

ARTÍCULO ORIGINAL

LA ESTRATEGIA DE LA RESERVA FEDERAL ANTE LA ACTUAL CRISIS ECONÓMICA DE ESTADOS UNIDOS

The Strategy of the Federal Reserve Facing the Current Economic Crisis of the United States

MsC. Faustino Cobarrubia Gómez^{1*}

¹ Centro de Investigaciones de Economía Mundial

.....
* Autor para correspondencia:
faustino@ciem.cu

Recibido: Junio, 2014

Aceptado: Julio, 2014

Resumen:

El artículo hace un análisis crítico de la política monetaria aplicada por la Reserva Federal de Estados Unidos para el manejo de la actual crisis, haciendo una retrospectiva que muestra su evolución desde que fue creada esta institución. Profundiza en los instrumentos utilizados en la actualidad y hace una evaluación de la efectividad, así como de los riesgos de las medidas aplicadas.

Palabras Clave: crisis, política monetaria, tasas de interés, préstamos, mercados financieros

Abstract

The article makes a critical analysis of the monetary policy implemented by the United States' Federal Reserve in order to manage the current crisis, through a retrospective view which shows its evolution since the creation of this institution. The paper deepens the analysis of the instruments currently used and assesses the effectiveness and risks of the measures enforced.

Keywords: crisis, monetary policy, interest rates, loans, financial markets

Introducción

La crisis financiera que comenzó en agosto de 2007 y que, posteriormente, se trasladó a la economía real hasta devenir la peor crisis económica de Estados Unidos desde la Segunda Guerra Mundial, ha puesto a prueba las lecciones aprendidas sobre política monetaria a raíz de la Gran Depresión.

Ben Bernanke, el presidente de la Reserva Federal (Fed), el banco central de Estados Unidos, es considerado uno de los más profundos estudiosos de ese trágico episodio de la historia económica, a cuya adecuada comprensión, todavía pendiente, se ha referido como el “Santo Grial de la macroeconomía” (Bernanke, 2000). En uno de sus artículos más conocidos (Bernanke, 1983), concluye que la actuación poco decidida de la Reserva Federal a principios de los años treinta contribuyó a la profundidad y a la severidad de la Gran Depresión. Esta teoría fue expuesta por primera vez en 1963 por Milton Friedman, el líder del monetarismo, y Anna Schwartz.

En el 2013 se celebra el primer centenario de la Fed. Por ello, en la reunión de la “American Economic Association”, el 5 de enero de ese año en San Diego, se dedicó una de las sesiones a las reflexiones que sobre dicho aniversario plantearon un pequeño grupo de los economistas más relevantes de Estados Unidos.

En una de las presentaciones de dicha sesión los profesores Carmen M. Reinhart Kenneth S. Rogoff, bajo el título “*Shifting Mandates: The Federal Reserve’s First Centennial*”, detallaron los mandatos cambiantes que fue adoptando la propia Fed a lo largo de su historia y los instrumentos que utilizó. Pero lo más interesante fueron quizás sus conclusiones finales.

Por un lado, aunque de manera muy suave, se critica a toda la literatura académica y la propia práctica de política monetaria que cada vez más derivó hacia una visión del mundo donde los tipos de interés a corto plazo eran considerados como un instrumento de política monetaria suficiente. Ahora resulta que estos señores se dan cuenta que los requerimientos de reservas, los controles de capitales, o los controles crediticios son instrumentos más que necesarios. ¡A buenas horas mangas verdes!

Imbuidos por el pensamiento único o el Consenso de Washington todos estos economistas asumieron que los mercados eran eficientes y completos, y los inversores racionales¹. Así, los responsables de la Reserva Federal no fueron capaces de prever la gravedad de la crisis que se fraguaba en el sector financiero, como revela, seis años después, la transcripción de las reuniones que la autoridad monetaria celebró en 2007. O al menos no reconocieron la amplitud del sismo global que provocó el derrumbe de Lehman Brothers en el otoño de 2008 y una crisis financiera y económica de enormes proporciones.

¹ Por ello, había que eliminar trabas absurdas como la ley Glass-Steagall, los requerimientos de reservas, y nada de limitar el crédito, con los tipos de interés a corto plazo bastaría.

En sus intervenciones públicas de la época, Bernanke, ya se encargó de restar dramatismo a los problemas que empezaron a aflorar en Bear Stearns, la entidad que meses después tuvo que ser rescatada por JP Morgan Chase con su asistencia. No era un intento por calmar los ánimos. El documento muestra que la reacción fue lenta e insuficiente. El banco central de EEUU no apreciaba riesgo de contagio a la economía.

Incluso, en las reuniones de la institución primaba la idea del crecimiento moderado y de que en el mercado inmobiliario –donde la corrección de precios ya había comenzado en el verano de 2006– lo peor se estaba dejando atrás. Lo que no fueron capaces de ver a tiempo es que las hipotecas basura habían intoxicado los balances de los grandes bancos del mundo.

“Básicamente, lo que creo que está sucediendo en cierta forma es algo muy bueno: nos preocupaba que los mercados eran demasiado optimistas, que había demasiada opacidad y que la gente no se preocupaba por ello. Ahora, de hecho, están preocupados, y creo que es fundamentalmente una situación saludable”, señalaba el consejero Frederic Mishkin en la reunión de agosto de 2007 en relación con las hipotecas basura (Pozzi, 2013).

En ese mes, las condiciones exigían un recorte del precio del dinero para evitar la aguda contracción del crédito. Los documentos hechos públicos muestran, a partir de las discusiones mantenidas por los miembros de la Fed, que la inflación era la principal preocupación.

Timothy Geithner, entonces presidente de la Fed de Nueva York y después convertido en secretario del Tesoro, aseguraba también en agosto de 2007 que las grandes instituciones de Wall Street estaban bien. “No hay indicios de que estén sufriendo presiones del lado de la financiación”, comentó en una conversación telefónica de emergencia, “el dinero les sigue fluyendo” (Pozzi, 2013).

Sin embargo, en septiembre, la Fed ya operaba en modo de crisis con una primera inyección de liquidez. De acuerdo con las transcripciones, empezaba a estar claro que sí había riesgos para el crecimiento y que si no se procedía pronto a un cambio de política, habría un deterioro rápido de la economía real. Así lo expuso, por ejemplo, Sandra Pianalto, presidenta de la Fed de Cleveland.

De no tocar los tipos de interés a principios de agosto, la Fed pasó a rebajarlos del 5,25% al 4,25% en tres saltos para finales de 2007. Era solo el comienzo de una acción monetaria que aún perdura y que ha marcado pauta en los mandatos de la institución.

Retrospectiva necesaria

Reinhart y Rogoff, esbozan cómo los mandatos de la Fed se han transformado con el tiempo. Frente a un objetivo inicial de estabilidad financiera en sus inicios de 1913, la Fed financió mediante su monetización o señoreaje los déficits fiscales durante la Segunda Guerra Mundial y sus secuelas. A partir de la década de los 70, y hasta la crisis sub-prime de 2007, según los autores, se puso mayor énfasis en la estabilización de la inflación y la estabilidad de precios, lo cual no es del todo cierto, al revisar el mandato de Allan Greenspan.

Ahora, según los autores, el péndulo vuelve a poner un mayor peso en su mandato inicial de la estabilidad financiera, que los políticos y los mercados financieros habían llegado a dar por sentado durante la era de la posguerra. Es llamativa la utilización de estos argumentos, que implícitamente justificaban el desmantelamiento de todo lo que se instauró bajo la administración de Franklyn Delano Roosevelt para que no volviera a repetirse una crisis como la Gran Depresión. Y no aprendieron, tras dicho desmantelamiento era cuestión de tiempo esperar a que se produjera un colapso como el actual.

