

Ensayos Económicos

La contundente justificación para una normativa de apalancamiento más sólida y efectiva para los bancos

Anat Admati

Un análisis de los desequilibrios del tipo de cambio real argentino bajo cambios de régimen

Daniel Aromí y Marcos Dal Bianco

La reforma de la Reserva Federal de 2008: ¿La oferta de dinero es endógena o exógena?

Guillermo Gigliani

El concepto de probabilidad en la obra de Lord Keynes

Alberto Landro

71

Diciembre de 2014



La reforma de la Reserva Federal de 2008: ¿La oferta de dinero es endógena o exógena?

Guillermo Gigliani*

Universidad de Buenos Aires

Resumen

En las economías contemporáneas, el flujo de dinero está determinado por factores endógenos y exógenos. Esto significa que la oferta de base monetaria y de crédito bancario está impulsada por los requerimientos de fondos de las firmas para producir. Pero, al mismo tiempo, que el gobierno ejerce un manejo sobre aquellos flujos, de igual manera que lo hace con la tasa de interés o con otros instrumentos. Tal perspectiva ha sido defendida, desde hace tiempo, por Marx y por la Banking School. Esta visión del sistema del dinero se opone tanto a la idea de que su oferta es puramente exógena, como lo sostiene el monetarismo, o puramente endógena, de acuerdo a la concepción horizontalista. Varios hechos recientes confirman su dimensión exógena, hasta hace poco negada por varias corrientes, tales como las esterilizaciones masivas de los bancos centrales por compras de divisas o la reforma de la Reserva Federal de 2008. Esta última, introdujo lo que pasó a denominarse el principio del “desacople” o del “divorcio” de la tasa de interés y de la base monetaria (Keister y McAndrews, Borio y Disyatat, Lavoie). Esto es, la posibilidad de un manejo independiente sobre cada una de ellas. De esta forma, se ha reabierto el debate sobre el funcionamiento del dinero y, además, se asiste a replanteos por parte de varias escuelas teóricas.

Clasificación JEL: E42, E51, E58.

Palabras clave: bancos centrales, oferta de dinero y crédito, política monetaria, Reserva Federal.

* Agradezco los comentarios de dos referís anónimos de esta revista y los aportes recibidos de participantes en las VI Jornadas de Economía Crítica (JEC), realizadas en octubre de 2013 en la Universidad Nacional de Cuyo, a una versión previa de este trabajo. Las opiniones vertidas en el presente trabajo son del autor y no se corresponden necesariamente con las del BCRA o sus autoridades. Email: ggigliani@gmail.com.

The Reform of the Federal Reserve in 2008: Is the Money Supply Endogenous or Exogenous?

Guillermo Gigliani

University of Buenos Aires

Summary

In modern economies, the flow of money is determined by endogenous and exogenous factors. This means that the supply of monetary base and bank credit is driven by funding requirements of firms to produce. But, at the same time, it means that the government can influence those flows, just as it does with the interest rate or other instruments. Such a view has been advocated for some time by Marx and the Banking School. This vision of the monetary system is opposed to the idea that the money supply is purely exogenous, as argued by monetarism, or purely endogenous, according to the “horizontalist” conception. Several recent events, such as the massive central banks’ sterilizations of currency purchases or the reform of the Federal Reserve in 2008, confirm its exogenous dimension, recently denied by various streams. The Fed’s reform introduced what became known as the principle of “decoupling” or “divorce” of the interest rate and the monetary base (Keister and McAndrews, Borio and Disyatat, Lavoie). That is, the possibility of an independent management of each one. Thus, it has reopened the debate on the functioning of money and, also, stimulated the rethinking of the subject by various theoretical schools.

JEL: E42, E51, E58.

Keywords: central banks, Federal Reserve, monetary policy, money and credit supply.

I. Introducción

En las economías contemporáneas, la oferta de dinero está determinada por factores endógenos y exógenos. La primera dimensión se manifiesta en el hecho de que el flujo monetario se origina en el sistema de crédito, a partir de la demanda de fondos de las firmas para la producción.¹ Al mismo tiempo que los bancos comerciales extienden un préstamo a una firma, crean un depósito, esto es, generan nuevo dinero. Por otra parte, los gobiernos poseen la capacidad de ejercer políticas activas en los mercados financieros tendientes a impulsar o a frenar el ciclo económico. Esto significa que la oferta de dinero también está sometida a una instancia estatal. Varios mecanismos adoptados por los bancos centrales, como la esterilización por sus compras de divisas o la reforma de la Reserva Federal estadounidense de 2008, para controlar la expansión de su liquidez, constituyen una evidencia de ese tipo de intervención. La idea de que el dinero combina ambas dimensiones nace en la Banking School y en Marx, y ha sido desarrollada, entre otros, por Duménil y Lévy (1996, 154) y Moudud (1998, 11).

Frente a este enfoque, existen visiones alternativas que postulan una causalidad unilateral de la oferta, ya sea de carácter exógeno o endógeno. La escuela monetarista, defendida por Ricardo y difundida por Milton Friedman a mediados del siglo XX, encarna la primera de estas orientaciones. Para estos autores, el gobierno tiene la capacidad suficiente para manejar, de manera autónoma, la cantidad de dinero que existe en un país. Ello es así, porque el banco central emite, en forma directa, el circulante y, además puede controlar el volumen de créditos y depósitos creado por los bancos comerciales, mediante diversos instrumentos. Esta es la concepción del multiplicador y de la base monetaria, que es el soporte teórico para explicar la oferta de dinero en los textos actuales de macroeconomía.

En las últimas décadas, la influencia de la corriente monetarista sufrió un decisivo retroceso por su dificultad en reconocer el carácter inestable del dinero, un rasgo que se vio acentuado por la acelerada internacionalización de las finanzas. Los nuevos-keynesianos, que representan hoy la corriente teórica dominante en el mundo neoclásico, llevaron adelante una crítica contra la idea de la estabilidad monetaria, que había sido postulada por Friedman (Galí y Gertler, 2007, 27; Woodford, 2003, 48).

¹ Los bancos no sólo extienden crédito a las firmas sino que también lo hacen a las familias, al gobierno y se otorgan préstamos entre sí. Por su parte, el destino de los fondos otorgados puede ser la producción, el consumo o la compra de activos financieros.

