



Un estímulo bien empleado

Alan S. Blinder y Mark Zandi

Si no se hubieran tomado medidas rápidas y a gran escala, Estados Unidos podría estar aún inmerso en la Gran Recesión

LA ECONOMÍA de Estados Unidos ya ha dejado atrás la sombra de la Gran Recesión. Hace menos de dos años, el sistema financiero mundial estaba al borde del colapso y Estados Unidos atravesaba la peor desaceleración económica desde los años treinta. En el peor momento, el producto interno bruto (PIB) cayó en picado a una tasa anual de casi 7%, con un promedio de casi 750.000 despidos al mes. Ahora el sistema financiero está funcionando con mucha más normalidad, el año pasado el PIB real creció más de un 3% y el empleo está creciendo, si bien a un ritmo insuficiente.

A comienzos de 2009, esta rápida recuperación habría parecido sorprendente. Quizás el país y el mundo tuvieron suerte, pero nuestra opinión es otra: la rápida recuperación que siguió a la Gran Recesión de Estados Unidos se debió en gran parte a la respuesta sin precedentes de las autoridades monetarias y fiscales.

La Reserva Federal (Fed), los gobiernos de Bush y Obama y el Congreso adoptaron las medidas fiscales y monetarias más enérgicas y polifacéticas de la historia. La eficacia y el acierto de cada componente es debatible, pero si las autoridades no hubieran reaccionado con la determinación y celeridad con que lo hicieron, el sistema financiero quizás aún estaría trastornado, la economía seguiría con-

trayéndose y el costo para los contribuyentes habría sido mucho mayor.

Pero aun así, las políticas en general siguen suscitando polémica y son tildadas de equivocadas, ineficaces o ambas cosas. Más vale zanjar esta controversia porque, dada la incierta durabilidad de la recuperación económica, es posible que se necesiten nuevas medidas de estímulo.

Respuestas de política

El gobierno de Estados Unidos se fijó dos metas generales: estabilizar el débil sistema financiero y mitigar la creciente recesión reactivando el crecimiento económico. La primera meta se fijó a raíz de la crisis financiera, que estalló a mediados de 2007 y devino en pánico financiero a finales de 2008. Tras la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers, la liquidez se evaporó, los diferenciales de crédito se dispararon, los precios de las acciones se desplomaron y varias instituciones financieras importantes quebraron. La segunda meta fue consecuencia de los estragos de la crisis financiera en la economía real, que empezó a contraerse a un ritmo alarmante tras el colapso de Lehman.

La Fed combatió el pánico financiero con varias medidas extraordinarias. A finales de 2007 creó el primero de diversos servicios de

crédito que suministrarían liquidez a las instituciones y los mercados financieros. En 2008 recortó ampliamente las tasas de interés, hasta llegar a una tasa cercana a cero a finales de año. En 2009 y 2010 emprendió una expansión cuantitativa para reducir las tasas de interés a largo plazo, comprando bonos del Tesoro y valores con respaldo hipotecario de Fannie Mae y Freddie Mac. La Corporación Federal de Garantía de Depósitos elevó los topes de las garantías y garantizó la deuda de los bancos. El Congreso creó el Programa de Rescate de Activos en Dificultades (TARP, por sus siglas en inglés) en octubre de 2008, que sirvió en parte para que el Tesoro cubriera las fuertes necesidades de capital de los bancos. El Tesoro y la Fed exigieron a 19 instituciones financieras importantes que se sometieran a pruebas de tensión generales a comienzos de 2009 para determinar la suficiencia o la necesidad de capital. Estas últimas medidas aparentemente restablecieron la confianza en el sistema bancario.

Los esfuerzos fiscales (impuestos y gasto) para detener la recesión e impulsar la recuperación se basaron en medidas de estímulo. A comienzos de 2008 los hogares recibieron descuentos del impuesto sobre la renta; la Ley de Reinversión y Recuperación (ARRA, por sus siglas en inglés) fue aprobada a comienzos de 2009; y a finales de 2009 y comienzos de 2010 se promulgaron varias medidas menores de estímulo, como un incentivo para el canje de automóviles viejos por nuevos, la prórroga y ampliación del crédito tributario para la vivienda hasta mediados de 2010, un nuevo crédito tributario a favor del empleo hasta final de 2010 y varias prórrogas del seguro de desempleo de emergencia. El costo total del estímulo será de casi US\$1 billón, o aproximadamente 7% del PIB. No parece casualidad que la recuperación se haya iniciado a mediados de 2009, justo cuando el efecto de la ARRA era más intenso.