Los instrumentos de la Fed bajo los distintos mandatos

Reinhart y Rogoff presentan evidencia que sugiere que en todos estos regímenes, bien sea el mandato de estabilidad financiera, de baja inflación y el pleno empleo, o monetización de la deuda pública, los tipos de interés a corto plazo no suelen ser una estadística suficiente para caracterizar las condiciones monetarias o de liquidez en un punto en el tiempo. Los autores hacen hincapié en la evolución del crédito para complementar los tipos de interés y ofrecer una visión completa de las condiciones financieras (Vozpópuli, 2013).

Concluyen que los objetivos múltiples de política monetaria requieren múltiples instrumentos. Políticas tales como los cambios en los requisitos de reservas y de márgenes, y una variedad de medidas de crédito que han sido descartadas como anticuadas deben incorporarse como parte del conjunto de herramientas de todo banco central. Curiosamente estos instrumentos han seguido desempeñando un papel central en la definición de la política monetaria en muchos países emergentes.

A modo de ejemplo, según los autores, si la Reserva Federal tuviera una mayor capacidad de imponer requisitos de reserva, las políticas de flexibilización cuantitativa de hoy en día tendrían menos riesgos de salida, y en consecuencia se podrían emplear de forma más agresiva.

Por lo tanto, implícitamente, los autores rechazan la tendencia que durante las últimas tres décadas, tanto la literatura académica como la práctica política, derivó hacia una visión del mundo donde el tipo de interés a corto plazo era el único instrumento

necesario de política monetaria. Los fundamentos teóricos que apoyan este punto de vista por lo general asumían mercados completos y eficientes, un supuesto falso. Una mentira más de la ortodoxia neoliberal.

La actuación más reciente de la Fed

Durante la más reciente crisis económica, la Reserva Federal ha intentado cumplir con el mandato que el Congreso de EEUU le encomienda: promover el máximo empleo sostenible y un nivel estable de precios, y contribuir a la estabilidad financiera, actuando para contener los trastornos financieros y prevenir su difusión.

Así, desde los propios inicios de la crisis, la Fed acudió a su tradicional instrumento de política monetaria del periodo de postguerra: el control del tipo de interés de los fondos federales.

En respuesta a la crítica situación de los mercados financieros, el 17 de agosto de 2007 la Reserva Federal redujo en 50 puntos el tipo de interés de la ventana de descuento, del 6,25% al 5,75%², además de extender el plazo de los préstamos y ampliar las clases de garantía que podían presentarse (para incluir hipotecas y activos similares). A su vez, a medida que las condiciones económicas empeoraban, la Reserva Federal reducía considerablemente el tipo de interés objetivo de los fondos federales (en adelante, tipo de interés), un punto en septiembre, un cuarto de punto en octubre y otro cuarto en noviembre, situándolo en el 4,25%.

No obstante, como las tensiones en los mercados crediticios no disminuían, durante el primer semestre de 2008 la Reserva Federal redujo de modo drástico el tipo de interés, situándolo en el 2% en abril de 2008. Esta actitud decidida y agresiva puso de manifiesto que el banco central estadounidense había pasado de implementar una política de equilibrio entre luchar contra la inflación y mantener el crecimiento económico, a una política claramente encaminada a evitar la recesión.

Y todo ello a una velocidad sin precedentes en la actuación histórica de la Reserva Federal, lo que podía introducir riesgos inflacionarios y fue tan aplaudido desde Wall Street como criticado desde algunos sectores académicos (Cassidy, 2008).

Los sucesivos descensos del tipo de interés no estimularon el gasto en el sector privado tanto como la situación requería y la crisis se intensificó en el otoño de 2008. Por este motivo, en el marco de una acción coordinada y sin precedentes entre seis bancos centrales, la Reserva Federal redujo el tipo de interés otro medio punto el 8 de octubre. Finalmente, en diciembre de ese año, se estableció el tipo de interés en el rango entre 0 y 0,25%, lo que significa que desde entonces la política de tipo de

² A no ser que se indique lo contrario, todos los datos presentados a lo largo del artículo proceden directamente de la Reserva Federal o han sido elaborados a partir de datos de la Reserva Federal.

interés en Estados Unidos es esencialmente de cero, algo que no ocurría desde la Gran Depresión. Una vez que el tipo de interés nominal es cero no se pueden realizar más ajustes a la baja, en virtud de que los prestamistas no aceptarán un tipo de interés nominal negativo cuando se puede mantener efectivo, de modo que el principal instrumento de política monetaria parecía agotado a finales de 2008.

A lo largo de los últimos cinco años, la Fed ha reiterado su propósito de impulsar la creación del empleo, aunque sin amenazar la estabilidad de los precios. El 2012 fue un año en donde más que nunca quedó claro y “hasta por escrito” el compromiso de la Reserva Federal como sostenedora en última instancia del nivel de precios de los activos financieros, lo que se ha dado en conocer como entorno reflacionario (El Economista, 2013).

Sin embargo, en su histórico comunicado del 12 de diciembre de 2012, la Fed supeditó su decisión de mantener la tasa de los fondos federales en los niveles mínimos actuales hasta mediados de 2015, a que la tasa de desempleo alcance al menos el 6.5%; en otras palabras, antepuso los objetivos de pleno empleo a las metas de inflación³. Era la primera vez en décadas enteras de hacer política monetaria que la Fed enviaba semejante señal, lo cual sin dudas reescribía la forma de hacer política monetaria: absoluta certeza es lo que se busca sin lugar a ambigüedades, a fin de apuntalar una recuperación que sigue siendo incierta (El Economista, 2013).

En efecto, la crudeza de la reciente crisis económica ha puesto de relieve las limitaciones de utilizar el tipo de interés de muy corto plazo como único instrumento de política monetaria. De hecho, algunos economistas, como el profesor Rajan de la Universidad de Chicago, argumentan que probablemente se haya agotado la vía de unas condiciones crediticias de bajos tipos de interés para el estímulo al crecimiento (Reuters, 2013). Más aún, funcionarios de la propia Fed consideran que la agresiva política monetaria expansiva podría estar frustrando los esfuerzos de los estadounidenses para restaurar su riqueza personal y de hecho podría impedir un repunte más general del consumo del país (Reuters, 2013).

Por ejemplo, Charles Plosser, el presidente de la Fed de Filadelfia, que ha criticado abiertamente la prolongada política de tasas de interés cercanas al cero por ciento del organismo monetario, delineó de qué manera esas políticas podrían estar socavando la reactivación económica estadounidense que deberían alentar. "Los esfuerzos para hacer aún más negativas las tasas de interés reales o las promesas de mantener las tasas bajas por mucho tiempo podrían haber frustrado los esfuerzos de las familias para reconstituir sus hojas de balance sin estimular la demanda agregada o el consumo. Ahora, pese a que ya pasaron tres años desde el fin de la recesión, a las familias les tomará tiempo restablecer su riqueza a un nivel cómodo, y los intentos por

³ Actualmente la Fed toleraría hasta un 2.5% de inflación de corto plazo por encima de su meta de equilibrio de largo plazo del 2%.

incrementar el 'estímulo' económico podrían no servir para acelerar el proceso y de hecho podrían prolongarlo" (Reuters, 2013).