Los horizontalistas poskeynesianos encarnan la visión opuesta a la monetarista, ya que defienden una visión endógena pura (Lavoie, 1992, 149 y ss.).² Para esta corriente, la oferta de dinero está determinada por la demanda de préstamos de las firmas para producir. Los bancos comerciales satisfacen este requerimiento y, como sostiene Kaldor, el banco central no tiene otra alternativa que convalidar esa respuesta, porque de negarse a hacerlo trastocaría el funcionamiento normal del sistema crediticio. Para muchos horizontalistas, el banco central puede controlar el espectro de las tasas de interés de la economía a través de su tasa de corto plazo, puesto que los bancos fijan un *mark up* constante sobre aquella tasa. Con el curso del tiempo, algunos autores de esta corriente modificaron esta visión, admitiendo que los bancos comerciales pudieran adoptar un *mark up* flexible (Palley, 2010, 5). Sin embargo, todos ellos coinciden en desechar la utilización de la base monetaria como una variable instrumental y en sostener que sólo es posible intervenir mediante la fijación de la tasa de interés de corto plazo (Lavoie 2003, 215).³ Los horizontalistas y los nuevos-keynesianos coinciden, con enfoques distintos, en el carácter endógeno de la oferta de dinero y también están de acuerdo en otro punto sustancial. Para ambas corrientes, la base monetaria no constituye una variable operativa de los bancos centrales, que sólo tienen la posibilidad de fijar la tasa de interés.

En la realidad de todos los días, el proceso de creación de dinero dista de tener un funcionamiento tan elemental como el sugerido por monetaristas, horizontalistas y otras corrientes. En los distintos países, los bancos centrales se proponen alcanzar varios objetivos a la vez, tal como el crecimiento del empleo o de la producción o el control de la inflación y, por esta razón, utilizan diversos instrumentos en forma conjunta. Por consiguiente, la tasa de interés no es la única variable operativa del sistema. En los distintos países, los gobiernos se proponen diversas metas y para alcanzarlas, se ven en la necesidad de acudir, según la vieja recomendación de Tinbergen, a tantos instrumentos como objetivos se tracen (Michl, 2006, 1).

En este sentido, en 2008, la Reserva Federal introdujo una reforma que le permitió ejercer el control simultáneo de la base monetaria y de la tasa de *federal*

² La corriente horizontalista recibe esta denominación debido a que postula la existencia de una oferta monetaria horizontal, plenamente acomodante. Sus autores sostienen que, en condiciones normales, el banco central y los bancos comerciales suministran toda la oferta de dinero que es requerida por el sector privado, a una tasa de interés fija.

³ Pero, a partir de la crisis mundial de 2008, muchas de estas afirmaciones entraron en un fuerte replanteo dentro de esa escuela (Lavoie, 2010, 11).

funds. En el momento más álgido de la crisis mundial, ese organismo llevó a cabo un dramático salvataje, suministrando enormes cantidades de fondos a las instituciones financieras. A fin de llevar adelante esa expansión y, al mismo tiempo, de asegurarse que su tasa de interés no cayera por debajo de un determinado nivel por un exceso de liquidez, dispuso remunerar los encajes obligatorios y excedentes de los bancos comerciales, por primera vez en su historia. Expresado en términos concretos, la Reserva Federal implementó un sistema para controlar, al mismo tiempo, la base monetaria y la tasa de interés. Este régimen denominado de “desacople” (Lavoie, 2010, 11; Borio y Disyatat, 2009, 10) o de “separación” (Keister y McAndrews, 2009, 9), ya era aplicado en Nueva Zelanda y Noruega.

Un segundo aspecto a considerar es que, en los últimos años, la tasa de interés de corto plazo de los bancos centrales perdió toda posibilidad de acción efectiva cuando, en tiempos recientes, debió ser llevada a un nivel de cero, bajo la presión de tendencias deflacionistas en Japón, en EE.UU. y en otros países avanzados.⁴ En estas condiciones, dejó de funcionar como una variable operativa. Otra evidencia de que la tasa de interés no es la única variable instrumental son las operaciones de esterilización de la base monetaria. En aquellos países que acumulan crecientes reservas externas, como China, los bancos centrales llevan a cabo grandes emisiones de la base para adquirir divisas a fin de mantener un tipo de cambio competitivo y neutralizan esa expansión colocando títulos en los bancos comerciales (Lavoie, 2003, 228; Bofinger, 2001, 388).

El presente texto está estructurado en el siguiente orden. Tras esta introducción, en la sección segunda, se expone conceptualmente el tema de las variables operativas o instrumentales. En la tercera, se examinan los límites de la tasa de interés, que hasta hace poco era considerada la única variable operativa. La sección cuarta analiza la reforma de la Reserva Federal de 2008, que muestra la apreciable capacidad que tiene el gobierno para el manejo de la base monetaria. La consideración de esta última variable —en términos muy diferentes a los postulados por el monetarismo— muestra que, bajo el capitalismo, la gestión del dinero y del crédito es llevada a cabo con varios instrumentos. En quinto lugar, se discute el nuevo sistema estadounidense de remuneración de los encajes bancarios y sus efectos sobre la economía de ese país (Pollin, 2012, 5; Palley 2010, 3). También se hace referencia a las recientes reconsideraciones de los poskeynesianos horizontalistas sobre su propia concepción de la oferta de dine-

⁴ En Japón, rigió la tasa cero de mercado durante más de una década.

ro (Lavoie, 2010, 18). En la última sección se desarrollan algunas conclusiones sobre teoría y política monetaria.

II. Las variables operativas en el sistema monetario

Antes de considerar el tema específico de las variables operativas, resulta importante contar con una perspectiva general de cómo funciona el sistema bancario. La circunstancia de que los bancos centrales dispongan de varios instrumentos para manejar el régimen monetario y crediticio no significa que se esté frente a una tarea sencilla. Todos los gobiernos, incluso los partidarios de las políticas del *laissez faire*, funcionan con bancos centrales que son instituciones dotadas de amplios poderes. Aun así, en todos los países, el manejo del dinero por esos organismos es un asunto complejo, que se encuentra expuesto a los cambios súbitos generados por el comportamiento de los bancos comerciales y de los demandantes de activos financieros.

En la visión de Marx, estas dificultades se explican, en primer lugar, por la naturaleza descentralizada y sin coordinación de la economía capitalista, cuyos mercados no están sujetos a plan alguno sino que se desenvuelven a través de continuos episodios de excesos de oferta y de demanda (Shaikh, 1991, 225). Estos desequilibrios se manifiestan, también, en los circuitos financieros, en los cuales los ajustes suelen ocurrir con suma volatilidad. Debido a ello, la programación monetaria adoptada por los bancos centrales está expuesta a frecuentes revisiones y rectificaciones (Moudud, 1998, 21). La financiarización, que se desarrolló durante la etapa neoliberal, con su profusión de nuevos mercados y nuevos instrumentos (derivados, préstamos securitizados), ha aumentado estas dificultades. Las complicaciones son todavía mayores en las economías sometidas a fugas de capitales, como ocurre en los países dependientes y, hoy, en la periferia de la Unión Europea.

