

Estado del Arte: El Banco Central de Estados Unidos a sus 100 años

State of the Art: The Central Bank of the United States at 100 years

Jane D'Arista^{*}

Resumen

La creencia en la hipótesis de los mercados eficientes y la adopción de requerimientos de capital para los bancos como la mejor herramienta macroprudencial compatible con las fuerzas del mercado, reemplazó el compromiso previo de la Reserva Federal (Fed) de emplear la conexión entre las operaciones de mercado abierto y los cambios en los requerimientos de reservas para limitar el crédito. Desde que se cortó esta palanca sobre la oferta crediticia, el banco central ha dependido de las operaciones de mercado abierto para lograr solamente un objetivo: influir sobre la demanda de crédito cambiando la tasa de referencia de corto plazo. La desequilibrada caja de herramientas contribuyó a un sesgo procíclico en los resultados de sus políticas que reflejó y exacerbó el sesgo procíclico del sistema financiero. El fracaso de evaluar y fortalecer sus herramientas monetarias ha socavado la habilidad de la Fed para restaurar el crecimiento económico y evitar otra crisis financiera.

Palabras Claves: Reserva Federal, política monetaria, expansión crediticia, requerimientos de reservas, requerimientos de capital.

Abstract

Belief in the efficient markets hypothesis and the adoption of capital requirements for banks as the macro-prudential tool most compatible with market forces replaced the Federal Reserve's (Fed) earlier commitment to using the link between open market operations and changes in reserve requirements to curb credit. Since severing that lever of influence over the credit supply, the central bank has relied on open market operations to

^{*} Jane D'Arista investigadora asociada en el Political Economy Research Institute (PERI), de la University of Massachusetts, Amherst, Mass., Estados Unidos. La traducción del inglés al español es de Wesley Marshall y Eugenia Correa.

achieve only one objective: to influence the demand for credit by changing the short-term policy rate. The unbalanced monetary toolkit contributed to a procyclical bias in policy outcomes that mirrored and exacerbated the evolving procyclical bias of the financial system. Failure to evaluate and strengthen its monetary tools has undermined the Fed's ability to restore sustained economic growth and prevent another financial crisis.

Key words: Federal Reserve, monetary policy, credit expansion, reserve requirements, capital requirements.

1. Introducción

En las últimas tres décadas del siglo de su existencia, el Sistema de la Reserva Federal (Fed) de Estados Unidos (US) fue guiado por dos presidentes, Alan Greenspan y Ben S. Bernanke, quienes aseguraron al Congreso y al público que el banco central tenía las herramientas para ejecutar con éxito su mandato de promover el crecimiento, el empleo y proteger contra la inflación. Sin embargo, ofrecieron esta garantía con cierta calificación. Greenspan admitió que:

"... El efecto bastante directo que una vez tuvieron las operaciones de mercado abierto sobre los flujos de crédito proporcionados a las empresas y a la construcción de viviendas se ha disipado en gran medida ... [Mientras la Fed] todavía puede afectar las tasas de interés a corto plazo, y por lo tanto tener un impacto en el costo de los préstamos de los bancos, de otros intermediarios, y directamente en los mercados de capital... este efecto puede ser más indirecto, tomar más tiempo y requerir de grandes movimientos en las tasas para efectuar un cambio dado en la producción"(Greenspan, 1993: 3).

La perspectiva del Presidente Bernanke, ofrecida en agosto de 2010 después de dos años de crisis financiera y contracción en la producción económica y el empleo, fue:

"La cuestión en esta etapa no es si tenemos las herramientas para ayudar a apoyar la actividad económica y proteger contra la desinflación. Las tenemos... La cuestión es si, en cualquier momento dado, los beneficios de cada herramienta, en términos de estímulo adicional, son mayores que los costes o riesgos asociados con la utilización de la función" (Bernanke, 2010: 5).

Durante los últimos 25 años, la capacidad de la Fed para apoyar a la actividad económica y proteger contra la inflación y la deflación ha sido socavada por los riesgos y costos de la utilización de las herramientas que eligió para implementar sus políticas. No se evitó una gran expansión de la deuda de los sectores financieros y de los hogares, ya que se había retirado efectivamente la herramienta (el requerimiento de reservas) que se utiliza para influir en la oferta de crédito. En los años 2000, ni se reconoció ni se frenó una inflación sin precedentes de los precios de los activos y la cada vez mayor expansión de la deuda del sector financiero y de los hogares, situaciones que había impulsado al inundar el mercado con liquidez para mantener las tasas de interés bajas. Desde 2007 hasta 2010, la Fed se dedicó principalmente a funcionar como un prestamista de última instancia (PUI) para un sector financiero global en crisis, pero como el comentario de Bernanke sugiere, para el año 2010, estaba en el proceso de selección de herramientas que pueden apoyar a la actividad económica y encarar lo que se había convertido en la preocupación central de la política: "la perspectiva de alto desempleo durante un largo período de tiempo." (Bernanke, 2010: 3).

Este artículo examina los instrumentos de política monetaria que la Fed ha utilizado durante el último cuarto de siglo y expone varios puntos de vista sobre la eficacia de sus resultados. Con menos de plena certidumbre de la reactivación del crecimiento sostenido de la actividad económica y el empleo, su propósito es cuestionar si se

requiere de nuevas herramientas para permitir que la Fed cumpla con sus objetivos

2. Herramientas monetarias en erosión: camino a la crisis

Después de que la Fed implementara la Ley de Control de Crédito para frenar la inflación en marzo de 1980 y el Congreso promulgara la Ley de Control Monetario, eliminando los topes a las tasas de interés de los depósitos, el banco central inició un cambio sustancial, distanciándose de la utilización de sus herramientas monetarias tradicionales y aceptando la idea de que las fuerzas del mercado deben desempeñar un papel más importante en la determinación de la oferta y la demanda de crédito. Un cambio importante fue el virtual abandono de los encajes y la introducción de requisitos explícitos de capital para los bancos en el año 1983 como el principal medio para moderar los cambios en el crédito bancario. Sin embargo, al mismo tiempo, el papel de los bancos en los mercados de crédito se estaba reduciendo, a partir del traslado de la intermediación financiera hacia los mercados de capitales, volviendo cualquier herramienta centrada exclusivamente en el sector bancario tradicional menos eficaz para influir en la oferta de crédito. Mientras tanto, la oferta de crédito se expandió enormemente por las entradas de capital extranjero, sobre el cual la Fed no hizo ningún esfuerzo para esterilizar, operando como si sus continuas –y para el año 2000, exorbitantes- inyecciones de liquidez fueran la única fuente de estímulo monetario. También fueron ignoradas y dejadas caducas sus herramientas macroprudenciales, tales como las proporciones préstamo-valor que habían sido componentes importantes de las prácticas bancarias prudenciales y un enfoque para la supervisión de las autoridades reguladoras.

El resultado del abandono de la Fed de su papel en influir en la oferta de crédito fue un enorme incremento de la deuda. De 1982 a

1990 la deuda de todos en US -gobiernos a nivel federal, estatal y local; las empresas corporativas y no corporativas; hogares, granjas, organizaciones no gubernamentales y los sectores financieros y extranjeros- se duplicó de 5 billones de dólares (bdd) (la deuda total acumulada desde el inicio de la República) a 10 bdd, y seguía creciendo a lo largo de la década siguiente (véase el Flujo de Fondos de la Reserva Federal). El crecimiento de la deuda se aceleró cuando la Fed comenzó a inundar el mercado con liquidez excesiva como consecuencia de la caída de las acciones tecnológicas en 2000 -una estrategia citada por muchos como un factor clave en el desarrollo de la burbuja inmobiliaria y en el financiamiento de la especulación apalancada que estimuló una escalada en transacciones de *carry trade*, especulación propia de bancos y operaciones de banca de "sombra" (BIS 2003; D'Arista 2009).