Con la finalidad de actuar sobre las expectativas de los agentes e influir sobre los tipos de interés de largo plazo, la Reserva Federal también recurrió a otro de sus instrumentos convencionales, su política de comunicación. Como las tasas de largo plazo no son sino una función de las tasas actuales de corto plazo y de las tasas futuras esperadas (más una prima temporal), un compromiso creíble de mantener las tasas de corto plazo en cero por un tiempo prolongado, disminuye las expectativas del público sobre las tasas futuras, reduciendo las tasas de largo plazo y estimulando así la demanda agregada (Bernanke, 2002).

Políticas no convencionales: *credit easing*

Aunque se pudiera aceptar que las reducciones en el tipo de interés tuvieron algún efecto positivo, la situación crítica en los mercados de crédito limitaba claramente su impacto. En teoría, para que el tipo de interés sea un instrumento suficiente para la conducción de la política monetaria son necesarios dos supuestos (Blanchard et al., 2010). El primero es que los efectos reales de la política monetaria tengan lugar a través de los tipos de interés y los precios de los activos, no a través de ningún efecto directo de los agregados monetarios. El segundo es que todos los tipos de interés y los precios de los activos estén vinculados a través del arbitraje⁴.

Sin embargo, la creciente sofisticación financiera había conducido a la segmentación de los mercados a la vez que favorecido la actuación de inversores especializados en mercados específicos. En condiciones normales, los mercados están estrechamente vinculados a través del arbitraje, pero cuando muchos inversores se retiran repentinamente del mercado, la interrelación desaparece y el efecto en los precios puede ser muy grande. Cuando esto ocurre, como en la crisis actual, los tipos de interés de los distintos activos dejan de estar vinculados a través del arbitraje y la política de tipos de interés a corto plazo no es un instrumento suficiente para reactivar el mercado.

Así, la crisis se fue agravando y la Reserva Federal tuvo que poner en marcha un arsenal de medidas de política monetaria no convencional, respondiendo al deterioro de la situación en los mercados financieros y de la economía real de un modo agresivo, "innovador" y decidido para estabilizar el sector financiero, conjurar un probable proceso deflacionario y evitar que la economía cayera por el precipicio.

⁴ Bajo estos dos supuestos, que aparentemente se cumplían antes de la explosión de la crisis, modificando el tipo de interés de corto plazo, todas las demás tasas y precios de los activos debían seguir el comportamiento impulsado por la Reserva Federal. De modo que se consideraba que intervenir en más de un mercado era redundante o inconsistente, y los detalles de la intermediación financiera eran, en gran medida, irrelevantes para el desarrollo de la política monetaria.

Muchas de esas medidas no existían antes de la crisis y fueron creadas por la Reserva Federal a medida que la situación lo requería⁵. Todas ellas hacen uso del activo de la Reserva Federal y, en esencia, implican la concesión de préstamos o la compra de activos. El objetivo era extender el préstamo y facilitar los flujos de crédito en el conjunto de la economía, aumentando de modo extraordinario el crédito disponible, ampliando su provisión de liquidez a entidades no bancarias e interviniendo directamente (con compras) e indirectamente (aceptando activos como garantía) en un amplio espectro de mercados de activos, como el del papel comercial o el hipotecario.

Estas medidas monetarias no convencionales se pueden agrupar en tres grupos (Bernanke, 2009a): préstamos a bancos y otras entidades financieras, suministro de liquidez a mercados de crédito considerados clave y compra de títulos de largo plazo.

Préstamos a bancos y a otras instituciones financieras

Este tipo de instrumentos está estrechamente vinculado al papel tradicional de un banco central como prestamista de última instancia. Mediante ellos, la Reserva Federal proporciona liquidez de corto plazo a bancos e instituciones financieras para que unos y otros aumenten su confianza y puedan afrontar préstamos e inversiones de largo plazo, con la seguridad de que tendrán acceso a financiación cuando lo necesiten. El objetivo es reducir el riesgo sistémico y evitar una crisis de liquidez clásica al asegurar a los participantes en el mercado que si los inversores de corto plazo perdieran confianza, las instituciones financieras podrían satisfacer sus demandas de efectivo sin tener que acudir a masivas y desestabilizadoras ventas de activos. Además, con estos instrumentos, se pretende reducir las tensiones de financiación e incrementar la disposición de bancos e instituciones financieras a prestar y crear mercados.

Un instrumento tradicional de la Reserva Federal son los préstamos a corto plazo que ofrece a los bancos comerciales a través de la ventana de descuento. En tiempos normales, esta ventana no es utilizada por los bancos, ya que el diferencial entre el tipo de descuento y el tipo de interés de los fondos federales suele ser de un punto porcentual, lo que significa que el mercado interbancario proporciona crédito más barato. Una vez que comenzó la crisis financiera, y a pesar de las reducciones en el

⁵ En todo caso, las líneas generales de muchas medidas no convencionales puestas en marcha ya se anticipan en Bernanke (2002), donde el actual presidente de la Reserva Federal muestra del siguiente modo su confianza en la eficacia de la política monetaria aún cuando el tipo de interés se sitúe en niveles cercanos a cero: “Como ya he señalado, algunos observadores han concluido que cuando el tipo de interés llega a cero –su mínimo en términos prácticos– la política monetaria pierde su capacidad para estimular más la demanda agregada y la economía. Desde un punto de vista conceptual, y en mi opinión, también desde un punto de vista práctico, esta conclusión es claramente errónea”.

tipo de descuento aplicadas por la Reserva Federal, ésta detectaba que los bancos no estaban utilizando la liquidez provista mediante este mecanismo. La razón principal radicaba en que tomar prestado de la ventana de descuento enviaba la negativa señal al mercado de que el que lo hacía estaba teniendo dificultades para conseguir dinero. Este “estigma” asociado con la petición de préstamos a través del procedimiento normal provocaba que a medida que la crisis avanzaba, los bancos continuasen siendo reacios a acudir a esa fuente de liquidez.

Por ello, la Reserva Federal creó en diciembre de 2007 el TAF (Term Auction Facility). Mediante este instrumento, la Reserva Federal ofrece fondos a los bancos comerciales a través de una subasta anónima exigiendo el mismo tipo de garantía que en el préstamo normal a través de la ventana de descuento. De modo que el uso de este mecanismo no conlleva ningún juicio sobre la situación financiera del que lo usa, por lo que se elimina el “estigma” asociado a la petición del préstamo normal y pueden acudir a él tanto los bancos saneados como los bancos con problemas.

A su vez, como los mercados financieros están mundialmente interconectados y tienen alcance global, también existían problemas de liquidez en los mercados interbancarios a nivel internacional. En consecuencia, la Reserva Federal extendió, en diciembre de 2007, líneas de intercambio (swaps de divisas) con el Banco Central Europeo y con el Banco Nacional Suizo, permitiendo a estos bancos centrales ofrecer liquidez en dólares a los bancos comerciales de sus áreas. Más adelante, en septiembre de 2008, se abrieron nuevas líneas de intercambio con el Banco de Japón, el Banco de Inglaterra y el Banco de Canadá, hasta llegar a mantenerlas con catorce bancos centrales extranjeros.

A pesar del positivo impacto de esas iniciativas, la liquidez seguía siendo escasa y se reducía la cantidad de títulos del Tesoro en el mercado. En tiempos normales, tanto los títulos del Tesoro como otro tipo de activos (por ejemplo, activos respaldados por hipotecas) sirven de garantía en los mercados de crédito. No obstante, durante la crisis financiera, muchos prestamistas empezaron a aceptar como garantía únicamente los títulos del Tesoro, lo que hizo que muchos prestatarios solventes que no disponían de este tipo de activos (pero sí de otros activos con buena calificación) no pudiesen acceder al crédito. Para acometer esta escasez de garantías, la Reserva Federal introdujo dos nuevos instrumentos en marzo de 2008.