Estos problemas suceden en épocas normales y se tornan inmanejables cuando estalla la crisis. En el momento en que los desequilibrios alcanzan determinadas proporciones, ninguna acción del gobierno puede frenar la desvalorización de los capitales monetarios y la ola de caída de firmas productivas y bancarias. En setiembre de 2007, los mercados financieros entraron en un tembladeral y, a pesar de que los bancos centrales usaron todo su poder de fuego para torcer ese rumbo, un año después sobrevino la debacle mundial con la caída del Lehman

Brothers. Las crisis capitalistas y, en particular, las crisis estructurales, estallan sin que los gobiernos puedan impedir las aunque recurran a todo tipo de políticas (Duménil y Lévy, 2011, 19).

Cabe destacar que este trabajo se centra en los problemas de la oferta de dinero del sector bancario. No encara, por lo tanto, el estudio del sistema financiero en su totalidad. En Taylor (2010, 132) puede encontrarse una formalización de este sistema ampliado, integrado por el segmento bancario y por los distintos mercados de capitales. Mehrling (2011, 93), a su vez, muestra las conexiones que existen entre el mercado bancario y los circuitos de capitales y la dinámica cobrada por estos últimos. Esta perspectiva de considerar el sistema de las finanzas en su conjunto, arranca en Marx (1985, 326-528) que estudia el funcionamiento de los depósitos y préstamos bancarios y de los distintos activos financieros como títulos, bonos y acciones.

II.1. Las variables operativas: su eficacia y sus límites

El banco central cuenta con tres variables operativas o instrumentales para manejar el sistema financiero: 1) la tasa de interés de corto plazo, 2) la base monetaria y, 3) el tipo de cambio nominal.⁵ En la teoría, siempre hubo consenso sobre la existencia de las dos primeras variables, la tasa de interés y la base monetaria (Mishkin, 2009, 410; Walsh, 2003, 432 y ss.). Sin embargo, desde hace una década y media, el tipo de cambio nominal pasó a ser ampliamente usado por muchos países, sobre todo, por aquellos que siguen políticas de acumulación de reservas internacionales (Bofinger, 2001, 388 y ss.; Lavoie, 2003, 217). Los gobiernos disponen, también, de otras herramientas y regulaciones (encajes, capitales mínimos, disposiciones sobre préstamos y divisas, etc.). Pero, a diferencia de estas últimas, las variables operativas se caracterizan por ser instrumentos sobre las cuales la autoridad económica puede ejercer un uso diario.

¿Qué significado concreto posee el concepto variables operativas? Se trata de aquellas variables económicas sobre las cuales el banco central cuenta con una cierta capacidad de acción o de administración. Así, este organismo se encuentra en condiciones de fijar la tasa que cobra por los préstamos de liquidez que

⁵ Cabe señalar que sólo la base monetaria constituye una variable operativa para el banco central. En cambio, la cantidad de dinero no tiene tal carácter por cuanto su magnitud está determinada, en forma directa, por la demanda del sector privado. A veces, por razones de simplicidad, en la literatura se hace una referencia a esta última variable, pero en la práctica de los bancos centrales, las metas cuantitativas se refieren sólo a la base (o algún componente de la base).

otorga a los bancos comerciales. Asimismo, puede expandir o contraer la base monetaria y, finalmente, puede influir sobre el nivel del tipo de cambio nominal, a través de la compra o venta de divisas en los mercados. Por lo general, estas acciones las lleva a cabo fijando ciertas metas, como un valor dado de la tasa de interés o del tipo de cambio o un crecimiento específico de la base. El criterio para determinar el éxito de sus objetivos no siempre puede establecerse comprobando si la meta propuesta se cumplió. Por ejemplo, la eficacia de la tasa de interés fijada por el gobierno sólo puede ser comprobada verificando si efectivamente ejerce o no una influencia sobre el resto de las tasas del sistema financiero. En todos estos casos, se está siempre frente a una capacidad limitada e imperfecta, y estas dificultades para alcanzar las metas son comunes a las tres variables operativas.

II.2. La teoría económica y las variables operativas

Durante inicios de los setenta, la teoría económica siguió las ideas de William Poole quien afirmaba que los bancos centrales disponían de sólo dos variables operativas: 1) la tasa de interés y, 2) la base monetaria. Poole sostenía, además, que estas variables podían ser utilizadas con carácter excluyente y no, en forma simultánea. Esto es, si el banco central fijaba la tasa de interés no podía lograr el control de la base y, viceversa (Bofinger, 2001, 116).

La decisión de elegir una u otra variable operativa podía estar sujeta a consideraciones técnicas o políticas. En relación con estas últimas, los keynesianos eran partidarios de la tasa de interés, a fin de asegurar un costo del crédito compatible con la actividad productiva. Por su parte, los monetaristas recomendaban las metas de crecimiento de la base monetaria, para poder regular su volumen y evitar la inflación. Sin embargo, esta polarización no agota todas las posibilidades. Por ejemplo, durante la llamada edad de oro del capitalismo, en los países con crédito dirigido —Francia, Japón, entre ellos— los gobiernos evaluaban el éxito de este sistema, mediante un monitoreo de la base —en particular, del descuento— y de las distintas clases de préstamos (Pollin, 1993, 332). La regulación a cargo de los bancos centrales difícilmente pueda ser llevada con cierto grado de eficacia sin tomar en cuenta la evolución de los agregados crediticios o de determinados componentes de la base (Loranger, 1989, 105).

En la década del ochenta, la opción entre la tasa de interés y la base sufrió un drástico vuelco en favor de la primera de ellas, por dos razones. Por un lado, mu-

chos bancos centrales que habían adoptado metas monetarias vieron continuamente entorpecida su tarea por la gran inestabilidad de sus sistemas financieros, cada vez más mundializados y alterados por periódicas entradas y salidas de capitales del exterior. Esto hizo que la teoría económica empezara a desechar la idea de que la base fuera una variable operativa confiable, aun cuando los bancos centrales siguieran interviniendo en los mercados de liquidez primaria, expandiéndola o contrayéndola.

