera tasa de interés a muy corto plazo y no provocar sino una reacción ligera sobre las tasas de interés a largo plazo que son mucho más importantes” (Keynes, 2003, p. 177). Esta postura retoma elementos discutidos por Keynes en el *Tratado del dinero*, donde también defiende una política de compra masiva de títulos por parte del Banco Central que le permite tener impacto sobre el precio de las acciones y los niveles de tasas de interés de largo plazo. En este texto, la postura de Keynes respecto a las capacidades de la política monetaria es mucho más optimista, ya que considera que, aun-

que las políticas convencionales no tienen impactos tan efectivos sobre la tasa de interés de largo plazo, implementar medidas menos ortodoxas podría permitir alcanzar este objetivo en entornos de depresión (Kregel, 2012).

El QE permitió a la Fed operar en otro tipo de activos, por lo que el impacto de sus decisiones podía alcanzar otro tipo de tasas y valores que hasta entonces sólo respondían de manera indirecta. Sin embargo, según Kregel (2014), la forma de implementar este tipo de políticas sería diferente si se quería seguir la teoría keynesiana. Pues en lugar de fijar el monto que se iba a adquirir, el Banco Central fijaría el precio y dejaría al mercado elegir el monto que se iba a transaccionar. “Keynes probablemente hubiera defendido un control más directo de la tasa de interés de largo plazo” (Bullio Mattos *et al.*, 2019, p. 195). No obstante, ello soluciona el problema sólo si se está en el caso del ZLB, ya que la acción de los bancos centrales no modifica necesariamente la eficiencia marginal de capital.

Si se considera el caso de la trampa de liquidez la situación es más complicada. Según Keynes, una baja violenta en el precio de los valores de rendimiento variable, que haya tenido efectos negativos sobre la eficiencia marginal del capital, podría explicarse por el debilitamiento de la confianza especulativa o del estado del crédito. La caída puede haber sido causada por cualquiera de las dos, pero la recuperación necesita que ambos revivan (Keynes, 2003). Al comprar activos la Fed trató de recuperar la confianza especulativa esperando que ello llevara a su vez a la recuperación del estado del crédito. No obstante, uno no lleva necesariamente al otro.

Existen dos riesgos a considerar en la inversión dentro de una economía capitalista, el riesgo del prestatario que es inherente a cualquier inversión, la posibilidad de que las ganancias obtenidas sean menores a las esperadas; y el riesgo del prestamista que consiste en la posibilidad de impago por parte del prestatario, ya sea porque su proyecto de inversión fracasó o por algún otro motivo (Keynes, 2003). Si el riesgo del prestamista es considerado demasiado alto, no importa cuántos recursos se inyecten mediante la compra de activos, ni hasta qué punto se recupere la confianza especulativa. El estado del crédito no mejorará, a menos que cambie la situación de las expectativas. El problema radica tanto en el instrumento de la política monetaria como en el mecanismo de transmisión. Mientras que las decisiones de inversión dependen también de la eficiencia marginal del capital, el nivel de tasa de interés que pueda o no fijar el Banco Central puede no tener influencia sobre las decisiones de inversión. Pero también puede ocurrir que, incluso si el nivel de eficiencia marginal de capital es suficiente para que ocurra un estímulo a la inversión con

una tasa de interés más baja, dado que el riesgo del prestamista es demasiado alto, el mecanismo de transmisión de la política monetaria es el que no está funcionando. El Banco Central estaría mandando las señales correctas al sistema financiero para bajar la tasa de interés, pero el mecanismo de transmisión falla cuando los intermediarios financieros consideran que el riesgo de ampliar el financiamiento es demasiado alto. El estado de las expectativas de los intermediarios financieros es casi tan importante como el de los inversionistas para explicar la ineffectividad de la política monetaria. Cuando los que consideran el riesgo demasiado alto son los intermediarios, el mecanismo de transmisión es el que falla; sin embargo, cuando son los inversionistas, es el instrumento el que deja de ser adecuado para modificar las expectativas.

Por su parte, el FG consiste en comunicaciones constantes por parte de las autoridades monetarias en las cuales dan a conocer cómo esperan que la economía y la política se comporten en el futuro. A partir de agosto de 2011, los anuncios de la Fed pasaron a ser compromisos explícitos de mantener o seguir cierta política hasta una fecha determinada. El objetivo es modificar las expectativas del mercado, disminuir la incertidumbre y promover la confianza en las autoridades monetarias de forma que las tasas de interés bajen significativamente.