Las medidas de emergencia incluyeron el rescate de los sectores automotor y de la vivienda. El estallido de la burbuja inmobiliaria desató un círculo vicioso de caída de los precios de la vivienda y aumento de las ejecuciones hipotecarias, que las autoridades parecen haber frenado con diversas iniciativas, como medidas de la Fed para reducir las tasas de interés de las hipotecas, un aumento del tamaño de los préstamos que cumplen normas oficiales, una fuerte ampliación del crédito de la Administración Federal de la Vivienda, varios créditos tributarios para la compra de viviendas y el uso del Programa de Rescate de Activos en Dificultades para frenar los embargos. Los fabricantes de automóviles General Motors (GM) y Chrysler a la larga quebraron, pero el TARP ayudó a que el proceso fuera relativamente más ordenado, y GM está en la bolsa una vez más.

Duras críticas

A nuestro juicio, la respuesta a la crisis fue eficaz; sin embargo, casi todas las decisiones del gobierno han sido duramente criticadas. Se ha acusado a la Fed de haberse arrogado funciones al intervenir en la política fiscal. Se ha cuestionado la eficacia de los esfuerzos para frenar la caída de los precios de la vivienda y el aumento de las ejecuciones hipotecarias, y se ha dicho que el rescate del sector automotor fue innecesario e injusto. Los dos instrumentos más importantes, el Programa

de Rescate de Activos en Dificultades y la ARRA, han sido el principal blanco de las críticas.

El TARP fue polémico desde el comienzo. Su costo —US\$700.000 millones— y su objetivo —“rescatar” a instituciones financieras, algunas de ellas causantes del pánico— incomodaron tanto a ciudadanos como a legisladores, y persiste la idea de que el programa fue un error caro. Pero la verdad es que fue bastante eficaz: ayudó a restablecer la estabilidad y a detener el colapso de los mercados de la vivienda y los automotores, a un costo para los contribuyentes que será una fracción de la cifra citada.

Las severas críticas contra la ARRA se han centrado en su costo y lentitud, y en el hecho de que la tasa de desempleo aumentó mucho más de lo que el gobierno de Obama había pronosticado en enero de 2009. No todo el programa es defendible, pero estas críticas tampoco son justas. El excepcional

No parece casualidad que la recuperación se haya iniciado a mediados de 2009, justo cuando el efecto de la Ley de Reinversión y Recuperación era más intenso.

estímulo fiscal se debe a la inusitada gravedad de la desaceleración y la poca utilidad de la política monetaria cuando las tasas de interés se aproximan a cero. El ritmo de gasto se disparó en un lapso corto, de cero a comienzos de 2009 a más de US\$100.000 millones en el segundo trimestre (una tasa anual de más de US\$400.000 millones). (Aunque el estímulo terminará pronto, frenando el crecimiento económico).

Quienes sostienen que la ARRA fracasó porque no mantuvo el desempleo por debajo del 8% olvidan que esa cifra ya había sido superada cuando se aprobó la ley (algo que solo se supo después, debido al rezago de los datos), y que la mayoría de los analistas privados nunca previó una desaceleración tan grave. Es más, este error hace pensar que el estímulo debía haber sido aún más fuerte.

La magnitud del impacto económico

Para medir el impacto económico del estímulo fiscal y las políticas financieras, como el Programa de Rescate de Activos en Dificultades y la expansión cuantitativa de la Fed, se aplicó el modelo de Moody's Analytics a cuatro escenarios de la economía estadounidense:

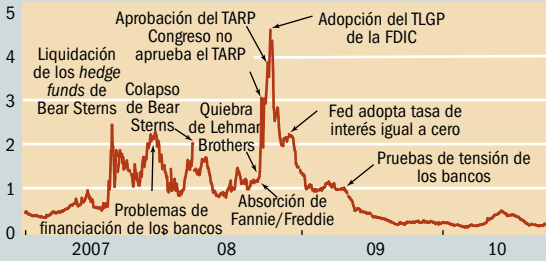
- No. 1: Incluye todas las políticas.
- No. 2: Incluye el estímulo fiscal pero no las políticas financieras.
- No. 3: Incluye las políticas financieras pero no el estímulo fiscal.
- No. 4: Excluye todas las medidas de política.