La otra razón se vincula con las características mismas de la tasa de interés como variable operativa. Para los hombres de las finanzas, este sistema tenía la enorme ventaja de que la intervención del gobierno se reducía a fijar la tasa de corto plazo en un solo circuito, el de la liquidez, sin interferir en los restantes mercados. En otros términos, el nuevo sistema se correspondía con la potente ola de desregulación financiera impulsada desde Wall Street. En este clima, los nuevos-keynesianos aportaron el andamiaje teórico mediante una crítica a las ideas de Milton Friedman (no es posible controlar la base o el dinero) y la elaboración de modelos macroeconómicos en los cuales la tasa de interés posee las propiedades de influir sobre la demanda agregada y, al mismo tiempo, de garantizar la estabilidad del sistema financiero. Este último efecto obedece a un principio muy simple. Si sube la tasa de inflación, el banco central debe incrementar su tasa de interés de corto plazo, para dominar el alza de los precios (Galí y Gertler, 2007, 35).⁶ Todo esto da por sentado, a su vez, la validez de la cuestionada teoría de las expectativas de la estructura temporal de las tasas de interés, para la cual en los distintos mercados financieros no puede haber desconexiones entre la tasa de corto y las de largo plazo. Los datos de la última década muestran que esa vinculación entre tasas de distinto período está muy lejos de verificarse (Duménil y Lévy, 2011, 199).

Para los horizontalistas, por su lado, el nuevo sistema se adecuaba a su concepción teórica: la oferta de dinero es endógena y el banco central sólo puede controlar la tasa de interés. Ello implica desechar la base monetaria como variable operativa. El hecho de señalar estas coincidencias no implica desconocer las diferencias existentes entre ambas corrientes porque los horizontalistas propician introducir reformas al capitalismo de libre mercado y, además, asignan un peso muy relevante a la política fiscal. En materia monetaria, su principal punto de conflicto con la ortodoxia nuevo-keynesiana es que la tasa de interés debe

⁶ Es la llamada "regla de Taylor", por su inspirador John Taylor, que propuso esta función de reacción del banco central.

garantizar el crecimiento del empleo y de la producción, en vez de ser usada sólo con un propósito antiinflacionario.

Por otra parte, dentro de la propia escuela poskeynesiana existe una divergencia en torno a esta cuestión. Mientras los horizontalistas sostienen que el banco central sólo puede controlar la tasa de interés de corto plazo, los llamados estructuralistas, como Pollin (1993, 332 y 22) y Palley (2001, 15) afirman que el manejo de la oferta monetaria no puede quedar librado a la fijación de ese solo instrumento sino que requiere contar con el uso de otras herramientas.

III. El papel de la tasa de interés en la teoría reciente

A partir del marco general recién expuesto, se examinará el alcance y las limitaciones de la tasa de interés como variable operativa, poniendo énfasis en las recientes reformas del banco central estadounidense de 2008. Como se señaló, este análisis se circunscribe a las variables operativas y no aborda problemas más generales del control del dinero, que hoy están en discusión en el capitalismo. Uno de ellos es la necesidad de que, aún en el actual contexto de globalización, los gobiernos —sobre todo, en los países dependientes— retomen el manejo de la balanza de capitales. El segundo, es el debate sobre el crédito dirigido, que es impulsado desde hace décadas por los poskeynesianos estructuralistas. Tampoco se analizarán otras medidas de intervención directa como la fijación de la tasa de interés para préstamos o depósitos y las operaciones de divisas de los bancos centrales.

III.1. Los límites de la tasa de interés como variable operativa

Primero, veamos las fuertes dificultades enfrentadas por la tasa de interés que, de acuerdo a los nuevos-keynesianos y horizontalistas, constituiría la única variable operativa.⁷ En la última década, varios países avanzados se vieron afectados, en diverso grado, por tasas de inflación cercanas a cero o por tendencias deflacionistas y ello impulsó a los bancos centrales a reducir a cero su tasa de interés de corto plazo. En el momento en que los precios nominales empiezan a descender, una tasa de referencia de cero da lugar a una tasa de interés real positiva cuyo valor aumenta con la deflación (Bernanke y Reinhart, 2004, 85).⁸

⁷ Los horizontalistas consideran que el tipo de cambio nominal es una segunda variable operativa en los países dependientes.

⁸ En este caso, estaríamos frente a un accionar procíclico del banco central.

Otro factor adverso fue que, en estos mismos años, en los Estados Unidos se verificó una divergencia entre la evolución de tasa de interés de *federal funds* y de las diferentes tasas del sistema financiero. En varias ocasiones, la Reserva Federal redujo la tasa de corto plazo y encontró como respuesta una suba de los rendimientos de los diversos activos del mercado. Esto afectó, en particular a las tasas de largo plazo, que son las que influyen sobre la inversión reproductiva (Pollin, 2008, 8). Una cosa es que la autoridad monetaria pueda fijar su tasa de referencia y otra distinta, es que esa decisión ejerza una influencia efectiva sobre el costo del crédito.⁹

Estas dificultades de la tasa de interés de corto plazo para influir sobre el sistema, esto es, para actuar como una variable operativa, plantean un grave problema teórico, de un carácter similar al que afectó a los monetaristas a fines de los años setenta, por la inestabilidad de la cantidad de dinero. A pesar de la seriedad del problema, los nuevos-keynesianos y los horizontalistas nunca sometieron esta cuestión a una crítica teórica y, hasta la explosión de la crisis de 2008, continuaron considerando a la tasa de referencia como la única variable operativa.

El último traspie serio con la tasa de interés tuvo lugar cuando, durante la crisis de 2008, el gobierno de EE.UU. sencillamente perdió el control de su propia tasa objetivo. Este problema se vincula al hecho particular de que la tasa efectiva de *federal funds* no es fijada directamente por la Reserva Federal sino que se determina en el mercado de préstamos interbancarios, bajo el efecto de las inyecciones y reducciones de liquidez por parte de aquélla.¹⁰ Esto es, el banco central establece la tasa de corto plazo de forma indirecta, a diferencia de lo que ocurre en la mayoría de los países. Dados los elevados volúmenes que se suministraron a fines de 2008, en determinados períodos, la tasa interbancaria efectiva a la que se transaban esos fondos se ubicó por debajo de la tasa objetivo de la Reserva Federal. Entre octubre y diciembre de 2008, mientras esa tasa fue fijada en el 1,5%, el rendimiento de los *federal funds* llegó a oscilar entre el 0,67% y el 1,04%, bien por debajo del valor de referencia (Lavoie, 2010, 7 y ss.).