Como paso previo a la crisis, la deuda total vigente estadounidense alcanzó el 352.6% del PIB a finales de año 2007, en comparación del 255.3% en 1997. Durante la misma década, la deuda de los hogares aumentó de un 66.1 a un 99.9% del PIB y, aún más dramáticamente, la deuda del sector financiero se elevó desde el 63.8 hasta el 113.8% del PIB (Reserva Federal, *Flujo de Fondos*). En algunos períodos, el sector financiero pidió prestado más a sus clientes no financieros en la medida en que las instituciones más grandes expandieron sus transacciones por cuenta propia a expensas de su papel en la intermediación financiera.

En resumen, la Fed creó las condiciones monetarias que concluyeron en una burbuja de deuda. Una manifestación de la inflación de esa burbuja fue el auge de los activos financieros que la Fed erróneamente vio como no menos perjudicial para la economía que el aumento de precios de los bienes. La omisión de

analizar el efecto acumulado de la deuda podría tener, sobre la economía real, el mayor fracaso de la Fed, dado que, en las secuelas de la crisis, la deuda sigue siendo un obstáculo mayor para la reactivación de la actividad económica.

Con el colapso de la burbuja de la deuda, las propuestas de reforma, como la Ley Dodd-Frank de 2010, se movieron hacia un nuevo e importante esfuerzo por frenar la expansión del crédito y la especulación, empleando la herramienta existente de regulación-requerimientos de capital- para enfrentar estos problemas. Otros prefieren regulaciones "macro-prudenciales" (véase más adelante) que se centran en la regulación de solidez para restringir la deuda (Baker 2013; White, 2013). El contexto de estas propuestas es la creciente creencia de que la estabilización de la economía mundial requerirá el restablecimiento de las estrategias que puedan moderar los ciclos de auge y caída. Pero los debates hasta ahora han incluido pocas propuestas para restablecer el control monetario.¹ Su ausencia tiende a garantizar la perpetuación de un paradigma regulatorio basado en los requerimientos de capital que socava la capacidad de las autoridades monetarias para instrumentar políticas contracíclicas efectivas.

3. Herramientas monetarias: Un resumen

En el período posterior a la Segunda Guerra Mundial hasta mediados de la década de 1960, la política monetaria fue eficaz de hacer a lo que el presidente de la Fed, William McChesney Martin, famosamente dijo que podría hacer: quitar el ponche cuando la fiesta se ponía buena y regresarlo cuando los espíritus decayeron. En ese período, la política anticíclica dependía de dos herramientas: una (la política de tasas de interés) para influir en la demanda

1. Entre las excepciones se encuentran D'Arista (2009), Palley (2011) and Pollin (2012).

de dinero y el crédito y el otro (las restricciones cuantitativas a los prestamistas) para influir en la oferta de crédito. Mientras que los bancos centrales de otros países impusieron límites a los aumentos en el crédito, para frenar la expansión del crédito en los años previos a cuando se cedió a la presión desregulatoria; US dependían de los requerimientos de reservas para influir en los préstamos. El cambio, en la estructura financiera basada en la banca hacia una basada en el mercado, ha opacado el hecho de que, en US antes de 1980, las reservas de los bancos creados y mantenidos por la Fed, sirvieron como parte del control sistémico de crédito, así como una reserva de liquidez para el sector.

El requerimiento de reservas

Mucho antes de que se reinventara como herramienta macroeconómica para la implementación de políticas los encajes, eran un requisito de solidez ampliamente aceptado y habían sido exigidos por los reguladores bancarios estatales en tres estados después del pánico de 1837. Ya en 1858, se afirmó que el crecimiento excesivo del crédito llevó a los ciclos de auge y caída y que los requisitos de reserva fueron útiles para frenar el crecimiento del crédito (Carlson 2013). Preocupaciones sobre cuáles activos deben ser incluidos en las tenencias de reservas y dónde deberían guardarse, impulsaron debates a lo largo del siglo XIX y fueron parte del proceso de toma de decisiones en la conformación de la Ley de la Reserva Federal en 1913.

Una de las principales reformas de la Ley de la Reserva Federal fue exigir que los bancos tuvieran un determinado porcentaje de sus reservas en sus bancos regionales de la Fed y no como depósitos en los grandes bancos privados de las llamadas "ciudades de reserva", donde las pérdidas tendían a amplificar el alcance de las frecuentes crisis. La configuración de los balances del Sistema

reflejaban los papeles asignados a los bancos de Fed regionales y sus bancos miembros: para los bancos miembros, las reservas eran activos disponibles para convertir en efectivo cuando los pasivos a los clientes se fugaban y eran pasivos para los bancos de la Fed, respaldados por los activos que adquirieron mediante los descuentos y, más tarde, a través de las compras de mercado abierto. A medida que el sistema se desarrolló durante los años 1920 y 1930, la Fed ya no necesitaba (o requería) de los bancos miembros sus aportaciones para las reservas; la Fed creaba y extinguía las reservas de los bancos mediante la realización de operaciones de mercado abierto por su propia iniciativa. Los cambios en las reservas se convirtieron en la principal herramienta para lograr el objetivo a que se había comprometido la propia Fed en sus años de formación: un compromiso para aplicar la política monetaria contracíclica empleando las reservas bancarias y las operaciones de mercado abierto -un compromiso que transformó la Fed de una institución pasiva a una activa e introdujo un importante papel monetario en el desarrollo de la política macroeconómica (D'Arista 1993).

La Fed puede ejercer su influencia sobre las tasas de interés y en la oferta de crédito por la compra y venta de valores en el mercado abierto. La Fed compra (o vende) los valores de (o para) los *dealers* en el sector financiero y los paga (o recibe el pago) por estos al registrar un abono (o débito) en las cuentas de reserva de estos bancos u otros actuando a nombre propio o a nombre de sus clientes. Las ganancias en las tenencias de reservas permiten que estos bancos aumenten sus préstamos y/o vendan su exceso de reservas a otros bancos en lo que se llama el mercado de fondos federales. El crédito adicional disponible en el sistema hace bajar las tasas de interés. Para reducir el crédito, la Fed vende valores y registra débitos en las cuentas de reserva de los bancos que compren valores o que actúan como compradores para los clientes.

Las ventas de la Fed extinguen las reservas, reduciendo así la capacidad de los bancos para prestar y presionando las tasas de interés hacia arriba.

La efectividad de este instrumento monetario -crear reservas como pasivos del banco central agregando activos a la hoja de balance de la Fed a través de las compras en el Mercado abierto- empezó a erosionarse a finales de los años sesenta. Los bancos más grandes trasladaron las operaciones a los mercados fuera de las jurisdicciones regulatorias para evitar los topes a las tasas de interés y para eliminar el costo de mantener reservas.² Su capacidad de prestar en el mercado de US a tasas más altas de interés que sus costos de fondeo, mermó la competitividad de los pequeños bancos y asociaciones de ahorro y desató cambios en la estructura financiera impulsados por la presión de una "cancha de juego nivelado" para rectificar las desventajas de uno u otro sector.