Uno de ellos fue el TSLF (Term Securities Lending Facility), que extiende los plazos de los préstamos⁶ y aumenta los activos que pueden ser utilizados como garantía⁷ por las entidades que toman prestados títulos del Tesoro de la Reserva Federal. Mediante

⁶ Los prestatarios pueden mantener los títulos del Estado hasta 28 días.

⁷ Los prestatarios pueden proveer valores menos líquidos como garantías, como deuda de agencias federales, títulos de agencias federales respaldados por una hipoteca o títulos privados de rating triple A respaldados por una hipoteca.

este instrumento se pretendía reactivar especialmente los mercados de repos, en los que se negocian contratos de compra y recompra de activos financieros, principalmente títulos del Tesoro, que no estaban operando eficientemente debido a problemas de liquidez.

El otro instrumento fue el PDCF (Primary Dealer Credit Facility), que extiende los derechos de préstamo de los bancos comerciales a los bancos de inversión y otras entidades financieras no bancarias⁸. Hasta entonces, la Reserva Federal se había resistido a prestar a compañías de Wall Street por miedo a que esa disponibilidad, por un problema de riesgo moral, las llevara a tomar un riesgo excesivo. No obstante, con la intención de mejorar la liquidez de los mercados y animar a los operadores a crear mercados y a proporcionar crédito a sus clientes, la Fed se vio obligada a crear esta facilidad de crédito para operadores primarios.

Además, en respuesta a la intensificación de los problemas del sector financiero en septiembre de 2008, la Reserva Federal expandió los tipos de garantía aceptados en el TSLF y el PDCF⁹. Para todos esos instrumentos de provisión de crédito, los préstamos están sobre-garantizados (i.e., el valor de la garantía es mayor que el valor del préstamo) con recursos de la compañía prestataria, lo que, en principio, parece reflejar la intención de la Reserva Federal de reducir el riesgo de crédito al que se expone.

Suministro de liquidez a mercados de crédito considerados clave

A pesar de que los numerosos y creativos instrumentos descritos en el apartado anterior sirvieron para inyectar liquidez de forma masiva a las entidades financieras, los mercados de crédito seguían flaqueando. La liquidez suministrada por la Reserva Federal no estaba siendo transferida a los mercados de crédito por las instituciones que la estaban obteniendo, y los préstamos a las entidades financieras no estaban solucionando las lagunas crediticias en los mercados no bancarios.

Durante las últimas décadas, la intermediación financiera ha pasado gradualmente del préstamo bancario a los mercados de capitales. Por este motivo, para estabilizar el sistema financiero, la Reserva Federal decidió actuar sobre los mercados de crédito no bancarios de los que muchas empresas dependen para su financiación de corto y largo plazo, ampliando su papel como prestamista de última instancia a entidades no

⁸ Técnicamente, a los 19 operadores primarios con los que la Reserva Federal realiza sus operaciones diarias de mercado abierto. Como esta nueva facilidad de crédito implicaba prestar a instituciones no explícitamente permitidas en la Ley de la Reserva Federal, la Reserva Federal tuvo que acudir a la autoridad conferida por la sección 13 (3) de dicha Ley, que permite ese tipo de préstamos en condiciones exigentes y de emergencia”.

⁹ Concretamente, el TSLF acepta todo tipo de títulos de inversión, y el PDCF permite cualquier garantía aceptable en un sistema repo de tres partes.

bancarias e introduciendo un segundo paquete de instrumentos cuyo objetivo era proporcionar liquidez directamente en mercados de crédito considerados clave.

Los principales mercados no bancarios son los mercados de fondos del mercado monetario y los mercados de fondos de inversión colectiva. En septiembre de 2008, la Reserva Federal creó el AMLF (Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility) y en octubre de 2008, tras la caída de Lehman Brothers, reaccionó rápidamente creando el CPFF (Commercial Paper Funding Facility). El objetivo de estos instrumentos era financiar la compra de papel comercial¹⁰ respaldado por activos de estos fondos y proporcionar liquidez en estos mercados, ante eventuales retiradas de fondos por parte de los inversores de corto plazo. Una vez más, la Reserva Federal estaba actuando como prestamista de última instancia para evitar una crisis de liquidez. Además, la situación de incertidumbre en estos mercados hacía dudar de la posibilidad de las compañías de refinanciar esa deuda, de modo que estas facilidades de crédito se introdujeron para minimizar ese riesgo de imposibilidad de refinanciamiento y recuperar la confianza en el mercado.

Dentro de este apoyo a determinados mercados de crédito considerados clave, la Reserva Federal fue aún más lejos e introdujo medidas concretas con el objetivo específico de estabilizar a determinadas instituciones. Concretamente, concedió préstamos en marzo de 2008 para facilitar la absorción de Bear Stearns por parte de JP Morgan Chase, y en septiembre de 2008 para el rescate de AIG¹¹ (Willardson, 2008).

Por último, en noviembre de 2008, la Reserva Federal creó el TALF (Term Asset-Backed Securities Loan Facility), programa dirigido a proporcionar liquidez en los mercados de titulización de créditos al consumidor y a las pequeñas y medianas empresas, que estaban básicamente estancados. Mediante estos préstamos, la Reserva Federal presta dinero en los mercados de titulización de activos respaldados por créditos a estudiantes, créditos para compra de coches, créditos de tarjeta de crédito y créditos similares¹².

¹⁰ El papel comercial es deuda emitida por las empresas, normalmente para gestionar necesidades de efectivo en el corto plazo.

¹¹ Bear Stearns era el quinto banco de inversión más grande de EEUU y AIG la principal compañía de seguros del país (y una de las empresas más grandes del mundo). Ambas compañías tenían insalvables problemas que las conducían directamente a la quiebra, lo que debido a sus enormes interconexiones con el resto de instituciones en los mercados (y en el caso de AIG también por su tamaño) conllevaban graves consecuencias sistémicas, por lo que la Reserva Federal decidió introducir medidas específicas para rescatarlas, no sin mostrar claros reparos. En relación con AIG, Ben Bernanke ha dicho: «Como regla general, mi preferencia clara es que cualquier empresa que no puede cumplir con sus obligaciones debe soportar las consecuencias del sistema de mercado. en mi opinión, prevenir la quiebra de AIG fue la mejor de las distintas malas opciones que teníamos a nuestra disposición » (Bernanke, 2009a).

¹² Además, el Departamento del Tesoro proporciona cobertura a estos créditos TALF por medio de fondos de su programa TARP (Troubled Asset Relief Program).

Compra de títulos de largo plazo o Programa de flexibilización cuantitativa¹³.

El tercer tipo de iniciativas de la Reserva Federal pretende mejorar las condiciones en los mercados de crédito privado a través de la compra de valores de largo plazo en esos mercados, con la intención de presionar a la baja los tipos de interés en los préstamos de largo plazo. Es lo que se conoce como programa de compra de activos a gran escala o programas de “flexibilización cuantitativa” (*quantitative easing* - QE, por sus siglas en inglés)¹⁴, que no es más que imprimir nuevos dólares sin respaldo productivo.

El 25 de noviembre de 2008, la Reserva Federal anunció que emprendería planes de compra de obligaciones y de titulizaciones hipotecarias de las empresas vinculadas al Gobierno relacionadas con el mercado inmobiliario, es decir, Fannie Mae, Freddie Mac, Ginnie Mae y Federal Home Loan Banks. En marzo de 2009 anunció que compraría bonos del Tesoro de largo plazo.