⁹ Esta conexión es postulada por la teoría de las expectativas de la estructura temporal de las tasas de interés.

¹⁰ En los EE.UU., la Reserva Federal inyecta o contrae la base monetaria a fin de mantener la tasa de interés deseada y ello exige una intervención activa de ese organismo. En otros sistemas, como el de la Unión Europea, los mecanismos de asistencia financiera funcionan de manera distinta y ello establece diferencias en el tipo de intervención de los bancos centrales. Lo propio ocurre en los regímenes basados en el redescuento.

IV. La reforma de la Reserva Federal en 2008 y el uso de la base monetaria

A pesar de la dificultad mencionada en la sección previa, durante el período de crisis el gobierno de EE.UU. continuó inyectando en el sistema financiero todo el volumen necesario de liquidez para impedir el hundimiento de bancos y empresas. La Reserva Federal es el prestamista de última instancia y, en medio del colapso financiero, posibilitó que los bancos comerciales pudieran cancelar sus deudas recíprocas en el mercado interbancario, sin verse obligados a conseguir esos recursos a través de la cancelación de los préstamos otorgados a las firmas y a las familias. Además de los bancos, las restantes instituciones financieras recibieron este auxilio. La expansión de liquidez jugó un papel decisivo para que la economía de EE.UU. frenara su desplome. Entre setiembre y diciembre de 2008, el aumento de la base —denominado “*quantitative easing*”— determinó que los encajes bancarios totales subieran de 45.000 a 860.000 millones de dólares.¹¹ A mediados de 2011, esos fondos en poder de los bancos habían alcanzado los 1,6 billones de dólares, esto es, el equivalente al 10% del PBI estadounidense, un porcentaje sin precedentes en las estadísticas monetarias de ese país (Pollin, 2012, 2).

Para llevar a cabo este suministro de grandes cantidades de base monetaria, la Reserva Federal introdujo, a fines de 2008, una innovación sustancial en su sistema de regulación, al disponer la remuneración de todos los encajes —obligatorios y excedentes— de los bancos comerciales. El nivel de esa remuneración es la tasa de interés de *federal funds*, que es la que rige en el mercado de préstamos interbancarios o se ubica en un nivel muy cercano a ella.¹² El régimen puesto en práctica había sido aprobado por el congreso en 2006. A pesar de que debía entrar en vigencia en 2011, se implementó en forma anticipada, no bien estalló la crisis.

El sistema de pagar intereses sobre los encajes tuvo por objetivo asegurar que ningún banco comercial con fondos excedentes en su poder, saliera a ofrecerlos en el mercado de *federal funds*, o en cualquier otro mercado, a una tasa inferior a la fijada por el gobierno, por la sencilla razón de que conservándolos ociosos en sus activos, habría de recibir esa tasa oficial. Esto es, el nuevo sistema de “divorcio” (Keister y MacAndrews, 2009, 9) o de “desacople” (Borio

¹¹ Hasta la quiebra del Lehman Brothers, la Reserva Federal había llevado adelante una política de liquidez, denominada “*qualitative easing*”, consistente en suministrar a los bancos títulos públicos de corto plazo, a cambio de los títulos de largo plazo que tenían las entidades.

¹² La remuneración de los encajes excedentes está algo por debajo de la que se paga sobre los legales.

y Disyatat, 2009, 10) permitió separar el comportamiento de la base monetaria y de la tasa de interés.

IV.1. El control de la base monetaria: no hay impactos sobre la tasa de interés

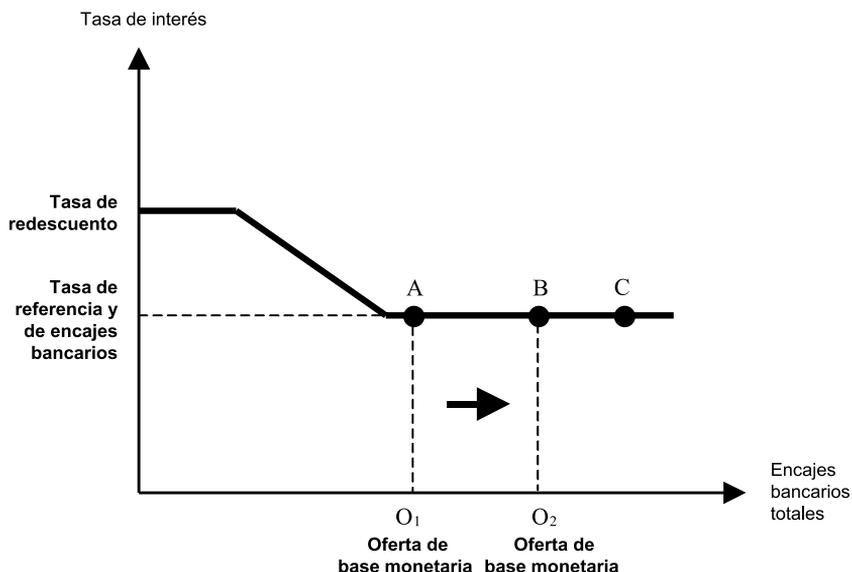
En cualquier economía, el flujo de base monetaria cumple dos fines, que son muy distintos entre sí. Primero, suministrar circulante a las familias y a las firmas. Segundo, proveer encajes a los bancos comerciales. Con relación a esta última función, en los EE.UU., la oferta de base se desenvuelve en el mercado privado interbancario de *federal funds*, en el cual las entidades se prestan entre sí sus saldos sobrantes (depósitos en el banco central) y la Reserva Federal regula la tasa de interés, a través de inyecciones o de contracciones de la liquidez. El gráfico 1 exhibe la curva de demanda de encajes totales (obligatorios y excedentes) de los bancos comerciales. Esta curva de demanda no tiene, en todo su trayecto, la pendiente negativa habitual, sino que comprende, además, dos tramos horizontales. El tramo superior horizontal está dado por la tasa de redescuento del banco central. De esta forma, el gobierno asegura que en el mercado de encajes rija un tope máximo para el costo de la liquidez, que no puede ser traspasado.¹³

A su vez, la innovación introducida en 2008 consistió en fijar una tasa mínima de interés en ese mercado a fin de garantizar que los bancos no efectúen operaciones de préstamos por debajo de ese nivel. Ello da lugar al tramo horizontal inferior de la curva de demanda. La Reserva Federal remunera mediante esa tasa todos los encajes que mantengan los bancos comerciales. En estas condiciones, ningún banco verá conveniente prestar fondos a otro agente cuando puede obtener el mismo rendimiento, manteniéndolos en su poder.¹⁴

¹³ Los bancos siempre preferirán acceder al redescuento, antes que tener que pagar un costo más alto por la liquidez en otros mercados.