Eventualmente, las oficinas nacionales de los bancos se deshicieron de los gastos de reserva al trasladar los depósitos hacia las cuentas del mercado de dinero, donde, con el consentimiento de la Fed, no fueron clasificados como depósitos sujetos a encaje. Y la Fed se acomodó aún más al eliminar las exigencias de reservas sobre las cuentas de ahorro para equilibrar los costos de financiamiento local y extranjero. Las oficinas domésticas comenzaron a emular a sus sucursales extranjeras al emplear cada vez más los pasivos no sujetos a depósito (como los acuerdos de recompra

² La tenencia de una reserva que no devenga intereses significó que una parte más pequeña de los depósitos de un banco podría ser prestada. Un requisito de reserva del 10%, por ejemplo, significa que sólo 90 dólares de un depósito de \$100 podría ser invertido en activos que devengan intereses. En los euromercados, todos los \$100 podrían ser invertidos en activos rentables. Por otra parte, las oficinas extranjeras de los bancos estadounidenses pagaron por todos sus pasivos, mientras que los bancos en el mercado doméstico han tenido una fuente libre de intereses de los fondos (depósitos a la vista) y un seguro de bajo costo en la forma de los depósitos de demanda y de ahorro.

[repo] y el papel comercial) para fondear una cantidad cada vez mayor de actividades no bancarias y fuera del balance. Además, comenzaron a aumentar la cantidad de efectivo detentada en sus manos y se contaba como reservas, conforme proliferaron los cajeros automáticos. Con el tiempo y dada la creciente demanda extranjera de efectivo en dólares, el dinero en circulación fue desplazando a las reservas de los bancos como la mayoría de los pasivos de la Fed.

Estos acontecimientos dejaron a la Fed sin una herramienta para controlar la oferta de crédito y, en ese momento, el crédito dejó de ser un tema de discusión. Al mismo tiempo que la deuda pendiente de los sectores financieros y no financieros se disparó, la Fed sostenía que su función principal era contener la inflación y señalaba la ausencia de presiones inflacionarias como la validación de sus instrumentos y objetivos de política monetaria. El aumento de las importaciones de bienes manufacturados baratos y salarios más bajos para los trabajadores estadounidenses, en la medida en que esas importaciones erosionaban sus empleos en el sector manufacturero estadounidense, nunca fueron reconocidos como una contribución al mantenimiento de bajos niveles inflacionarios, de acuerdo a la medición tradicional de ésta durante ese periodo. También fue ignorada la relación más evidente entre la expansión del crédito y la inflación de los activos (Borio y Lowe 2002) y entre la explosión de los préstamos en el sector financiero y las orgías especulativas que financiaba (BIS 2005).

Operaciones de la Ventanilla de Descuento

Una visión de consenso en el debate sobre la Ley de 1913 era que el nuevo banco central debía de emitir una moneda "elástica" que podría aumentar o disminuir en cantidad suficiente para satisfacer las necesidades del comercio. La ventanilla de descuento sirvió para la emisión de la nueva moneda -billetes de la Reserva Federal-

en los primeros años del sistema y proporcionaba la liquidez necesaria para suavizar las dificultades estacionales.

Dada la frecuencia y severidad de pánicos en todo el siglo XIX, las discusiones que siguieron del pánico de 1907 también se centraron en la necesidad de crear un banco central que pudiera actuar como prestamista de última instancia (PUI) durante las crisis financieras. Los que apoyaban ese papel de la Fed argumentaron que solamente los billetes de banco central o reservas permanecerían líquidos durante una crisis y serían los únicos activos que podrían ampliarse para satisfacer la necesidad de liquidez (Carlson 2013).

Los debates sobre la legislación y las discusiones dentro del propio sistema en sus primeros años, indican³ que algunos se inclinaban por el desarrollo de respuestas contracíclicas desde el principio. Sin embargo, con la ventanilla de descuento, siendo la principal herramienta monetaria, el papel de la Fed fue esencialmente pasivo. Tenía que esperar a que los bancos tomaran la iniciativa para cambiar la oferta monetaria, la disponibilidad de crédito y las tasas de interés al pagar las deudas, extender a los préstamos vigentes u otorgar más préstamos. La Fed sólo podía responder a las fuerzas del mercado procíclicas y no tenía medios para influir en la oferta o la demanda de dinero y crédito. Impaciente con estas limitaciones, el gobernador Benjamin Strong del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, comenzó a comprar valores en el mercado abierto, emitiendo divisas respaldadas por la creciente cantidad de oro que había fluido hacia US durante y después de la Primera Guerra Mundial, y no por los papeles de comercio descontados. (D'Arista 1993).

3 Para mayor profundidad sobre esos y otros sucesos en la evolución de la Fed, véase D'Arista 1993.

El uso exitoso de las operaciones de mercado abierto durante la década de 1920 llevó al Sistema a ignorar un fallo persistente en el marco legal del sistema monetario: la permanente omisión de una función para el creciente monto de deuda pública que se había emitido para financiar la guerra. A principios de la década de 1930, los bancos vieron la deuda del Tesoro como la inversión más segura para los depósitos, pero el hecho de que no podía ser descontada por la Fed llevó a una fuerte contracción de la oferta monetaria. El sistema financiero efectivamente se congeló cuando las salidas de oro redujeron el respaldo de oro que la Fed había utilizado para emitir dinero mediante la compra de títulos del gobierno en el mercado abierto. La incapacidad de la Fed de ampliar la liquidez o responder como PUI sentó las bases para una nueva legislación que inició con la Ley de Emergencia de 1932 que autorizó a la Fed a descontar los valores del Tesoro. Fue seguida por la Ley Glass-Steagall de 1933 que separa la banca comercial y de inversión y la creación de la Ley Bancaria de 1935 que, entre otras reformas, clarificó la responsabilidad de la Junta en Washington con respecto a los bancos regionales en la autorización de las operaciones de mercado abierto. Mientras tanto, la aprobación de la Ley de 1932 había restablecido la ventanilla de descuento como el canal principal para la provisión liquidez de emergencia.

Operaciones de Mercado Abierto

Hacia 1938, "la Fed comenzó a utilizar las operaciones de mercado abierto para ajustar las reservas disponibles en el sistema bancario como principal instrumento de política monetaria" (Carlson 2013: 25) y comenzó a utilizar su capacidad de cambiar su hoja de balance para llevar a cabo operaciones contracíclicas en el período posterior a la Segunda Guerra Mundial. En 1951, cuando los bancos mantenían el 65% de los activos y pasivos del sector

financiero y sus saldos de reservas en la Fed representaban el 11.3% de los depósitos bancarios, los cambios en las reservas bancarias podrían, y tuvieron, un poderoso efecto sobre la oferta de crédito. Cincuenta años más tarde, los saldos de reserva representan únicamente el 0.2% de los depósitos bancarios y las operaciones de mercado abierto de la Fed se utilizaron para influir sobre las tasas de interés en lugar de usarse para ajustar las reservas (Reserva Federal *Flujo de Fondos*).