Según Krugman, la política monetaria puede superar la trampa de la liquidez si logra prometer de manera creíble que buscará un nivel de precios futuro. Los agentes creen que el Banco Central tiene como objetivo la estabilidad de precios y actúan pensando que las políticas expansivas son solamente transitorias. El problema radica entonces en la credibilidad del Banco Central, pues los agentes no creen que la autoridad monetaria se vaya a comprometer con el camino seguido (Krugman, 1998). El FG podría crear una expectativa creíble respecto a la política futura que seguirá el Banco Central, logrando superar la trampa de liquidez entendida desde esta perspectiva.

También desde la teoría de Keynes, el compromiso creíble de la autoridad monetaria tiene impactos positivos sobre el efecto de sus políticas sobre la tasa de interés. Cuando las personas consideran que la política seguida es adecuada no esperarán que la tasa de interés suba en el futuro. No obstante, una vez más el punto fundamental radica en la incertidumbre respecto al nivel futuro de las tasas de interés. Incluso si el Banco Central toma todas las acciones posibles para que su compromiso sea creíble, la inestabilidad de la eficiencia marginal del capital puede impedir que se supere la trampa de liquidez. Krugman (1998) ignora este factor al partir de un supuesto de expectativas racionales; la incertidumbre gira en torno al Banco Central, no a lo que harán los agentes;

con las señales adecuadas los agentes responderán de la manera esperada. En Keynes la incertidumbre respecto a la respuesta de los agentes es la más importante para explicar el límite de la política monetaria.

Tanto en el caso del QE como del FG, el objetivo es proveer un margen de maniobra mayor a las autoridades monetarias, alcanzar una situación similar a aquella en la que la tasa de interés nominal no esté cerca del ZLB. “Cuando se utilizan los nuevos instrumentos de política, la política monetaria puede alcanzar resultados similares a los que las políticas tradicionales pueden lograr si la tasa neutral de interés fuera 3 puntos porcentuales mayor” (Bernanke, 2020, p. 945).

No obstante, el límite no se encuentra en el ZLB, sino en la falta de políticas que hagan aumentar la eficiencia marginal del capital (Kregel, 2014). Aunque parece evidente que lo que busca la Fed es aumentar la inversión, el empleo y la producción, los objetivos que más se mencionan de manera explícita son los de aumentar la inflación y lograr una caída en las tasas de interés. Ello impide buscar medidas alternativas que no afecten estos objetivos intermedios pero que sí permitan alcanzar el aumento en la inversión, la producción y el empleo.

La explicación tiene que ver con una visión eminentemente monetarista de la política monetaria. A pesar del doble mandato de la Fed y de la incorporación del nivel de producción en la regla de Taylor, los bancos centrales tienen como objetivo primario controlar el nivel de precios. Entonces, incluso cuando buscan aumentar el nivel de producción, la forma en la que lo hacen es controlando el nivel de precios, generando inflación.

Considerando todos estos factores, la única forma de solucionar la crisis de trampa de liquidez parece ser la política fiscal, misma que tiene la capacidad de influir directamente sobre las condiciones de la economía sin necesidad de modificar el estado de las expectativas. Al expandir la demanda agregada y/o dirigir la inversión de manera directa se crea un estímulo para aumentar la producción y el empleo. Al aumentar las ventas, la ganancia esperada por los empresarios aumentará, lo que estimulará la inversión privada. Aunque es cierto que la incertidumbre es incuantificable y que es imposible conocer de antemano la reacción de los agentes, la política fiscal es una herramienta mucho más poderosa para estimular la actividad económica, ya que a diferencia de la política monetaria, no depende del mecanismo de transmisión para tener impactos directos sobre la economía.

Según Yellen, “un amplio grupo de instrumentos posibles de política fiscal podría mejorar la estabilidad cíclica de la economía” (2016, p. 13). Para Bullio Mattos *et al.* (2019), el gasto fiscal es un elemento que los gobiernos deben

utilizar para restaurar los márgenes de ganancia. No obstante, a pesar de que en el discurso se reconoce la importancia que tiene la política fiscal, en la práctica esta opción se olvidó.