Gráfico 1

Sofocar el pánico

Tras el colapso de Lehman Brothers, el diferencial entre las tasas de las letras del Tesoro de Estados Unidos y las del crédito privado (como la LIBOR) se disparó, un síntoma de pánico entre los inversionistas. Los diferenciales se redujeron una vez que se aplicaron programas de apoyo.

(diferencia entre el rendimiento de la tasa LIBOR a tres meses y las letras del Tesoro de Estados Unidos, puntos porcentuales)



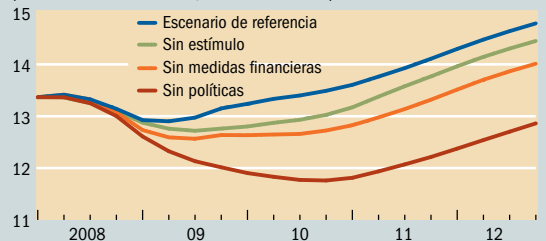
Fuentes: Reserva Federal de Estados Unidos y Moody's Analytics.
Nota: LIBOR es la tasa interbancaria de oferta de Londres; TARP es el Programa de Rescate de Activos en Dificultades; FDIC es la Corporación Federal de Garantía de Depósitos; TLGP es el Programa Provisional de Garantía de Liquidez.

Gráfico 2

Evaluación de la política de Estados Unidos

La economía de Estados Unidos, medida según el PIB, está en una situación mucho mejor gracias a las políticas de respuesta frente a la Gran Recesión. De no haberse adoptado esas políticas, la recesión persistiría hasta ahora.

(PIB real de Estados Unidos, billones de dólares)



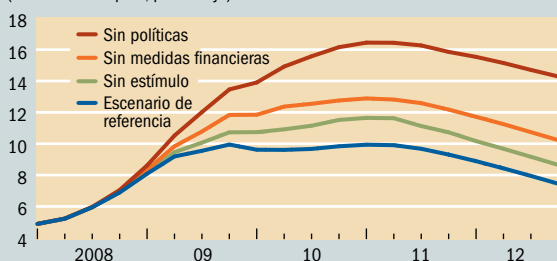
Fuentes: Oficina de Análisis Económico de Estados Unidos y Moody's Analytics.
Nota: En el gráfico se estima el PIB en cuatro escenarios: referencia (incluye medidas de estímulo y de apoyo financiero); sin políticas (el gobierno no tomó ningún tipo de medidas); sin medidas financieras (solo se proporcionó un estímulo fiscal); y sin estímulo (solo se proporcionó apoyo financiero).

Gráfico 3

El desempleo hubiera sido mayor

Si las autoridades no hubieran tomado medidas, el desempleo habría ascendido a casi 17% y habría superado el 14% a finales de 2012.

(tasa de desempleo, porcentaje)



Fuentes: Oficina de Análisis Económico de Estados Unidos y Moody's Analytics.
Nota: En el gráfico se estima el desempleo en cuatro escenarios: referencia (incluye medidas de estímulo y de apoyo financiero); sin políticas (el gobierno no tomó ningún tipo de medidas); sin medidas financieras (solo se proporcionó un estímulo fiscal); y sin estímulo (solo se proporcionó apoyo financiero).

Las diferencias entre el escenario de referencia y el escenario 4 representan los resultados centrales; es decir, el impacto estimado de todas las políticas antirrecesión. Los escenarios 2 y 3 permiten analizar el efecto individual del estímulo fiscal y de las iniciativas financieras. Todas las simulaciones empiezan en el primer trimestre de 2008, junto con la Gran Recesión, y terminan en el cuarto trimestre de 2012. No se consideró explícitamente el efecto que tuvieron en la economía estadounidense las importantes medidas antirrecesión aplicadas en gran parte del resto de los países.

La estimación del impacto económico de las políticas es un ejercicio econométrico contrafáctico. El PIB, el empleo y otras variables se estiman mediante una representación estadística de la economía estadounidense basada en relaciones históricas, concretamente, el modelo de Moody's Analytics, usado habitualmente para elaborar pronósticos, analizar escenarios y cuantificar el efecto de las políticas fiscales y monetarias.