¹⁴ Para los bancos comerciales, un depósito en la Reserva Federal tiene una prima de riesgo igual a cero.

Gráfico 1 / Sistema de tasas de referencia “piso”



Para entender cómo funciona la “separación” entre las dos variables operativas, supongamos que la oferta de base monetaria O_1 vigente, resulte insuficiente debido a un súbito incremento de la demanda de los bancos comerciales, cuya curva aparece trazada en el gráfico 1, de acuerdo a las características recién descritas. Supongamos que la cantidad de base demandada por las entidades financieras aumentara del punto A al B. El banco central responde, frente a esta nueva situación, desplazando su oferta a O_2 , sin que ello provoque ningún efecto sobre la tasa de corto plazo, que continúa fijada al nivel de la tasa “piso”, que es, a la vez, la tasa de remuneración para los bancos y la tasa de referencia que el gobierno desea fijar en el sistema.¹⁵ Aunque este organismo decidiera incrementar todavía más el suministro de la base monetaria —por ejemplo, si la demanda de los bancos se corriera al punto C— ese aumento tampoco repercutiría sobre el nivel de la tasa de corto plazo.¹⁶

¹⁵ En el tramo horizontal inferior de la curva de demanda coinciden la tasa objetivo y la remuneración de los encajes. La Reserva Federal puede, sin embargo, establecer una diferencia entre ambas. También puede establecer diferencias entre la tasa de remuneración de los encajes obligatorios y los excedentes.

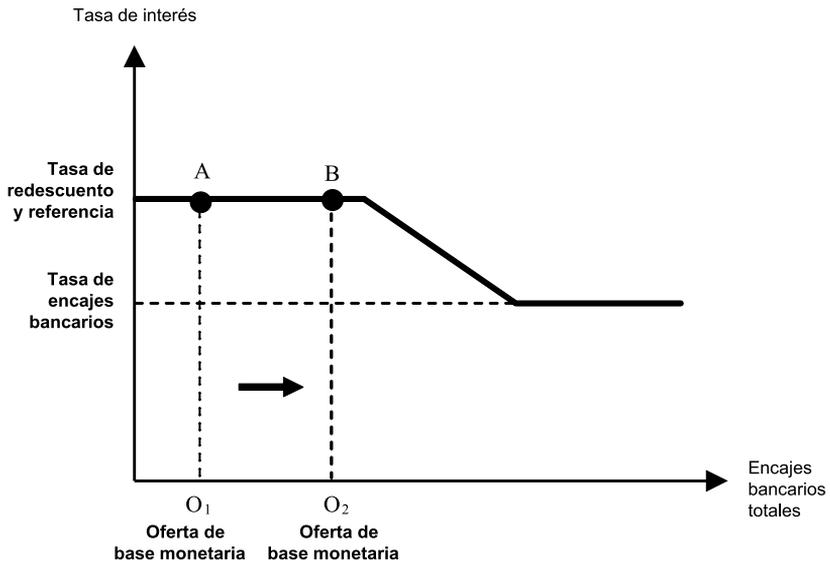
¹⁶ Naturalmente, si el desplazamiento de las curvas de oferta hubiera tenido lugar en la intersección con el tramo de pendiente negativa de la curva de demanda, el incremento de la base monetaria sí hubiera provocado un descenso de la tasa de interés.

El “desacople” de ambas variables refuerza considerablemente la capacidad que tienen los bancos centrales de manejar su oferta de base monetaria, sin verse afectados por una baja o una suba de la tasa de interés de corto plazo en el mercado. Este manejo implica que la oferta de base y de dinero posee una dimensión exógena, y ello permite al banco central administrarla de acuerdo a las necesidades de regulación de la economía. Cabe reiterar que el tomar en cuenta esta capacidad del gobierno no significa desconocer los importantes factores endógenos que afectan a la base monetaria (Gigliani, 2008, 12).¹⁷

IV.2. La “desconexión” con el redescuento

El sistema vigente en los Estados Unidos es el de la tasa “piso”, en el cual los encajes bancarios son remunerados a la misma tasa que rige la liquidez del mercado, esto es, la de *federal funds*. Alternativamente, existe un régimen de tasa “techo”, en el cual la tasa de liquidez o de redescuento se ubica en un nivel superior al de la tasa que remunera los encajes. A su vez, aquella tasa de liquidez sirve como la tasa de referencia que el gobierno desea establecer para el sistema monetario. Según Lavoie (2010, 10), este sistema de “techo” era usual en Europa continental antes del proceso de desregulación y en la mayoría de los países del mundo.

Gráfico 2 / Sistema de tasas de referencia “techo”



¹⁷ La base monetaria se encuentra afectada por requerimientos endógenos originados en el sector público, en los bancos y en el sector externo.

En los sistemas de redescuento, normalmente, los bancos comerciales tienen una posición deudora frente al banco central. Por otra parte, la existencia de una tasa de remuneración sobre el encaje de las entidades también asegura que la tasa de interés que el gobierno establece para el mercado no habrá de descender por debajo de ese nivel.

V. Las funciones de la base monetaria en el sistema económico

Las inyecciones de base monetaria efectuadas por los bancos centrales durante la crisis de 2008 y 2009 respondieron a su función de prestamista de última instancia. Sin embargo, varios autores consideran que el manejo de la base monetaria debería tener un carácter permanente y ser usado en tiempos normales. Esto es, la base debería ser una variable operativa en pie de igualdad con la tasa de interés (Borio y Disyatat, 2009, 21; Keister y MacAndrews, 2009, 4; Gagnon *et al.*, 2011, 17; Friedman, 2013, 14).

De esta forma, se dispondría de dos variables operativas. Una de ellas, la tasa de interés de corto plazo, es un instrumento que influye, al menos en parte, sobre dos componentes de la demanda agregada, la inversión y el consumo. Este efecto está contemplado en los modelos macroeconómicos poskeynesianos y nuevokeynesianos, en los cuales la demanda de la economía depende, en forma inversa, de la tasa de interés.