En sus esfuerzos desesperados por evitar la debacle, el banco central norteamericano ha lanzado ya tres rondas de “flexibilización cuantitativa” (ver cuadro 1), que implican la inyección de más de 3 billones de dólares y han provocado un nuevo record superior a los 4 billones de dólares¹⁵ de la base monetaria de EEUU (LaRouche, 2012).

Cuadro 1. Secuencia temporal de los programas de compras de activos a gran escala de la Reserva Federal

¹³ Hay un consenso entre banqueros centrales de que cuando se avecinan tiempos difíciles, conviene aumentar la oferta monetaria (léase crear dinero). La Fed puede hacer esto reduciendo la tasa de interés de los fondos federales o comprando bonos del Tesoro de EE.UU. La flexibilización cuantitativa es un término sofisticado para referirse a una versión mucho más amplia de este segundo método: en lugar de limitarse a comprar bonos del Tesoro, ahora la Fed compra –a precios por encima de los que el mercado fijaría– activos financieros, como títulos hipotecarios.

¹⁴ La Reserva Federal financia la compra de activos mediante la creación de reservas en las cuentas que los bancos comerciales tienen en el banco central. Esto implica que el tamaño del balance de la Reserva Federal aumenta en la misma cantidad que las compras de activos.

¹⁵ El aumento de la base monetaria se produce porque la Reserva Federal está comprando activos de los bancos con dinero nuevo que ha sido generado electrónicamente. En este intercambio, la Fed recibe un activo – normalmente un bono del estado – y el banco recibe nuevas reservas bancarias. Esto resulta en un aumento de la “base monetaria”, que consiste en el dinero físico en manos de los ciudadanos y de la reserva en metálico que los bancos depositan en la Fed.

LA ESTRATEGIA DE LA RESERVA FEDERAL ANTE LA ACTUAL CRISIS ECONÓMICA DE ESTADOS UNIDOS

MsC. Faustino Cobarrubia Gómez

Programa	Fecha	Descripción
LSAP1 (QE1)	25 de noviembre de 2008	Compra de deuda de GSE hasta US\$100 miles de millones y hasta US\$500 miles de millones en activos respaldados por hipotecas con garantía de las GSE (Agency MBS).
Extensión de LSAP1	Marzo de 2009	Compra de deuda pública a largo plazo hasta US\$300 miles de millones, deuda de GSE hasta US\$200 miles de millones y activos respaldados por hipotecas hasta US\$1.250 miles de millones.
Reinversión	Agosto de 2010	Reinversión de los pagos de principal e intereses (de las tenencias de deuda pública y MBS) en deuda pública a largo plazo.
LSAP2 (QE2)	4 de noviembre de 2010	Compra de deuda pública a largo plazo hasta US\$ 600 miles de millones (finaliza en junio de 2011).
MEP1 (Operación Twist 1)	21 de septiembre de 2011	Compra de US\$ 400 miles de millones de deuda pública entre 6-30 años y vender la misma cantidad de 3 años o menos.
MEP2 (Operación Twist 2)	20 de junio de 2012	Compra de US\$ 267 miles de millones de deuda pública entre 6-30 años y vender la misma cantidad de 3 años o menos.
LSAP3 (QE3)	13 de septiembre de 2012	Compra de US\$ 40 miles de millones de activos respaldados por hipotecas con garantía de las GSE cada mes, sin fecha de finalización.

Fuente: Reserva Federal y elaboración propia.

Como el sistema de reserva fraccional tiene el potencial de multiplicar cada dólar de la base monetaria por diez, los más de 3 billones de dólares en base monetaria creados desde la crisis del 2008 se convierten en más de 30 billones de dólares, que pueden ser usados para conceder préstamos, y que circulan por el sistema bancario inflando las burbujas de activos y espoleando los precios al consumidor (GoldMoney, 2012).

A diferencia de las anteriores, la tercera ronda de flexibilización cuantitativa, lanzada en septiembre del 2012, se enfoca más en la compra de hipotecas; la intención de la Fed es disminuir las tasas hipotecarias para aumentar la demanda de vivienda. Más importante aún, esta tercera ronda no tiene finalización explícita, la Fed no fijó una fecha límite para la compra de estos bonos respaldados por hipotecas ni para la de los bonos del Tesoro. Algunos críticos consideran que la flexibilización cuantitativa podría continuar para siempre.

Al comprar a razón mensual 40,000 millones de dólares más en titulaciones hipotecarias emitidas por agencias gubernamentales, la Reserva Federal se convertirá en la propietaria de la mayoría de todos estos activos. Cada mes, se emiten aproximadamente 120,000 a 125,000 millones de dólares. La Fed ya estaba comprando cerca de 25,000 millones de dólares al mes antes del anuncio. Las facturas mensuales de la Fed están creciendo cada vez más, ya que la entidad planea gastar 85,000 millones de dólares al mes en activos (incluyendo hipotecas) "a largo plazo" hasta finales de 2012. En junio de 2013, Ben Bernanke apuntó que si la economía mantiene el esperado ritmo de crecimiento, el Banco Central que dirige, moderaría las compras mensuales de bonos y el programa de alivio cuantitativo podría finalizar a mediados del 2014.

Con la estrategia de flexibilización cuantitativa la Reserva Federal está avalando la permanencia –y hasta el crecimiento– del inmenso déficit fiscal del gobierno de Estados Unidos. Este es su efecto más nocivo y menos perceptible en el corto plazo: en lugar de actuar como un sano contrapeso a la tendencia deficitaria del gobierno, el banco central actúa como el principal respaldo del gasto deficitario. Además de causar innumerables perjuicios económicos, esta decisión vulnera la democracia y la rendición de cuentas en Estados Unidos.

La política de *credit easing* y la hoja de balance de la Reserva Federal

El conjunto de medidas no convencionales adoptadas por la Reserva Federal durante la crisis financiera ha sido denominado política de *credit easing*. Según Bernanke (2009a) esta estrategia es, desde un punto de vista conceptual, diferente de la estrategia que siguió el Banco Central de Japón entre 2001 y 2006, normalmente denominada *quantitative easing*. Si bien en ambos casos se produce una expansión de los activos del banco central, la política de *credit easing* no se centra únicamente en la cantidad de activos del banco, sino también en la composición de la hoja de balance, es decir, en el *mix* de activos que tiene, y en cómo esta composición de activos afecta a las condiciones de crédito en los mercados. A su vez, esta estrategia pretende que los instrumentos de crédito estén determinados en gran medida por las necesidades de financiación de los agentes, de modo que su utilización aumente cuando empeoren las condiciones en los mercados, y viceversa.

La Reserva Federal ha financiado sus medidas extraordinarias recurriendo, principalmente, a la creación de dinero, aunque también vendiendo títulos del Tesoro u obteniendo fondos del Tesoro, que ha emitido deuda para financiar algunas medidas de la Reserva Federal. Esta estrategia ha incrementando enormemente el tamaño de la hoja de balance de la Reserva Federal y ha cambiado radicalmente su composición, lo que plantea grandes desafíos para la política monetaria norteamericana y global.

Entre agosto de 2007 y septiembre de 2008, la Reserva Federal esterilizó su política monetaria expansiva, vendiendo una gran cantidad de títulos del Tesoro de los que disponía para financiar sus medidas de provisión de liquidez. En consecuencia, el tamaño de la hoja de balance no cambió, aunque sí su composición: el peso de los títulos del Tesoro se redujo, y aumentó el de otro tipo de activos (préstamos a los bancos, etcétera).