Desde 1994, la tasa de fondos federales -la tasa de interés que los bancos cobran entre sí por préstamos de corto plazo o de un día para otro- ha sido utilizado como punto de referencia o como tasa objetivo de la política monetaria. En la mayoría de los periodos desde mediados de los noventa, la Fed ha sido capaz de utilizar las operaciones de mercado abierto para mantener la tasa de interés más o menos en el nivel deseado. Como se ha señalado, el presidente Greenspan y otros funcionarios de la Fed afirmaron su creencia de que la capacidad del banco central para influir en la demanda de crédito a través del control de la tasa de fondos federales era suficiente, y que las fuerzas del mercado podrían responder para suministrar la cantidad adecuada de la demanda de crédito (Greenspan 1993). Pero la dependencia en las operaciones de mercado abierto como instrumento principal de política monetaria no logró frenar suficientemente la demanda como para evitar el aumento sin precedentes de la deuda que se produjo en el último cuarto de siglo. Y en nuestros días, la estrategia de flexibilización cuantitativa (QE) de la Fed para estimular la recuperación económica ha dado lugar a un resultado diferente: el exitoso mantenimiento de una tasa objetivo prácticamente de cero, que fracasó al aumentar el endeudamiento de los sectores no financieros en proporción a la cantidad de activos que la Fed compró.

Mientras tanto, las preguntas sobre el costo de emplear las operaciones de mercado abierto para controlar la tasa objetivo deben ser abordadas desde un contexto más amplio. Un problema mayor para la Fed y los bancos centrales en los mercados financieros globalmente integrados, es la manera en que los flujos de capital extranjero responden a cambios en las tasas de interés de una economía nacional. Los flujos de grandes capitales y procíclicos han jugado un papel importante en el debilitamiento del impacto de los cambios en las tasas de interés sobre la disponibilidad de crédito en las economías emergentes y avanzadas.

En US, por ejemplo, los esfuerzos de la Fed para reactivar los flujos de crédito y la actividad económica se debilitaron como consecuencia de la salida de capitales durante la recesión de principios de 1990. En ese momento, una porción mínima de la abundante inyección de liquidez de la Fed se transmitió a la economía real. Al caer las tasas de interés, la búsqueda de mayores rendimientos por los tenedores nacionales y extranjeros de activos estadounidenses provocó salidas -en su mayoría hacia México- que prolongaron la recesión. El crecimiento del crédito estadounidense se reanudó cuando la Fed elevó las tasas de interés en marzo de 1994 y los inversionistas estadounidenses y extranjeros regresaron a los activos estadounidenses, dejando a México en la crisis (Departamento de Comercio, *Transacciones Internacionales de EU*; Reserva Federal, *Flujo de Fondos*).

A mediados de la década de 1990, el crecimiento del *carry trade* transfronterizo había socavado aún más la capacidad de la Fed y otros bancos centrales para ampliar o reducir la transmisión de la liquidez a sus mercados nacionales.⁴ Estas estrategias, surgidas por

4 Bajas tasas de interés en un mercado nacional ofrecieron un incentivo para las estrategias de *carry trade* que emplearon dinero prestado en aquella divisa para fondear inversiones en activos más rentables en otras divisas.

los diferenciales de tasas de interés de los activos denominados en distintas divisas, aumentaron la especulación apalancada por las instituciones financieras y alimentaron otra serie de burbujas de activos para agregarse a la cadena que comenzó en Japón en la década de 1980, y que se transitó por los mercados emergentes en la década de los 1990, y comenzó a afligir en US y otras economías avanzadas al final del siglo. El patrón que se desarrolló en las últimas dos décadas sugiere que depender de los cambios en las tasas de interés como instrumento principal de política monetaria puede desatar flujos de capital procíclicos que revierten el resultado previsto de la medida adoptada. Como resultado, la política monetaria ya no se desempeña de forma fiable en su función contracíclica y sus intentos de hacerlo, al cambiar la tasa de referencia, puede incluso agravar la inestabilidad.

A lo largo de 2004 y 2005, por ejemplo, el endeudamiento alcanzó proporciones verdaderamente masivas, tanto en US como en el extranjero. Los incrementos paulatinos de la tasa de referencia de la Fed no tuvieron ningún efecto de enfriamiento sobre los niveles de deuda. De hecho, estimularon entradas de capital privado extranjero en activos en dólares en el país y en el extranjero al fomentar las estrategias de *carry trade* que pedían prestado en yenes a bajo interés para comprar activos en dólares de mayor rendimiento. La escalada de la especulación se vio reflejada en un crecimiento sin precedentes del endeudamiento en los mercados bancarios externos, cuya gran mayoría se canalizaba a las instituciones financieras y se utilizaba para la toma de posiciones de los bancos comerciales y de inversión y fondos de cobertura (BIS 2005, 2006).

En el momento que los flujos de capital hacia US habían aumentado al doble de lo necesario para financiar el déficit en cuenta

corriente en 2005, US había asumido una función de centro para los mercados globales. El exceso de flujos hacia activos en dólares dispararon las salidas considerables para invertir en activos de los mercados emergentes de mayor rendimiento (Departamento de Comercio de EU, *Transacciones Internacionales*). Como un exceso de dólares de inversión extranjera por encima de los superávit en cuenta corriente inundaba sus mercados, los bancos centrales en esos países respondían comprando dólares para evitar su conversión en moneda local. Sus estrategias de intervención esterilizada ayudaron a moderar la acumulación de la liquidez interna y una apreciación de sus monedas.

Sin embargo, dada la necesidad de invertir los dólares que habían adquirido los países de mercados emergentes, compraban bonos del Tesoro de US y otros activos en dólares y reexportaban el problema a US. La acumulación de reservas en dólares por estos países aumentó las condiciones de alta liquidez en los mercados financieros de US, ejerciendo una presión a la baja sobre los tipos de interés a mediano y largo plazo. Así, se fomentó no solamente una nueva ronda de salidas de capital de US de nuevo a los mercados emergentes, sino también el continuo endeudamiento crónico de los residentes en US.

La presión a la baja sobre las tasas de interés a largo plazo en las economías avanzadas y la flexibilización de las condiciones monetarias internas de las economías emergentes constituyó una respuesta mundial sin precedentes a la acumulación de un exceso de liquidez en este periodo (White, 2013). Mientras que los préstamos externos netos en los mercados de crédito de US constituía alrededor del 15% de la oferta anual de fondos entre mediados de los años 1990 a 2007, (Reserva Federal, *Flujo de Fondos*) la llegada de la expansión monetaria después de 2001 introdujo una nueva dinámica: la generación de liquidez a través de

los efectos indirectos de los flujos de inversión transfronterizos apalancados. La naturaleza circular de esos flujos constituyó el escenario de un aprendiz de brujo que fue destinado a llevar a una crisis cuando la incertidumbre -proveniente de cualquier causa-amenazaba el financiamiento necesario para el sector financiero altamente apalancado. Conforme el exceso de liquidez y la rápida expansión de la deuda sentaron las bases para la crisis, un factor importante fue el fracaso de la Fed en reconocer y responder al volumen y al impacto de los flujos de capital y su relación con los cambios en las tasas de interés en US.

Política macroprudencial

La política macroprudencial se ha descrito como "un enfoque sistémico de arriba hacia abajo sobre la regulación y la estabilidad financiera, que busca 'restringir el ciclo de crédito' a través de intervenciones reguladoras contracíclicas dirigiendo, y a veces directamente limitando las actividades comerciales de instituciones privadas" (Baker 2013: 2).