Las técnicas de modelización de las políticas *fiscales* son sencillas y de uso generalizado desde hace muchos años. Si bien el estímulo fiscal fue masivo, la mayoría de los instrumentos (recortes tributarios, medidas de gasto) fueron convencionales.

Pero para modelizar la amplia gama de políticas *financieras* —la mayoría de ellas sin precedentes y heterodoxas— es necesaria cierta creatividad, y eso obligó a adoptar algunos importantes supuestos simplificadores. Básicamente, las políticas se consideraron mecanismos para reducir tres *diferenciales de crédito* concretos del modelo: entre la tasa interbancaria de oferta de Londres (LIBOR) a tres meses y la tasa de letras del Tesoro de Estados Unidos a tres meses; entre las hipotecas a tasa fija y los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años; y entre los bonos inferiores a grado de inversión y los bonos del Tesoro de Estados Unidos. Los tres diferenciales aumentaron de forma alarmante durante la crisis, pero descendieron tras la toma de las medidas (gráfico 1). La pregunta clave es en qué grado ese descenso es atribuible a las políticas, y para eso se asumieron diferentes supuestos.

Los resultados de la simulación

En el escenario de referencia, que incluye todas las políticas financieras y fiscales, la recuperación que comenzó hace más de un año continuará intacta. El PIB real, que se contrajo 2,4% en 2009, se expande 2,7% en 2010 y 3% en 2011, con una media de casi 75.000 y 175.000 empleos creados en 2010 y 2011, respectivamente. El desempleo aún ronda el 10% a finales de 2010, pero se aproxima a 9,5% a finales de 2011.

En el escenario en que no se aplica ninguna política, la desaceleración continúa en 2011. El PIB cae estrepitosamente, casi un 12% entre sus puntos máximo y mínimo, frente a la cifra real de alrededor de un 4%. Se perderían en total unos 16,6 millones de empleos, o prácticamente el doble de los que se perdieron en realidad, y la tasa de desempleo alcanzaría un máximo de 16,5%. Con una clara deflación de precios y salarios en 2009–11, este sombrío escenario se asemejaría a una depresión como la de los años treinta.

Las *diferencias* entre el escenario de referencia y uno carente de medidas de política son enormes (gráficos 2–4). En 2011, el

PIB es US\$1,8 billones (15%) mayor gracias a las políticas, hay casi 10 millones de puestos de trabajo adicionales y la tasa de desempleo es aproximadamente unos 6½ puntos porcentuales más baja. La tasa de inflación es unos 3 puntos porcentuales más alta (aproximadamente 2% en lugar de -1%). Es decir, se evita la depresión.

Los otros dos escenarios ayudan a determinar el grado en que este gigantesco efecto se debe a los esfuerzos del gobierno por estabilizar el sistema financiero y al estímulo fiscal.

Las políticas financieras fueron más importantes que las fiscales. En el escenario que solo incluye un estímulo fiscal, la recesión recién estaría llegando a su fin, el PIB real habría caído un 6% y se habrían perdido unos 12 millones de puestos de trabajo, y la tasa de desempleo habría subido hasta aproximadamente 13%.

Las enormes *diferencias* entre el escenario de referencia y el que excluye las medidas financieras son una estimación de los efectos combinados de varias políticas destinadas a estabilizar el sistema financiero. En 2011, el PIB real es casi US\$800.000 millones (6%) mayor gracias a las políticas, y la tasa de desempleo es casi 3 puntos porcentuales más baja. En el segundo trimestre de 2011 —cuando los efectos son más fuertes— las políticas de rescate financiero permiten salvar casi 5 millones de empleos.

En el escenario que incluye solo las políticas fiscales, la recesión termina en el cuarto trimestre de 2009 y se observa una expansión muy lenta hasta mediados de 2010. Las pérdidas desde el punto máximo al mínimo habrían sido de más del 5% en el PIB real y más de 10 millones de puestos de trabajo. La economía finalmente empezaría a afianzarse a comienzos de 2011, pero con un desempleo de casi 12%.