Desde septiembre de 2008, la Reserva Federal dejó de aplicar políticas de esterilización y recurrió en gran medida a la impresión de dinero, expandiendo extraordinariamente el tamaño de su hoja de balance de un modo que no tiene precedentes en la historia. Desde septiembre de 2008, los activos de la Reserva Federal han pasado de 900.000 millones de dólares a más de 3 billones de dólares en el 2012. Esta ingente compra de activos ha aumentado las reservas de los bancos en la Reserva Federal, que han pasado de los 11.000 millones en septiembre de 2008 a

1,7 billones de dólares en el 2012 (Chang, 2013). Es mucho más de lo que nunca antes habían tenido y eso podría ser un gran problema; el exceso de liquidez dificultaría el control de la inflación con las alzas de las tasas de interés.

Antes de la crisis financiera, la cantidad de efectivo que los bancos mantenían inactivo en la Reserva Federal rara vez superaba los 25,000 millones de dólares, que en términos de un sistema bancario de varios billones de dólares es una cantidad insignificante. Sin embargo, poco después del inicio de la crisis financiera, como una medida para ayudar a los bancos y salvar a la economía (o quizás al revés), el Banco Central comenzó a pagar intereses a los bancos por el dinero depositado en esta institución (Stephen, 2013).

El dinero fluyó hacia adentro y ha ido en aumento desde entonces, pero la tasa de incremento se ha acelerado recientemente. En los primeros tres meses del 2013, las reservas bancarias de la Fed aumentaron en casi 200,000 millones de dólares, o 25%, después de apenas moverse en 2012. La cantidad superó la marca de un billón de dólares por primera vez en abril. Sin embargo, todo ese dinero extra ha servido de poco para impulsar el crédito, que se redujo en el primer trimestre (Stephen, 2013).

Según un reporte de la firma de investigación bancaria SNL Financial, Marshall Schraibman y Robb Soukup, muchas instituciones todavía han registrado depósitos en el globo del Banco Central a medida que más liquidez se ha acumulado en sus balances generales en los últimos años (Stephen, 2013).

A su vez, desde septiembre de 2008, la composición del activo de la Reserva Federal ha variado sensiblemente. En una primera fase, los activos correspondientes a los instrumentos de provisión de liquidez tenían un papel predominante. No obstante, estas medidas se han ido contrayendo hasta casi extinguirse, su lugar lo han ido ocupando los activos hipotecarios de largo plazo que la Reserva Federal ha ido comprando, y que ya supera los 4 billones de dólares (LaRouche, 2012).

Un artículo de la agencia Bloomberg News del 2 de diciembre de 2012 titulado "Crece escasez de valores de Tesorería porque la Fed absorbe el 90% de los nuevos bonos de EEUU" –un análisis que se refiere al año fiscal 2013 bajo esta política de la Fed– señala que la Fed "absorberá efectivamente alrededor del 90% neto de los nuevos activos de interés fijo denominados en dólares", emitidos en la economía de Estados Unidos. Este análisis se basa en el supuesto dudoso de que el déficit (la emisión de valores del Tesoro) se recortará en 2013 de 1.2 billones de dólares a 950,000 millones de dólares (una reducción de 250,000 millones de dólares) (LaRouche, 2012).

En otras palabras, a ese ritmo, para fines de 2013, la "cartera de activos" de la Fed, que ya está muy por encima de los 4 billones de dólares, será equivalente a la cuarta parte del PIB de Estados Unidos. Las implicaciones de esto superan con creces las mentiras que ha dicho Bernanke bajo juramento, como cuando dijo bajo testimonio a la

Comisión de Servicios Financieros de la Cámara de Representantes en julio de 2009, que "la Reserva Federal no va a monetizar la deuda federal". (LaRouche, 2012).

Ante esta realidad, es preciso preguntarse: ¿cuál es la efectividad de estas políticas?, y aún más relevante: ¿qué riesgos pueden conllevar para la economía en el mediano y largo plazo?

Efectividad de las medidas en la evolución de los mercados

¿Cuál ha sido el efecto de las medidas puestas en marcha por la Reserva Federal durante la crisis financiera? Responder a esta cuestión no resulta fácil. Por un lado, la transmisión a la economía es compleja y el impacto de cada medida es difícil de aislar del que han tenido el paquete de estímulo fiscal y, sobre todo, las medidas financieras de inyección de capital promovidas por el Departamento del Tesoro o el Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC). Por otro lado, en un entorno caracterizado por un bajo nivel de confianza por parte de los agentes y por severas disfunciones en los mercados de crédito, resulta complicado saber qué es lo que hubiese ocurrido en caso de que la Reserva Federal no hubiese actuado como lo ha hecho.

No obstante, a pesar de la dificultad de determinar de modo preciso el impacto de cada una de las medidas, es razonable afirmar que la estrategia de la Reserva Federal ha contribuido a estabilizar los mercados financieros y a facilitar el crédito en el conjunto de la economía.

En primer lugar, la aplicación de una política monetaria expansiva consistente en la provisión de una liquidez casi ilimitada ha contribuido a reducir el nivel de riesgo sistémico, en especial, durante las semanas inmediatamente posteriores a la caída de Lehman Brothers (Klyuev et al., 2009). Desde el año 2009, los indicadores de estrés financiero del FMI experimentaron descensos continuados en relación con los máximos alcanzados tras la quiebra de Lehman Brothers.

En segundo lugar, las medidas de provisión de liquidez de la Reserva Federal han contribuido a reducir el endurecimiento del crédito y a conseguir una cierta vuelta a la normalidad en el mercado monetario (Minegishi y Cournède, 2010). Se ha observado cómo el diferencial LIBOR-OIS¹⁶, principal indicador para medir el estrés en el mercado interbancario, se ha reducido en distintos momentos de la crisis financiera después del anuncio y puesta en marcha de distintas medidas no convencionales.

¹⁶ El London Interbank Offer Rate (LIBOR) es el tipo al que los bancos indican que están dispuestos a realizar préstamos a otros bancos durante un periodo determinado. El Overnight Index Swap (OIS) es el tipo de un derivado sobre el tipo de los préstamos a un día. El OIS se considera una medida de las expectativas del mercado sobre el tipo de interés de los fondos federales. El diferencial LIBOR-OIS se considera una buena medida de estrés financiero y puede ser descompuesto entre sus componentes de riesgo de liquidez y riesgo de crédito.

Por ejemplo, a finales de 2007, este indicador se redujo sensiblemente tras el anuncio de la creación del TAF. A su vez, después de la quiebra de Lehman Brothers y durante el primer semestre de 2009, este diferencial disminuyó de modo notable tras la comunicación de la Reserva Federal de que aumentaría considerablemente las cantidades subastadas con el TAF y de que crearía el AMLF y el CPFF. Por su parte, los swaps realizados con 14 bancos centrales también han contribuido a reducir la presión sobre el diferencial LIBOR-OIS (Hooper y Slock, 2009). A finales de 2009, el diferencial LIBOR-OIS se situaba casi en los niveles previos a agosto de 2007.

La estabilización del mercado interbancario ha supuesto unos menores costes de financiación para los bancos y una reducción en los indicadores clave para establecer los préstamos a agentes no financieros. No obstante, las enormes provisiones de liquidez no han conseguido que los mercados vuelvan a la situación previa a agosto de 2007, ni que el préstamo bancario evolucione a un ritmo positivo (Klyuev et al., 2009). Ello se explica tanto por el bajo ritmo de actividad económica como por las claras limitaciones de la Reserva Federal para satisfacer las necesidades de capital de los bancos y, de este modo, fortalecer su capacidad para dar nuevos préstamos. Durante gran parte de la crisis financiera, la Reserva Federal ha contribuido a reducir el riesgo de liquidez, pero no el riesgo de crédito (Duca et al. 2009; Klyuev et al., 2009), en donde incide, entre otras cosas, la percepción de los mercados sobre los riesgos derivados de la existencia de activos de dudoso valor y sobre de las posibles insolvencias generadas por el aumento del desempleo.