Las herramientas utilizadas para instrumentar las estrategias macroprudenciales incluyen los requisitos de capital, provisiones para préstamos incobrables, requisitos de liquidez, límites sobre los agregados de préstamo, requisitos de reservas, límites al apalancamiento, topes a las tasas de interés, requerimientos de márgenes y subcripciones, relación de préstamo-valor de las hipotecas, relación de préstamo-ingresos, impuestos sobre las transacciones, restricción sobre los desbalances monetarios y controles de capital (Baker, 2013).

Con la excepción de los requisitos de capital que fueron introducidos en US en 1983, muchas de estas restricciones habían tenido antecedentes de larga data como instrumentos de regulación de

solidez, pero la mayoría fueron retirados o se permitió su caducidad en la oleada hacia la desregulación en la década de los ochenta. Basándose en la creciente aceptación de la hipótesis de mercados eficientes, la ola de desregulación que arrolló a los mercados financieros en los años ochenta y noventa, reinstaló las fuerzas del mercado como el paradigma regulatorio preferido en la gestión de riesgos, reforzada por los modelos de valor en riesgo (VaR). La herramienta más compatible con este nuevo paradigma fueron los requisitos de capital y se ha convertido en el vehículo dominante para la regulación de solidez en US y los mercados financieros mundiales.

Sin embargo, ya para el año 2000, una serie de documentos e informes anuales publicados por el Banco de Pagos Internacionales (BIS) criticaron la ascendencia de la ideología del libre mercado y advertían de las consecuencias de una expansión del crédito que incrementara el riesgo sistémico y el potencial de una crisis financiera.⁵ El trabajo de Hyman Minsky sobre la fragilidad financiera también comenzó a ser reconocido como proféticamente descriptivo de los sucesos ya en curso (Minsky, 1986). Conforme al desarrollo de la crisis financiera en 2008, la excesiva dependencia de los modelos VaR llegó a ser vista como una de las causas de la crisis y la hipótesis de los mercados eficientes fue rebasada en los debates políticos por un renovado interés en las herramientas de política macroprudenciales (Baker 2013).

Análisis recientes de la política macroprudencial incluyen los encajes entre las herramientas discutidas. Ignorando la relación entre las operaciones de mercado abierto y la creación de reservas, un documento de trabajo publicado por la Oficina de Investigación

5 Véase, por ejemplo, los informes anuales del BIS de 2002 a 2008; Crockett 2000; Borio y Lowe 2002; Borio y White 2003 y White 2006.

Financiera (OFR) la describe como una herramienta que permite que el crédito se controle de forma independiente de la política monetaria (Elliott et al. 2013). Esto es, de hecho, lo que los requisitos de capital hacían. En contraste, la investigación de los autores apoya un fuerte papel monetario para los requisitos de reservas, señalando que era la herramienta más importante utilizada en 1980, cuando la Fed implementó la Ley de Control de Crédito. También se describe el uso ampliado de los requisitos de reservas para cubrir las necesidades de financiamiento de los acuerdos de recompra (repos) en julio de 1969,⁶ de nuevos préstamos de sucursales bancarias en el extranjero, sobre grandes credits default swaps –permuta de incumplimiento crediticio (CDs) y, en agosto de 1970, sobre papel comercial emitido por los bancos y sus afiliados.⁷ Además, la activación de la Ley de Control de Crédito en 1980 impuso requisitos de reservas sobre todo tipo de empresa financiera o no financiera, al exigir que todos los prestamistas mantuvieran depósitos especiales sobre ciertos tipos de crédito al consumo y un depósito especial del 15% (más tarde reducido a 7.5%) contra los aumentos de los activos totales de los fondos del mercado monetario.

El trabajo del OFR también discute las propuestas ofrecidas por el gobernador de la Junta de la Fed, Andrew Brimmer en los años setenta y posteriormente por otros⁸ para utilizar los requerimientos de reservas sobre la base de los préstamos (los encajes basados en

6. Los préstamos pedidos netos de los bancos en el mercado de repo cayeron de 850 mil millones de dólares (mmdd) en junio 30, 1969 a 200 mmdd al finalizar el año.

7. El efecto del requerimiento de reservas fue reducir el papel comercial emitido por los afiliados de los bancos en \$5.2 mil millones entre agosto 1970 y el fin del año.

8 Algunos de los muchos promotores tempranos de requerimientos de reservas sobre activos incluyen Thurow *et al.* 1972, Pollin 1993; D'Arista y Schlesinger 1993; Palley 2000 y 2003; D'Arista y Boyce 2002.

activos) para canalizar el crédito hacia determinados sectores o quitarlo de otros. Los autores ven esto como presagio para los requisitos de capital ponderados por riesgo que, al igual que las exigencias de reservas basadas en activos, también tenían una función de asignación de recursos, aunque no siempre fue la esperada. Pero las diferencias entre los requisitos de reservas y los requisitos de capital incluyen el hecho de que la autoridad monetaria puede cambiar el primero -pero no el segundo- de forma rápida y flexible para contrarrestar el efecto de las fuerzas del mercado sobre el crédito. En vista de su reaparición en los balances de la Fed y de los bancos después de la inauguración de los programas QE, evaluar los requerimientos de reservas tanto en su papel monetario como de solidez debe tener prioridad en cualquier discusión sobre la capacidad de la Fed para cumplir con sus objetivos.

Requerimientos de Capital

La crisis financiera que estalló en 2008 dejó en claro que los requerimientos de capital son una herramienta que ha fallado y fallará otra vez; que no hay suficiente capital privado disponible para salvaguardar, incluso a las instituciones financieras individuales -por no hablar del sistema financiero en su conjunto- cuando una caída en los precios de los activos comienza a erosionar esa única salvaguarda.

La crisis también reveló que tan fuertemente los requisitos de capital empujan a las instituciones y al sistema en su conjunto en una dirección procíclica. Los mercados no solamente suministran capital para las instituciones financieras en el auge y lo retienen en la recesión, sino también el impacto de los cambios en el valor de sus activos tendrán el mismo efecto.

Además, los requisitos de capital tienden a inclinar el equilibrio entre el papel fiduciario y empresarial de las finanzas a favor de este último; el crecimiento requiere de capital y atraer capital exige rendimientos que aumentan la tentación de tomar riesgos y subordinar los intereses de los clientes. Más aun, el resultado del apetito del sector financiero de crecimiento -el aumento en cuatro veces en su participación en el total de las ganancias empresariales en la década anterior a la crisis- vino a ser un costo real para la economía; la acumulación de capital en el sector financiero promovió su crecimiento a expensas del sector empresarial.

Los requerimientos de capital en la Ley Dodd-Frank de 2010 se construyeron sobre las más recientes etapas evolutivas de un Acuerdo entre los banqueros centrales de los países desarrollados que, desde 1988, han funcionado como herramienta regulatoria y como amortiguador contra la insolvencia de las instituciones a lo ancho del sistema financiero mundial. Como se ha señalado, la adopción y la continua dependencia de los requerimientos de capital refleja la opinión de que: las fuerzas del mercado, y no los reguladores, pueden y deben contener el comportamiento bancario poco sensato al proveer o retener el capital de los bancos individuales; que, depender del mercado para garantizar la solidez, al monitorear a las instituciones individuales se promoverá la solidez sistémica más efectivamente que las regulaciones cuantitativas o macroprudenciales vigentes antes de los años ochenta. Sin embargo, el gran fracaso de este paradigma regulatorio en evitar, prevenir o moderar los efectos de la crisis hace surgir la pregunta de por qué se ha mantenido. El capital bancario se evaporó. Lo que se vio originalmente como una crisis de liquidez rápidamente se transformó en una amenaza para la solvencia del sistema que requería que los gobiernos, no el mercado, proporcionaran el colchón de capital necesario para evitar el colapso total.