Para Bernanke (2019) se debe a una combinación de límites políticos e ideológicos y límites en el espacio de acción fiscal que tienen ciertos países. El problema no es solamente que los bancos centrales están interesados exclusivamente en la inflación (Seccareccia, 2020), sino que la política fiscal también tiene la estabilidad del nivel de precios como su fin último (Sims, 2016). En este contexto, cuando es necesario estimular la producción y el empleo, la responsabilidad recae sobre los bancos centrales. La adopción de políticas monetarias no convencionales “[...] fue un claro intento por parte de los bancos centrales de mostrar la relevancia continua de la política monetaria incluso a bajas tasas de interés” (Rochon y Vallet, 2019, p. 4). En la actualidad la política monetaria es considerada como el único instrumento de estabilización de la situación macroeconómica y en el momento en que se encuentran límites a su funcionamiento, la solución se busca dentro de la misma.

Si esta visión no se modifica, será imposible resolver los problemas asociados con los límites que tiene la política monetaria.

Por mi parte, soy ahora un poco escéptico respecto al éxito de una política puramente monetaria, dirigida a influir sobre la tasa de interés. Espero ver al Estado, que está en situación de poder calcular la eficiencia marginal de los bienes de capital a largo plazo sobre la base de la conveniencia social general, asumir una responsabilidad cada vez mayor en la organización directa de las inversiones, ya que probablemente las fluctuaciones en la estimación del mercado de la eficiencia marginal de las diferentes clases de capital, calculadas en la forma descrita antes, serán demasiado grandes para contrarrestarlas con alguna modificación factible de la tasa de interés (Keynes, 2003, p. 149).

5. REFLEXIONES FINALES

El análisis del concepto de trampa de liquidez en la teoría de Keynes permite tener un mejor entendimiento de los diagnósticos que se hicieron sobre la situación de la política monetaria en los años posteriores a la crisis de 2008. Debido a que el concepto de ZLB pone el énfasis en los límites técnicos e institucionales que impiden que la tasa de interés alcance determinado nivel, las medidas que se utilizaron para resolver esta situación buscaron la manera de ampliar el margen de maniobra para el instrumento. Es decir, superar el límite

impuesto a la caída de la tasa de interés mediante la utilización de instrumentos alternativos. Esta perspectiva supone entonces, que el problema radica en que el nivel de tasa de interés que permita estimular la inversión es demasiado bajo. Sin embargo, se ignora un elemento fundamental para el entendimiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria, el estado de las expectativas. Mientras el rendimiento que los inversionistas esperan obtener sea bajo la inversión no ocurrirá, no importa el nivel de tasa de interés.

La trampa de liquidez resalta precisamente la importancia que tienen las motivaciones psicológicas en la explicación del funcionamiento de los sistemas económicos. Uno de los motivos fundamentales por los cuales la política monetaria es incapaz de superar los límites que encuentra, es su incapacidad de impactar sobre el estado de las expectativas de largo plazo. Las políticas que permitan a la economía superar este límite deberían tener como objetivo modificar la eficiencia marginal del capital, es decir, el estado de las expectativas. Ello obliga a darle un papel más importante a la política fiscal, pero no debe entenderse por esto simplemente aumentar el gasto público. Como señala Keynes (2003), lo que debe hacerse es que el Estado “asuma una responsabilidad mayor en la organización directa de las inversiones”. En este sentido es necesario realizar un cambio estructural en el papel que tiene el Estado en la economía. Su intervención debe ser más directa, lo cual es especialmente necesario en un periodo en el que el poder de los intermediarios financieros hace más complicada la transmisión de las políticas implementadas por los bancos centrales a la inversión, la producción y el empleo. Aunque queda abierta la discusión sobre las capacidades reales que tendrían este tipo de medidas en el mismo contexto de expectativas que limitan la efectividad de la política monetaria, ya que por un lado el estímulo directo de la demanda por parte del Estado podría mejorar las expectativas potenciando los efectos de la política fiscal, pero por otro lado, la baja eficiencia marginal del capital podría ser lo suficientemente fuerte para contrarrestar los efectos iniciales de la inversión estatal.