Las *diferencias* entre el escenario de referencia y el que excluye el estímulo fiscal ilustran el efecto estimado del estímulo, gracias al cual el PIB real es aproximadamente US\$460.000 millones mayor (más del 6%) en 2010 (cuando los efectos son

más intensos), se crean 2,7 millones de empleos y la tasa de desempleo es casi 1,5 puntos porcentuales más baja.

El efecto *combinado* de las políticas financieras y fiscales es mayor que la suma de los efectos aislados. La razón es que las políticas tienden a reforzarse mutuamente. Un ejemplo sencillo (de entre muchos) es que al mantener las tasas de interés constantes la Fed potencia el efecto del multiplicador fiscal.

El “laissez-faire” no es una opción

El pánico financiero y la Gran Recesión asestaron golpes durísimos a las economías de Estados Unidos y del mundo. En Estados Unidos aún hay unos 7,5 millones de puestos de trabajo menos que durante el máximo previo a la recesión, y la tasa de desempleo permanece por encima del 9%. El deterioro de la salud fiscal del país es igual de desconcertante, con déficits presupuestarios sin precedentes de casi US\$1,4 billones en los ejercicios 2009 y 2010, derivados de la recesión y del costo de las múltiples políticas del gobierno.

Es lógico que estos hechos den origen a críticas contra las medidas. Es imposible saber con certeza qué habría sucedido si las autoridades hubieran actuado de otra forma. Nuestras estimaciones son solo eso: estimaciones. También es fácil criticar la necesidad de ciertas decisiones, como el rescate de los bancos y los fabricantes de automóviles, o el crédito tributario a la vivienda para personas que de todos modos iban a adquirir casas. Las dudas son innumerables.

Algunas de estas y otras cuestiones deben analizarse minuciosamente, pero creemos que la inacción no era una alternativa. Sin medidas, la situación económica y de las finanzas pública hubiera sido mucho peor. A nuestro juicio, el Presidente de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal de Estados Unidos, Ben Bernanke, probablemente acertó al decir que, “en octubre [de 2008] estuvimos al borde de la Depresión 2.0” (Wessel, 2009).

El TARP no ha sido un éxito rotundo, pero fue crucial para estabilizar el sistema financiero y poner fin a la recesión. El estímulo fiscal también tuvo sus deficiencias, pero sin él la economía quizás aún estaría en recesión. A la larga, los contribuyentes pagarán una factura alta por todas estas medidas, pero nunca tan alta como la que la mayoría temía o como la que se habría generado si las autoridades no hubieran hecho nada. Si las políticas en su conjunto evitaron una nueva depresión, en nuestra opinión su costo está más que justificado. ■

Alan S. Blinder es profesor de Economía en la Universidad de Princeton y Mark Zandi es Director de Moody's Analytics.

Este artículo se basa en el estudio de los autores titulado “How the Great Recession Was Brought to an End”, publicado el 28 de julio de 2010, y disponible en www.dismal.com/mark-zandi/documents/End-of-Great-Recession.pdf

Referencia:

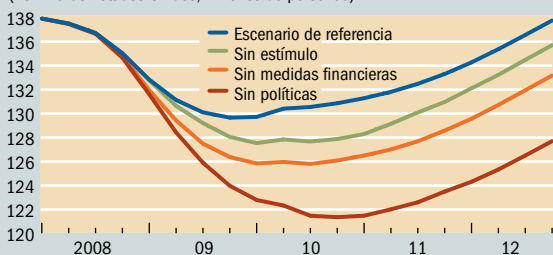
Wessel, David, 2009, “Inside Dr. Bernanke’s E.R.”, The Wall Street Journal, 24 de julio.

Gráfico 4

Más empleo

Gracias a las medidas financieras y fiscales, están empleadas un número mucho mayor de personas del que estarían si no se hubieran adoptado esas medidas.

(nómina de Estados Unidos, millones de personas)



Fuentes: Oficina de Estadísticas del Trabajo de Estados Unidos y Moody's Analytics.
 Nota: En el gráfico se estima el empleo en cuatro escenarios: referencia (incluye medidas de estímulo y de apoyo financiero); sin políticas (el gobierno no tomó ningún tipo de medidas); sin medidas financieras (solo se proporcionó un estímulo fiscal); y sin estímulo (solo se proporcionó apoyo financiero).