Más aún, la presión continua sobre el capital en la secuela de la crisis impidió los esfuerzos para reactivar los flujos de crédito y reiniciar la actividad económica.

El reconocimiento de que los requerimientos de capital son procíclicos se refleja en las discusiones sobre las maneras de funcionar del capital, como de los requisitos de provisión contracíclicos, es decir, aumentar la cantidad de capital que los bancos deben mantener durante los buenos tiempos para que puedan soportar mejor su erosión en tiempos de crisis. Incluso si eso fuera posible, no necesariamente aumentaría el papel del capital como medida sistémica de resguardo. El enfoque continuo en las instituciones de depósito ignora el papel decreciente de los depósitos y los préstamos bancarios tradicionales en US y el cambio presta atención hacia un sistema basado en el mercado en el que el 80% de la intermediación financiera se lleva a cabo en los mercados de capitales con préstamos de corto plazo por las instituciones financieras fondeando gran parte de la expansión del crédito (Appelbaum et al. 2013). Fuera del sistema bancario, el capital ha desempeñado un papel más limitado en la regulación de la solidez, y aumentar los requerimientos de capital para los bancos, parece inútil como una respuesta sistémica, si los requisitos no se extienden y aplican a otros sectores del sistema financiero. Sin embargo, la adopción de una política de este tipo daría lugar a un cambio aún más desequilibrado de capitales hacia las finanzas y fuera de los sectores productivos.

4. La Crisis reconfigura la caja de herramientas monetarias

La profundidad de la crisis financiera que comenzó en 2008 y la duración de la recesión que le siguió confrontó a los bancos centrales con una serie de pruebas de *stress* recurrentes y en tiempo

real. La Fed respondió al adoptar nuevas estrategias y al ampliar la gama de activos que adquirió en la ejecución de estas estrategias. También estuvo dispuesta a interactuar con otros bancos centrales y otros segmentos del sistema financiero global en las primeras etapas de la crisis. En un sentido amplio, las herramientas que empleó eran tradicionales -los préstamos, la realización de operaciones de mercado abierto y la creación de reservas bancarias-, pero se emplearon de manera que cambió la caja de herramientas.

Las secciones siguientes enfocarán los principales programas que la Fed utilizó para encarar la crisis y hacer frente a la recesión. El resultado de estos esfuerzos sugiere que las revisiones de la caja de herramientas son un trabajo en proceso; que es necesaria una reevaluación de estrategias antiguas y nuevas, tanto para hacer frente a las crisis financieras como a los ciclos moderados de crédito que interrumpen el crecimiento económico.

Los préstamos de la Fed durante la crisis

En 1984, la Fed hacía uso intensivo de la ventanilla de descuento para contener una crisis potencial que involucró al Banco Continental Illinois. Por suerte, el problema en ese momento se centró en un sólo banco, pero presagió algunos de los problemas que la Fed tendría que enfrentar en 2008: la pérdida de confianza en una institución importante por parte de otras instituciones, las cuales dependían de su financiamiento; la amenaza al banco por sus propias actividades no bancarias; y, una salida de una fuente importante de fondeo -el papel comercial- que estaba fuera de la base de los activos tradicionales para descuentos y compras en el mercado abierto de la Fed. La lucha de la Fed para asegurar un aterrizaje suave del Continental Illinois y evitar el contagio fue observada con mucha atención por otros bancos. La transparencia de la hoja de balance de la Fed dejó en claro la cantidad de

préstamos diariamente requeridos y, desanimó a otros bancos del uso de la ventanilla de descuento ya que ellos también serían vistos como débiles -una preocupación que persistió después de 1984 y modificó la manera en la cual la Fed respondió durante el desenlace de la crisis en diciembre de 2007.

Por ejemplo, el primero de los de más de 12 programas de préstamos o facilidades que la Fed creó, la Term Auction Facility (TAF) reflejó la conciencia de lo que se llamó el "problema de la estigmatización". Los bancos fueron autorizados a pedir prestado en grupos y negociar la tasa como si fuera una subasta. La mayor de las facilidades en cuanto al número de bancos participantes⁹ y el mayor tiempo de duración,¹⁰ el TAF alcanzó a representar el 22% del total de préstamos. Aún así, era indicativo del carácter global de los préstamos de la Fed en el período: los grandes bancos fueron los prestatarios dominantes, y muchos de ellos eran bancos extranjeros y la tasa de interés promediaba ligeramente por encima o por debajo de 1% (Matthews 2013).¹¹

Mientras que la TAF estaba abierta a muchos bancos, la mayor parte de los préstamos de la Fed (62% de los préstamos totales de 1.7 billones de dólares -bdd) estaban destinados a 20 *primary dealers* a través de la Term Securities Lending Facility (TSLF) y la Primary Dealers Credit Facility (PDCF) a una tasa de interés promedio de 0.48%.¹² La TSLF proveyó colateral de alta calidad a los bancos de inversión para respaldar los préstamos del mercado

9. Un total de 416 bancos participaron en la TAF pero muchos fueron subsidiarios de bancos mayores.

10. La TAF estuvo vigente entre Diciembre de 2007 a Marzo de 2010.

11. Por ejemplo, el total acumulado de préstamos de Bank of America, Barclays and the Royal Bank of Scotland fue de 704.2 mil millones de dólares (mdd) a una tasa de interés promedio de 0.78%.

12. De los 20 *primary dealers* que participaron en este programa, tres -Citigroup, Merrill Lynch y Morgan Stanley- contaron por el 40% de los préstamos totales.

de repo, mientras que la PDCF (51% del total de préstamos de la Fed) prestó dinero en efectivo como colateral. Otras facilidades importantes incluyeron la Asset-Backed Commercial Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF) que actuaba indirectamente para apoyar a los fondos mutuales del mercado de dinero y el mercado de papel comercial respaldado por activos al extender préstamos a las instituciones financieras intermediarias (Matthews 2013).

El análisis de Matthews (2013) sobre estas facilidades de crédito señala que la duración de los programas y el hecho de que la tasa de interés no era punitivo indica que la Fed estaba tratando una crisis de insolvencia en lugar de una de liquidez. Por otra parte sostiene que el mantenimiento de bajas tasas sobre los préstamos y el permiso otorgado a los bancos de negociar sus tasas de interés con la Fed a través de subastas representaron un esfuerzo por mejorar la rentabilidad de los bancos. En conclusión, ella cuestiona el uso que hizo la Fed de sus capacidades de PUI para hacer frente a la insolvencia, basándose en el argumento de que validaron los instrumentos y las prácticas bancarias inestables y ha sentado las bases para una crisis aún mayor.