AGRADECIMIENTOS

El autor agradece la colaboración y los comentarios de la doctora Marcia Luz Solorza Luna y el apoyo financiero del Programa de Becas Posdoctorales en la UNAM de la Dirección General de Asuntos del Personal Académico.

BIBLIOGRAFÍA

- Bernanke, B. S. (2019). Monetary policy in a new era. En O. Blanchard y L. H. Summers (eds.). *Evolution or Revolution? Rethinking Macroeconomic Policy after the Great Recession*. The MIT Press.
- _____ (2020). The new tools of monetary policy. *American Economic Review*, 110(4). <http://dx.doi.org/10.1257/aer.110.4.943>
- Bullio Mattos, O., Da Roz, F., Oliveira Ultemare, F. y Santos Mello, G. (2019). Unconventional monetary policy and negative interest rates: A post-Keynesian perspective on the liquidity trap and euthanasia of the rentier. *Review of Keynesian Economics*, 7(2). <https://doi.org/10.4337/roke.2019.02.05>
- Committee on the Global Financial System (2019). Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis. *CGFS Papers*. <https://www.bis.org/publ/cgfs63.pdf>
- Hicks, J. R. (1937). Mr. Keynes and the “classics”; A suggested interpretation. *Econometrica*, 5(2). <https://doi.org/10.2307/1907242>
- Joyce, M., Davis, M., Scott, A. y Vayanos, D. (2012). Quantitative easing and unconventional monetary policy-an introduction. *Economic Journal*, 122(564). <https://doi.org/10.1111/j.1468-0297.2012.02551.x>
- Keynes, J. M. (2003). *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. Fondo de Cultura Económica.
- Kregel, J. (2012). ¿Fue la política monetaria de Keynes en el Tratado sobre el Dinero, la precursora de la política de tasa de interés cero y del quantitative easing? *Ensayos Económicos*, (66). http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Resumen_ensayos.asp?id=268
- _____ (2014). Liquidity preference and the entry and exit to ZIRP and QE. *Policy Note 2014/5*. <https://www.levyinstitute.org/publications/liquidity-preference-and-the-entry-and-exit-to-zirp-and-qe>
- Krugman, P. R. (1998). It's baaack: Japan's slump and the return of the liquidity trap. *Brookings Papers on Economic Activity*, (2). https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/1998/06/1998b_bpea_krugman_dominquez_rogoff.pdf
- _____ (2013, 11 de abril). Monetary policy in a liquidity trap. *The New York Times*. http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/04/11/monetary-policy-in-a-liquidity-trap/?_r=1
- Palley, T. I. (2019). The fallacy of the natural rate of interest and zero lower bound economics: why negative interest rates may not remedy Keyne-

- sian unemployment. *Review of Keynesian Economics*, 7(2). <https://doi.org/10.4337/roke.2019.02.03>
- Robertson, D. H. (1940). *Essays in Monetary Theory*. Staples Press.
- Rochon, L.-P. y Vallet, G. (2019). Economía del Ave María: el modelo teórico detrás de las políticas monetarias no convencionales. *Ola Financiera*, 12(34). <http://dx.doi.org/10.22201/fe.18701442e.2019.34.71955>
- Seccareccia, M. (2020). ¿A dónde va la política monetaria desde la crisis financiera global y qué debe hacerse? *Ola Financiera*, 13(35), <http://dx.doi.org/10.22201/fe.18701442e.2020.35.75507>
- Sims, C. A. (2016). Fiscal policy, monetary policy and Central Bank Independence. *Jackson Hole Symposium*. <http://sims.princeton.edu/yftp/JacksonHole16/JHpaper.pdf>
- Summers, L. H. (2016). Secular stagnation and monetary policy. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 98(2). <http://dx.doi.org/10.20955/r.2016.93-110>
- Sutch, R. (2018). Reading Keynes at the zero lower bound: The great depression, the liquidity trap, and unconventional policy. *Journal of the History of Economic Thought*, 40(3). <https://doi.org/10.1017/S1053837217000013>
- Yellen, J. L. (2016). Opening remarks: The Federal Reserve's monetary policy toolkit: Past, present and future. *Remarks at the Jackson Hole Economic Symposium*. https://www.kansascityfed.org/Jackson%20Hole/documents/7029/Yellen_JH2016.pdf