En cuanto a la base monetaria, su expansión o contracción no sólo condiciona la liquidez que existe en el mercado del dinero, sino que también puede ejercer influencias en el sistema de crédito, sobre todo, en el de largo plazo. Esta influencia es particularmente útil en aquellos países, como EE.UU. y Gran Bretaña, en los cuales los mayores volúmenes de préstamos se transan en los mercados de capitales no bancarios. Tal efecto podría ser alcanzado a través de las operaciones de mercado abierto, en la medida en que el banco central adquiera títulos públicos de largo plazo. En momentos de descenso del ciclo económico, la compra de esos activos financieros mediante emisión hará subir sus precios y bajar su tasa de interés. Además, esas transacciones pueden ser efectuadas en grandes cantidades porque el pago de una tasa de interés sobre los encajes (gráficos 1 y 2) asegura que las expansiones o contracciones no afectarán el nivel de la tasa de referencia que el gobierno decide fijar para la economía en su conjunto.

Para algunos autores (Gagnon *et al.*, 2011; 3; Friedman, 2013, 14), además, ese aumento del precio de los títulos de largo plazo podría inducir a los bancos comerciales a volcar una parte de su liquidez hacia los bonos privados de igual duración, cuyos precios quedarán comparativamente más bajos, a fin de obtener una ganancia financiera provocando, de esta manera, una reducción de su tasa de interés. Como es sabido, la inversión y el gasto privado en bienes durables se encuentran influidos por la tasa de largo plazo de los bonos privados y no por la de los títulos. Esta visión también es compartida por autores horizontalistas que afirman que la demanda de crédito de las firmas productivas, hará que esos saldos líquidos fluyan hacia ellas en calidad de préstamos (Lavoie, 2010, 27).

Sin embargo, tal proceso no necesariamente tiene por qué ocurrir de esa manera. Moudud (1999, 22) ha señalado que la liquidez provista por el gobierno puede quedar ociosa en los bancos sin que tenga lugar un aumento del crédito a las firmas. Esto es lo que ha sucedido cuando la Reserva Federal realizó las grandes inyecciones a los bancos privados, a partir de 2008. Los bancos comerciales no prestaron esos fondos excedentes —sobre todo, a las firmas productivas de menor tamaño— sino que los mantuvieron en forma líquida, recibiendo una tasa de remuneración del banco central. Es así como el pago de una remuneración sobre los encajes representa un incentivo para que los bancos mantengan ociosos esos recursos (Palley, 2010, 6). Además, este sistema habrá de incrementar el costo financiero pagado por la Reserva Federal cuando suban las tasas de interés. Palley sugiere que la autoridad monetaria debería obligar a los bancos comerciales a colocar esos fondos excedentes en certificados hipotecarios que cotizan en los mercados. Pollin, a su vez, sostiene que las entidades bancarias deberían, directamente, tener que adquirir bonos emitidos por las firmas capitalistas productivas, a la manera de una asignación directa del crédito (Pollin, 2012, 19).

V.1. El debate abierto en las filas horizontalistas: ¿oferta endógena o exógena?

Además de estas cuestiones, la reforma de la Reserva Federal suscitó un muy significativo replanteo teórico dentro de las filas poskeynesianas. Lavoie, abandonó la idea de que la oferta monetaria sea una variable puramente endógena, reconociendo que también posee una dimensión exógena. Como consecuencia de ello, tanto la tasa de interés como la base monetaria son variables operativas a disposición del banco central y pueden ser empleadas en forma conjunta (Lavoie, 2010, 11). En segundo término, la circunstancia de que el gobierno posea esta

capacidad de control determina que las curvas de oferta de base y de crédito no necesariamente deban ser representadas como perfectamente elásticas, como lo hacen todos los autores horizontalistas. Una tercera idea muy importante que se desprende de estos conceptos es que, si la curva de oferta de crédito tiene una pendiente positiva, las firmas van a enfrentar una restricción financiera cuando incrementen su producción y, por ende, sus pedidos de fondos a los bancos. En estos casos, no todos los proyectos productivos habrán de encontrar el financiamiento requerido como sí ocurre cuando la oferta crediticia es horizontal (Duménil y Lévy, 1996; Moudud, 1999,8; Palley, 2008, 9). Esta relación entre las necesidades de fondos y la oferta crediticia puede dar lugar, en determinadas condiciones, a crisis financieras y monetarias (Marx, 1985, 456 y ss.).

VI. Conclusiones: teoría y política monetaria

En las últimas décadas, los nuevos-keynesianos y los horizontalistas poskeynesianos sostuvieron que la tasa de interés de referencia constituía la única variable operativa. Sin embargo, a pesar de este consenso, el accionar diario de los bancos centrales, en los diversos países, se desarrolló con otros instrumentos, como la base monetaria y, desde hace más de una década, manejando el tipo de cambio nominal. La política de esterilización del dinero llevada a cabo por los gobiernos que acumulan reservas internacionales, como China y muchos otros, demuestra la posibilidad de manejar el tipo de cambio y, al mismo tiempo, regular las condiciones internas de liquidez. La reforma de la Reserva Federal de 2008 también abrió otra posibilidad de intervenir sobre la base monetaria. En conclusión, la tasa de interés no es la única variable operativa del banco central, como sostuvieron durante tanto tiempo nuevos-keynesianos y horizontalistas. Además, la literatura contemporánea no solo se reduce a las dos variables discutidas por Poole (tasa de interés y base monetaria) sino que también considera el tipo de cambio nominal (flexible), que es usado como instrumento para fijar la paridad real y para manejar precios por muchos países. Dicho en los términos de Tinbergen, los países deben adecuar el número de sus instrumentos a la cantidad de objetivos que se trazan.

La segunda cuestión está referida a la política crediticia. El horizontalismo ofrece una interpretación del sistema crediticio excesivamente simplificada. La oferta de préstamos es endógena y plenamente acomodante. A su vez, el banco central interviene en el mercado fijando el nivel de la tasa de interés. El punto decisivo es, entonces, que el gobierno establezca un nivel de la tasa que sea compatible

con la actividad productiva. Sin embargo, difícilmente algún economista pueda afirmar que esto constituya, *per se*, una política crediticia eficaz. La experiencia de la década previa a la explosión de 2008 mostró, sobre todo desde 2000, que puede haber una oferta elástica a tasas muy bajas, sin que eso garantice que esos fondos monetarios se dirijan hacia la acumulación reproductiva. Por el contrario, el ciclo de extraordinario aumento de los capitales monetarios de los EE.UU. se alimentó, durante la primera década del siglo actual, a través de la abundante oferta de crédito barato motorizada por la Reserva Federal.