La flexibilización cuantitativa (QE)

La Fed comenzó la primera ronda de QE en noviembre de 2008, la segunda en noviembre de 2010 y la tercera en septiembre de 2012. En diciembre de 2012, se anunció que sus compras de valores bajaron pero que el QE3 continuarían hasta que la tasa de desempleo cayera hasta el 6.5% y las perspectivas de inflación a medio plazo se elevaran al 2.5%. Para mayo de 2013, la Fed había comprado casi 3 bdd de bonos del Tesoro de US y de valores respaldados por hipotecas. Como proporción de la economía estadounidense, esta cantidad era ligeramente inferior a la cantidad

de bonos (569 mmdd) del gobierno adquiridos por el Banco de Inglaterra como proporción de la economía del Reino Unido. Mientras tanto, el Banco de Japón también ha adoptado el QE como una estrategia al anunciar que duplicaría la oferta monetaria de la nación. Además, el gobierno japonés, a diferencia de su contraparte en US y el Reino Unido, ha anunciado un nuevo paquete de estímulo que será financiado por las compras del banco central de los bonos del Estado contraviniendo la prohibición de larga data contra la monetización del gasto público (Appelbaum et al. 2013).

En general se supone que QE fue motivada por la opinión de Bernanke de que la política monetaria había aumentado la severidad de la depresión en la década de 1930 debido a que no había sido lo suficientemente acomodaticia. Es una estrategia que, obviamente, cuenta con el apoyo de una mayoría de la Comisión de Mercado Abierto de la Reserva Federal, uno de cuyos miembros, James Bullard del Banco de la Reserva St. Louis, ha instado al Banco Central Europeo (BCE) a considerar grandes compras de bonos para reducir las tasas de interés (Ewing 2013).¹³ Los economistas que apoyan la acción de la Fed rechazan el argumento de que la acumulación de las reservas resultantes de las compras a gran escala de la Fed podría llevar a la inflación si los bancos comienzan a utilizar el exceso de reservas para respaldar nuevos préstamos. Ellos argumentan que el problema es la deflación; que el crecimiento perdido de los salarios y el trabajo ha suprimido la demanda y mantendrá la inflación y los tipos de interés bajos hasta que el estímulo monetario ayude a estimular la recuperación.

13. El presidente del Banco Central Europeo (BCE), Mario Draghi, respondió a Bullard señalando la incapacidad del BCE para financiar a los gobiernos, la falta de un bono singular del gobierno de la UE y el hecho de que, a diferencia de US, el 80% de la intermediación es a través del sistema bancario, no de los mercados de capitales (Appelbaum et al., 2013).

Pero la QE también tiene otros críticos. Algunos piensan que el problema con la QE no está en el futuro, que es ya evidente que la Fed, una vez más, tiene su enfoque en los precios al consumidor y ha ignorado las protuberancias en los precios de los activos. En su opinión, el uso de la Fed de QE para mantener una velocidad unido al blanco cero, provocó una "búsqueda de rentabilidad" que alimentó niveles récord en las bolsas de US, Reino Unido y Japón - una forma de inflación de los activos que contribuyó a nuevos aumentos de desigualdad (Eisinger 2013).¹⁴ Otros críticos señalan que las bajas tasas de corto plazo alientan la inestabilidad financiera (White 2013; Zumbun 2013) y la especulación impulsada por el crédito en el sector financiero. Para muchos, los bajos rendimientos desalientan el ahorro y así desalientan la formación de capital, mientras que, para otros, su efecto es aminorar el consumo actual al exigir más ahorro para la jubilación (White 2013).

Pero la mayor causa de preocupación sobre la QE es que, hasta ahora, no ha funcionado; la Fed no está consiguiendo lo que quiere: empleo y recuperación. Donald L. Kohn, un ex vicepresidente de la Fed, dice que no sabe "por qué no estamos recibiendo más respuestas ... ¿por qué tenemos las tasas de interés reales negativas en todas partes en el mundo industrial y tan poco el crecimiento" (Appelbaum et al. 2013). William R. White, un ex funcionario del BIS que ha sido uno de los principales partidarios de las políticas macroprudenciales ve "razones importantes para creer que los diversos canales por los que la política monetaria podría funcionar normalmente están al menos parcialmente bloqueados" (White 2013: 29). Por ahora parece que, como él y el

14 Para Mayo de 2013, el índice de Standard and Poor's 500 se había duplicado desde las primeras compras de bonos en 2008 (Appelbaum et al, 2013).

ex gobernador del Banco de Inglaterra, Mervyn King, han dicho, hay un límite a lo que la política monetaria puede hacer para estimular la recuperación (Appelbaum et al. 2013).

La acumulación de reservas en exceso

Los activos de la Fed se duplicaron, y un poco más, conforme a la creación de nuevas líneas de crédito y la expansión del menú de títulos que compró. Por el lado pasivo de la hoja de balance, las reservas creadas en el proceso de pago de estos nuevos activos aumentaron de 2.1 mmdd en otoño de 2008 a 900 mmdd en enero de 2009 y hasta 1.5 bdd al cierre de 2012 (Reserva Federal, *Flujo de Fondos*).¹⁵ En septiembre de 2008, el Congreso aprobó la solicitud de la Fed para tener la autoridad de pagar intereses sobre las reservas para alentar a los bancos para mantener reservas en exceso a lo legalmente requerido. Como señala Pollin (2012), los intereses sobre las reservas (0.25%) dieron a los bancos un generoso margen sobre la tasa de los fondos federales (0.07% en 2011) sobre un activo seguro y de valor seguro -que no están sujetos a ajustes de precios (valoración a mercado). Si bien esta estrategia sin duda ayudó a preservar el capital mediante el apoyo a las ganancias bancarias, el pago de intereses sobre las reservas debilitó aún más los incentivos de los bancos para prestar. Su fracaso en reanudar los préstamos, mientras mantienen altos niveles de reservas, sugiere que la estrategia fue la última versión de la trampa de liquidez de la década de 1930 y una nueva versión de la habitual política post-trauma de la Fed de salvar a los bancos a costa de la economía.

El control sobre la tasa de fondos federales se había debilitado tras el colapso de Lehman Brothers y, en el otoño de 2010, la Fed trató

15. Pollin (2012) señala que las reservas bancarias en 2011 fueron el 10.5% del PIB y el 15.3% de los pasivos bancarios.

de justificar el pago de intereses sobre las reservas como una forma de recuperar su influencia sobre las tasas de interés. Bernanke argumentó que los bancos no prestarían dinero en el mercado a una tasa de interés más baja que la tasa que podrían ganar sin riesgo en la Fed y que aumentar la tasa de interés sobre las reservas pondría presión al alza sobre los tipos de interés a corto plazo (Lanman 2010). Mientras otros bancos centrales utilizan los intereses de los depósitos de reserva como instrumento de política en los sistemas basados en la banca, el cambio institucional en US, hacia un sistema basado en el mercado, ha limitado su efecto sistémico, ya que la principal influencia serían los préstamos bancarios. Mientras tanto, los críticos de la política proponen la abolición de los pagos de intereses para alentar los préstamos y/o gravar impuestos sobre el exceso de reservas (Palley 2011; Pollin 2012).

Aparte del uso de los pagos de las reservas como un nuevo tipo de meta, la Fed parece indispuesta a restablecer el papel de los encajes para limitar el crédito. Otros, sin embargo, han renovado sus llamadas para requerimientos de reservas basados en activos. Palley, por ejemplo, propone su uso como "específicos controles discrecionales y anticíclicos de la hoja de balance sobre el sector financiero", incluyendo a la banca de sombra y los hedge funds (Palley 2011: 19). Él argumenta que, a diferencia de los encajes, las tasas de interés no son selectivos y no son eficaces en la reducción de los desequilibrios sectoriales. Por otra parte, incluso sin focalización sectorial, los encajes pueden ser empleados para contener el apalancamiento excesivo y pueden usarse como activos que cumplan con los requisitos de liquidez (Palley 2011).