En cuanto a sus efectos sobre otras variables del mercado monetario, Hooper y Slock (2009) argumentan que el TSLF ha contribuido a reducir los diferenciales entre las tasas que los operadores primarios afrontaban en los repos colateralizados con titulaciones hipotecarias en relación con los repos colateralizados con títulos del Tesoro. Por su parte, Duca et al. (2009) afirman que el AMLF y el CPFF han contribuido a reducir los diferenciales entre las tasas del papel comercial con respecto al OIS o a activos con menos riesgo como los títulos del Tesoro.

La mejora global en la situación del mercado monetario derivada de la implementación de las medidas no convencionales de la Reserva Federal y la corrección de las severas disfunciones en los distintos mercados de crédito, también han permitido que los recortes drásticos en el tipo de interés aplicados desde la segunda mitad de 2007 hasta finales de 2008 se hayan podido transmitir con mayor eficacia a los mercados de crédito y a la actividad económica (Minegishi y Cournède, 2010).

En tercer lugar, los mercados de titularización de activos también han experimentado una mejora. El anuncio de la compra de títulos hipotecarios y, sobre todo, el inicio de este programa a comienzos de 2009 ha contribuido a bajar los tipos de los préstamos hipotecarios y a reducir los diferenciales con respecto a los bonos del Tesoro de largo plazo (Duca et al., 2009; Hooper y Slock, 2009).

Varios estudios analizan el impacto de las compras de activos en los tipos de interés. Empíricamente, no es una tarea sencilla distinguir entre los efectos de la política monetaria de otros factores económicos relevantes, por lo que se han utilizado distintas metodologías para intentar aislar las consecuencias de estos programas. Según estos estudios, los tipos de interés de la deuda pública a 10 años bajaron entre 40 y 100 puntos básicos durante el primer programa de compra de activos (LSAP1) y siguieron reduciéndose en menor medida, entre 15 y 45 puntos básicos adicionales, durante el segundo programa (LSAP2). El efecto acumulado de estas dos actuaciones, junto con el programa de extensión de madurez (MEP)¹⁷, es de entre unos 80 y 120 puntos básicos. Se estiman efectos similares para los activos respaldados por hipotecas ("MBS", por sus siglas en inglés), actuación con la cual se ha intentado estimular el mercado de la vivienda. Sin embargo, dada la magnitud de las compras de deuda pública y MBS bajo estos programas, que han llegado a superar el 20% y el 25% del saldo en circulación respectivamente, no es sorprendente que su precio se haya visto afectado.

Sin duda, una prueba más contundente sobre su efectividad debe basarse en el análisis de los tipos de interés de activos que no hayan sido objeto directo de compras. Los estudios disponibles en este campo no son tan concluyentes, pues es más difícil determinar cuáles serían los tipos de interés de los distintos activos sin las intervenciones de política monetaria. En cualquier caso, la evidencia disponible parece indicar que se ha producido una reducción tanto de los tipos de interés de hipotecas minoristas como de los bonos corporativos, lo que sugiere que se han conseguido reducir los costes de financiación de familias y empresas.

Estas políticas pueden haber evitado una recaída de la actividad. De hecho, la Reserva Federal estima que los programas de compras de activos podrían haber incrementado el nivel del PIB en casi 3 puntos porcentuales e incrementado el empleo privado en más de 2 millones de empleos. Sin embargo, lo cierto es que la economía sigue muy deprimida. Parece que la considerable expansión de la base monetaria y los bajos tipos de interés no han conseguido hacer fluir el crédito a la economía real. La utilización de la capacidad productiva sigue muy por debajo de su potencial y la tasa de paro sigue en niveles muy altos.

Riesgos potenciales

¹⁷ Para afectar los tipos de interés a largo plazo, la Reserva Federal introdujo una variante en los programas de compras ya anunciados en septiembre de 2011, conocido como programa de extensión de madurez (MEP) o «Operación twist». Esta operación no implica ningún cambio en el tamaño del balance del banco central, sino que consiste en comprar deuda pública a largo plazo al mismo tiempo que vende deuda pública a corto plazo por la misma cantidad.

La respuesta de la Reserva Federal ha sido decidida, rápida e ingeniosa. El conjunto de las intervenciones ha contribuido a estabilizar la situación en los mercados de crédito durante la mayor crisis económica desde la Gran Depresión.

No obstante, las medidas extraordinarias puestas en marcha por la Reserva Federal no están exentas de ciertos riesgos potenciales.

En primer lugar, la actuación directa y selectiva de la Reserva Federal en determinados mercados ha implicado asignaciones ineficientes del crédito, y ha contribuido a la formación de burbujas especulativas en el precio de determinados activos. La Reserva Federal ha decidido intervenir en algunos mercados y no en otros, algo que no hace en sus tradicionales operaciones de mercado abierto, donde el objetivo es controlar el tipo de interés a corto plazo pero sin decidir dónde se asigna el crédito. Hamilton (2009) sostiene que es posible que la asignación directa del crédito realizada por la Reserva Federal no sea la socialmente óptima. En la misma línea, si las decisiones de intervención en determinados mercados de crédito se mantienen durante demasiado tiempo, ello podría reducir artificialmente el coste de inversión en determinados activos y generar nuevas burbujas (Minegishi y Cournède, 2010).

En efecto, la política de la Fed descrita por los estadounidenses como la de un helicóptero que lanzaría billetes a granel sobre Estados Unidos o como la de impresión de dinero sin respaldo productivo –a través de los tres programas de facilitación cuantitativa– infló una nueva burbuja de crédito (que en particular recuperó los precios de los inmuebles) y llevó los mercados bursátiles a niveles récords (el dinero de la Fed benefició, sobre todo, a los mercados financieros, a las bolsas de valores). Autorizando al tesoro a endeudarse a tasa baja, la deuda pública explotó. Y no resolvió ninguno de los problemas de la economía real.

Es por eso que la Fed no puede permitirse parar su apoyo: sin él ya no habría suficientes compradores de bonos del tesoro a las tasas actuales, las que deberían consiguientemente subir a niveles insostenibles. Sin ese apoyo, los bienes inmuebles reiniciarían su descenso a los infiernos y los mercados bursátiles se sumergirían. Pero es difícil sostener la ilusión de una economía real alimentada por burbujas por doquier. Ya sea la burbuja de los préstamos estudiantiles, la de los préstamos para automóviles, por supuesto la burbuja de los bonos del tesoro, o la nueva burbuja del tipo sub-primes, en formación a petición de Obama que ahora incita a los bancos a prestar a los particulares menos seguros para reactivar el mercado de inmuebles, todos los sectores de la economía que se sostienen sólo gracias a la Fed están desconectados de la realidad. Pero, parafraseando una película, lo importante no es la burbuja, es el aterrizaje.

En segundo lugar, la estrategia llevada a cabo por la Reserva Federal podría afectar a su “independencia”, tan necesaria para conseguir un crecimiento estable con baja inflación. El hecho de que parte de las medidas hayan sido financiadas con fondos públicos y de que todas las pérdidas derivadas de las acciones de la Reserva Federal

se cubrirán con cargo a los ingresos públicos, puede haber comprometido notablemente la independencia de la Reserva Federal (Hamilton, 2009; Goodfriend, 2009). Además, teniendo en cuenta que uno de los factores observados en varios casos de hiperinflación ha sido la pérdida de independencia de la autoridad monetaria y su disposición a recurrir a la creación de dinero para satisfacer las obligaciones de pago de la autoridad fiscal, la eventual pérdida de independencia podría haber incrementado la probabilidad de que tenga lugar una hiperinflación en el medio plazo, en especial teniendo en cuenta el espectacular déficit público en EEUU.