Como se señaló más arriba, en la visión de Marx el capitalismo es un sistema expuesto a crisis de todo tipo y eso plantea dos problemas distintos. El primero se vincula al suministro del crédito. En los actuales sistemas financieros tan diversificados, ningún banco central puede cumplir sus tareas sin modernizar y ampliar sus instrumentos de regulación. Contar con estos elementos permite afrontar diversos objetivos, aunque ello no va a suprimir las discrepancias que surgen entre las variables *ex ante* y *ex post*, en toda economía de mercado. El segundo es más general y se vincula con las crisis del capitalismo, cuyas irrupciones, por lo general, están precedidas o asociadas a sacudimientos financieros. No obstante, a pesar de tener aquellas manifestaciones monetarias, las causas últimas de las crisis obedecen a procesos vinculados con la propia acumulación, tales como la baja en la rentabilidad o en la demanda agregada. La complejidad y, sobre todo, el grado de eficacia de la política monetaria deben ser comprendidos tomando en consideración esta importante cuestión.

Referencias

Bernanke, B. y V. Reinhart (2004). “Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates”, *American Economic Review*, Vol. 94, N° 2, pp. 85-90.

Bofinger, P. (2001). *Monetary Policy*, Oxford, Oxford University Press.

Borio, C. y P. Disyatat (2009). “Unconventional Monetary Policies: An Appraisal”, BIS Working Papers N° 292. www.bis.org/publ/work292.pdf.

Cömert, H. (2012). “*Decoupling between the Federal Funds Rate and Long-term Interest Rates: Decreasing Effectiveness of Monetary Policy in the US*”, University of Massachusetts, PERI.

Duménil, G. y D. Lévy (1996). *La dynamique du capital*, Paris, Presses Universitaires de France.

Duménil, G. y D. Lévy (2011). *The Crisis of Neoliberalism*, Harvard, Harvard University Press.

Foley, D. (2005). “Marx’s Theory of Money in Historical Perspective”, en F. Moseley (ed.), *Marx’s Theory of Money*, Houndmills, Palgrave Macmillan.

Friedman, B. (2013). “The Simple Analytics of Monetary Policy: A Post-Crisis Approach”, NBER Working Paper N° 18960. www.nber.org/papers/w18960.

Galí, J. y M. Gertler (2007). “Monetary Modeling for Monetary Policy Evaluation”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 21, N° 4, pp. 25-45.

Gagnon, J., M. Raskin, J. Remache y B. Sack (2011). “Large-Scale Asset Purchases by the Federal Reserve Did they Work?”, *FRBNY Economic Policy Review*, mayo, pp. 41-59. www.newyorkfed.org/research/epr/11v17n1/1105gagn.pdf.

Gigliani, G. (2008). “¿Cuántas variables maneja hoy el banco central?”, IADE, Herramientas para la investigación. www.iade.org.ar/modules/noticias/article.php?storyid=2330.

Keister, T. y J. McAndrews (2009). “Why Are Banks Holding So Many Excess Reserves?”, *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York.

Lavoie, M. (1992). *Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis*, Aldershot, Edward Elgar.

Lavoie, M. (2003). “The Reflux Mechanism and the Open Economy”, en L. P. Rochon y M. Vernengo (eds.), *Credit, Interest Rates and the Open Economy*, Cheltenham, Edward Elgar.

Lavoie, M. (2010). “Changes in the Central Bank Procedures during the Subprime Crisis and Their Repercussion on Monetary Theory”, Annandale-on-Hudson, The Jerome Levy Institute, Working Paper N° 606. www.levyinstitute.org/pubs/wp_606.pdf.

Loranger, J. G. (1989). “A Reexamination of the Marxian Circuit of Capital: A New Look on Inflation”, *Review of Radical Political Economics*, Vol. 21, N° 1 y 2, pp. 97-112.

Marx, C. (1985). *El Capital*, Libro III, México, Fondo de Cultura Económica.

Mehrling, P. (2011). *The New Lombard Street*, Princeton, Princeton University Press.

Michl, T. (2006). “Tinbergen Rules the Taylor Rule”, Annandale-on-Hudson, Jerome Levy Institute, Working Paper 444.

Mishkin, F. (2010). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, novena edición, Nueva York, Addison-Wesley.

Moudud, J. (1998). “Finance and the Macroeconomic Process in a Classical Growth and Cycle Model”, Annandale-on-Hudson, The Jerome Levy Economics Institute, Working Paper N° 253. www.levyinstitute.org/pubs/wp253.pdf.

Moudud, J. (1999). “Finance in a Classical and Harrodian Cycle Growth Model”, Annandale-on-Hudson, The Jerome Levy Economics Institute, Working Paper N° 290. www.levyinstitute.org/pubs/wp290.pdf.

Palley, T. (2008). “Endogenous Money: Implications for the Money Supply Process, Interest Rates, and Macroeconomics”, University of Massachusetts, PERI, Working Paper Series, N° 178. www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers/working_papers_151-200/WP178.pdf.

Palley, T. (2010). “The Troubling Economics and Politics of Paying Interest on Bank Reserves. A Critique of the Federal Reserve’s Exit Strategy”, Washington, New American Foundation. www.growth.newamerica.net/sites/newamerica.net/files/policydocs/InterestonReservesPrintPub.pdf.

Palley, T. (2011). “Monetary Policy and Central Banking after the Crisis: The Implications of Rethinking Macroeconomic Theory”, Dusseldorf, Hans BocklerStiftung, Working Paper. www.boeckler.de/show_product_imk.html?productfile=HBS-005006.xml.

Pollin, R. (1993). “Public Credit Allocation through the Federal Reserve: Why It Is Needed; How It Should Be Done”, en G. Dymski, G. Epstein y R. Pollin (eds.), *Transforming the U.S. Financial System*, Armonk, M.E. Sharpe.

Pollin, R. (2008). “Considerations on Interest Rate Exogeneity”, Amherst, University of Massachusetts, PERI, Working Paper Series 177. www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers/working_papers_151-200/WP177.pdf.

Pollin, R. (2012). “The Great U.S. Liquidity Trap of 2009-11: Are We Stuck Pushing on Strings?”, Amherst, PERI; Working Paper Series 284. www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers/working_papers_251-300/WP284.pdf.

Taylor, L. (2010). *Maynard’s Revenge*, Cambridge, Harvard University Press.

Shaikh, A. (1991). *Valor, acumulación y crisis*, Bogotá, Tercer Mundo.

Walsh, C. (2003). *Monetary Theory and Policy*, Cambridge, The MIT Press.

Woodford, M. (2003). *Interest and Prices*, Princeton, Princeton University Press.