5. Reconstruyendo la caja de herramientas de la Fed

El resultado anémico de cuatro años de aplicación de la estrategia de QE y las discusiones de las propuestas para fortalecer el control

de la tasa de referencia sugiere que la Fed tiene que reevaluar sus herramientas contracíclicas. Un primer paso en este tipo de evaluación es asegurar que cualquier herramienta propuesta o actual puede aplicarse de manera efectiva en el contexto de un sistema financiero estadounidense radicalmente cambiado, en el que la banca tradicional de relaciones personales ha sido sustituida por "un sistema de mercado colateralizado con el mercado de repo en su corazón" (White 2013: 41). A menos que las iniciativas monetarias puedan afectar a todos los intermediarios financieros y mercados de crédito, la Fed no podrá contrarrestar los efectos procíclicos de las fuerzas del mercado. Pedir al Congreso extender los requisitos de reserva para todas las instituciones financieras sería una forma en que la Fed podría recuperar su influencia sobre la oferta de crédito y le permitiría orientar los desequilibrios al aumentar y disminuir los requisitos sin crear desventajas competitivas para sectores e instituciones individuales.¹⁶

Los requerimientos de reservas como la principal herramienta monetaria, operando en paralelo con las operaciones de mercado abierto también mejoraría la capacidad de la Fed para actuar como PUI. Como revelaron los acontecimientos de 2008-2009, el capital es un soporte necesario para las instituciones, pero no ofrece ninguna protección contra la insolvencia en una crisis sistémica, ya sea para el propio sistema o de la institución en particular. Se necesita un nuevo colchón *sistémico*: uno que, a diferencia del capital, pueda ser creado y extinguido de forma contracíclica por un organismo público.

¹⁶ Para una discusión más detallada de los aspectos de esta propuesta y los cambios en las hojas de balance que facilitarían la expansión de los requerimientos de reservas a sectores financieros más allá de la banca, véase D'Arista 2002 y 2009

En resumen, la Fed debe encargarse de emplear su inmenso capital intelectual para encontrar formas de canalizar el flujo equilibrado de crédito necesario para restaurar el crecimiento económico sostenible. Se le debe al pueblo estadounidense una evaluación realista de los cambios estratégicos que deben hacer, tomando en consideración su fracaso en prevenir la crisis financiera y la recesión económica más costosa desde la Gran Depresión.

Referencias

- Appelbaum, B., Ewing, J. Tabuchi, H. y Thomas, L. Jr. (2013), “Central Banks Act with a New Boldness to Revitalize Economies.” *The New York Times* (Mayo 28).
- Baker, A. 2013. “The Gradual Transformation? The Incremental Dynamics of Macroprudential Regulation.” *Regulation and Governance*: 1-18.
- Bank for International Settlements (2002), through 2008. *Annual Report*. BIS: Basel: Suiza.
- Bernanke, B.S. (2010), Speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium. Jackson Hole, Wyoming.
- Borio, C., y P. Lowe (2002), “Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus”. BIS Working Paper No. 114. BIS, Basel: Suiza.
- Borio, C., and W.R. White (2003), “Whither Monetary and Financial Stability: The Implications of Evolving Policy Regimes?”. Presentation at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming.
- Crockett, A. (2000), “Marrying the Micro- and Macro-prudential Dimensions of Financial Stability”. Paper presented at the 11th National Conference of Banking Supervisors, BIS: Basel, Suiza.

- D'Arista, J. (1993), *The Evolution of U.S. Finance: Book I*. M.E. Sharpe: Armonk, NY.
- _____ (2002), "Rebuilding the Transmission System for Monetary Policy". Financial Markets Center, Howardsville, VA.
- _____ (2009), "Setting an Agenda for Monetary Reform". Working Paper No. 190. Political Economy Research Institute, University of Massachusetts, Amherst.
- D'Arista, J., y J. Boyce. (2002), "Where Credit is Due: Allocating Credit to Advance Environmental Goals". *Challenge* 45, no. 3: 58-82.
- D'Arista, J., y T. Schlesinger (1993), "The Parallel Banking System". In *Transforming the U.S. Financial System: Equity and Efficiency for the 21st Century*, ed. G.A. Dymski, G. Epstein and R. Pollin. Armonk, NY: M.E. Sharpe Inc.
- Elliott, D. J., G. Feldberg, and A. Lehnert (2013), "The History of Cyclical Macroprudential Policy in the United States." Working Paper #0008. Office of Financial Research, U.S. Department of the Treasury: Washington, DC.
- Eisinger, J. (2013), "Why Fund Managers May Be Right About the Fed." *The New York Times*, (Mayo 15).
- Ewing, J. (2013), "In Europe, a Fed President Urges Quantitative Easing." *The New York Times*, (Mayo 21).
- Federal Reserve System. *Flow of Funds Accounts of the United States* [varios años]. Board of Governors of the Federal Reserve System: Washington, DC.
- Greenspan, A. (1993), "Opening Remarks". *Changing Capital Markets: Implications for Monetary Policy*. Conference Proceedings of the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming.
- Lanman, S. (2010), "Fed Weighs Interest on Reserves as New Benchmark Rate." Bloomberg.com. (January 26).

- Matthews, N. (2013), “How the Fed Reanimated Wall Street: The Low and Extended Lending Rates that Revived the Big Banks.” Working Paper No. 758. The Levy Economics Institute of Bard College: Annandale-on-Hudson.
- Minsky, H.P. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven, Ct: Yale University Press.
- Palley, T. (2000), “Stabilizing Finance: the Case for Asset-Based Reserve Requirements.” Financial Markets Center: Howardsville, VA.
- _____ (2003), “Asset Price Bubbles and the Case for Asset-Based Reserve Requirements”. *Challenge* 46, no. 3.
- _____ (2011), “Monetary Policy and Central Banking after the Crisis: The Implications of Rethinking Macroeconomic Theory.” Working Paper 8/2011. Hans Bockler Stiftung: Dusseldorf, Germany.
- Pollin, R. (1993), “Public Credit Allocation Through the Federal Reserve: Why It Is Needed; How It Should Be Done”. In *Transforming the U.S. Financial System: Equity and Efficiency for the 21st Century*, ed. G.A. Dymski, G. Epstein and R. Pollin. Armonk, NY: M.E. Sharpe Inc.
- _____ (2012), “The Great Liquidity Trap of 2009-2011: Are We Stuck Pushing on Strings?” *Review of Keynesian Economics*, (Autumn): 55-76.
- Thurow, L. (1972), “Proposals for Re-channeling Funds to Meet Social Priorities.” In *Policies for a More Competitive Financial System*. Conference Proceedings of the Federal Reserve Bank of Boston.
- U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis. “U.S. International Transactions.” *Survey of Current Business* [various issues]. Washington, DC.

- White, W.R. (2006), “Procyclicality in the Financial System: Do We Need a New Macrofinancial Stabilization Framework?” BIS Working Paper No.193. BIS: Basel, Suiza.
- _____ (2013), “Ultra Easy Monetary Policy and the Law of Unintended Consequences”. *Real-World Economics Review*, no. 63: 19-56.
- Zumbun, J. (2013), “Kocherlakota Says Low Fed Rates Create Financial Instability.” *Bloomberg Businessweek*, (Abril 18).