En tercer lugar, la implementación de estas medidas podría hacer retroceder el progreso realizado en la práctica de la política monetaria durante las últimas décadas. Taylor (2009) argumenta que el recurso a una cantidad ingente de medidas extraordinarias podría afectar al compromiso de seguir reglas predecibles en política monetaria. Como se ha señalado, se ha invocado el régimen excepcional que autoriza la Sección 13 (3) de la Ley de la Reserva Federal, por lo que a partir de ahora podría ser invocado en otras ocasiones, como por ejemplo, en caso de que la recuperación no sea demasiado rápida o de que se considere que el crédito en un determinado segmento del mercado es demasiado alto. En consecuencia, existe el riesgo de que se relaje el compromiso con una política monetaria predecible y no discrecional, que también ha constituido un factor clave en la consecución de un crecimiento estable y con baja inflación.

En cuarto lugar, es posible que parte de la disciplina en los mercados se haya perdido para siempre, en la medida en que los agentes saben que la autoridad monetaria intervendrá si otra crisis ocurre (Minegishi y Cournède, 2010). Ello incrementa los incentivos a que los agentes tomen riesgos excesivos y eleva el riesgo de que ocurran otras crisis financieras.

En quinto y último lugar, la estrategia desarrollada por la Reserva Federal ha recurrido de modo considerable al poder que este organismo ostenta en exclusiva –la facultad de crear dinero– generando un aumento histórico de la base monetaria y, en consecuencia, graves riesgos de inflación (Taylor, 2009, 2010; Hamilton, 2009).

Como ya se ha señalado, gran parte de la financiación de los programas extraordinarios de la Reserva Federal ha recurrido a la creación de dinero y ha generado un aumento espectacular de las reservas bancarias. Los bancos no están utilizando por el momento dichas reservas¹⁸. Por este motivo, aunque la base monetaria se ha incrementado considerablemente, medidas monetarias en sentido más amplio como los agregados monetarios M1 o M2 no han crecido tanto. No obstante, cuando la actividad económica mejore, los bancos podrían empezar a hacer

¹⁸ En parte porque la Reserva Federal está pagando un tipo de interés a los bancos para evitar que éstos las utilicen.

uso de sus reservas y podría generarse una inflación muy alta, en caso de que la autoridad monetaria fuese incapaz de endurecer suficientemente su política monetaria.

La estrategia de salida de la Reserva Federal

El riesgo de generar inflación es, sin duda, la mayor crítica que se ha realizado a la actuación de la Reserva Federal durante la crisis financiera. En la práctica el rápido crecimiento de la masa monetaria impulsa niveles altos de inflación, como los periodos de hiperinflación en la década de 1920 en Alemania y en los ochenta en América Latina, por lo que resulta sorprendente que los estímulos por parte de la Fed no hayan provocado una ola inflacionaria en Estados Unidos.

Martin Feldstein (2013), el profesor de Economía de la Universidad de Harvard señala que este enigma desaparece "en cuanto se advierte que "flexibilización cuantitativa" no es lo mismo que "emisión de moneda" o, para decirlo más exactamente, aumento del stock de dinero". "El stock de dinero que se relaciona más estrechamente con la inflación se compone principalmente del dinero que las empresas y los particulares tienen en los bancos" subraya Feldstein. Agrega que tradicionalmente un aumento en la compra de bonos se traslada a un crecimiento más rápido del stock de dinero. "En el 2008 se produjo un cambio fundamental en las normas de la Fed, que rompió el vínculo entre la compra de bonos y el volumen monetario subsiguiente" comentó. Es por esto, que se le permitió a la Fed adquirir una gran cantidad de bonos sin provocar un aumento en el volumen de dinero y por lo tanto, en la inflación.

Por otro lado, Feldstein (2013) considera que el vínculo entre compra de bonos y dinero en circulación depende del funcionamiento del excedente de reservas de los bancos. "Cuando la Fed compra bonos del Tesoro u otros activos, el resultado es la creación de "reservas" para los bancos, que éstos depositan en el propio Banco Central".¹⁹

No obstante, el profesor de Harvard destaca que la ausencia de niveles significativos de inflación durante los últimos años no implica que no vaya a aumentar en el futuro. Cuando las empresas y los particulares comiencen a demandar más préstamos, los bancos comerciales que tengan capital suficiente podrán satisfacer dicha demanda sin excederse de los límites que en otras condiciones resultarían de un nivel inadecuado de reservas. Esto provocará un crecimiento del gasto de empresas y particulares que, si bien en un primer momento tal vez sea bienvenido, en poco tiempo podría convertirse en una fuente no deseada de inflación.

¹⁹ De acuerdo con las normas, las instituciones financieras están obligadas a mantener un nivel de reservas equivalentes a una fracción de sus depósitos a la vista, y hasta el 2008, la Fed no pagaba intereses por el excedente de reservas por encima de esta cantidad, lo que incentivaba a los bancos a otorgar préstamos a particulares y empresas hasta que el incremento de depósitos resultante agotara el excedente.

Para evitar un proceso inflacionario, la Reserva Federal ha diseñado una estrategia de salida para dismantelar y abandonar la política monetaria expansiva que ha desarrollado durante la crisis financiera. ¿En qué consiste la estrategia de salida de la Reserva Federal?

En primer lugar, determinadas medidas incorporan un cierto dismantelamiento automático. Muchas de las medidas extraordinarias de provisión de liquidez implican activos de corto plazo y se diseñaron para que una mejora en las condiciones en los mercados de crédito redujese los incentivos de los agentes a utilizarlas (Bernanke, 2009b). Tanto los tipos de los préstamos como las exigencias de garantías se diseñaron para que las medidas resultasen menos atractivas a medida que la situación en los mercados de crédito se estabilizase.

Este dismantelamiento automático planeado por la Reserva Federal ha tenido lugar. En mayo de 2010, gran parte de las medidas puestas en marcha por la Reserva Federal expiraron o cerraron. Este es el caso del TSLF, el PDCF, el AMLF, el CPFF y los swaps temporales con bancos centrales de otros países del mundo. El TALF se cerró en junio de 2010. Además, la Reserva Federal ha normalizado las condiciones para prestar a través de la ventana de descuento, reduciendo el plazo de los préstamos al vigente antes de agosto de 2007 y aumentando el tipo al que los realiza. El dismantelamiento de la mayor parte de las medidas extraordinarias se evidencia en el balance de la Reserva Federal: si en diciembre de 2008 los activos correspondientes a las medidas de provisión de liquidez ascendían a los 1,3 billones de dólares, en el 2012 casi no existían.

En segundo lugar, la estrategia diseñada por la Reserva Federal se basa en la utilización de una serie de instrumentos que permiten endurecer la política monetaria aun cuando el tamaño de la hoja de balance siga siendo grande y los bancos dispongan de un volumen muy elevado de reservas (Bernanke, 2009c, 2010).

De hecho, esa es la situación presente, ya que aunque los activos relacionados con las medidas de provisión de liquidez se han reducido casi en su totalidad, la compra masiva de activos de largo plazo correspondientes a bonos del Tesoro y titulizaciones hipotecarias sitúa el volumen de reservas en el 2012 en 1,7 billones de dólares. Ante esta situación, ¿de qué instrumentos dispone la Reserva Federal para abandonar su política monetaria expansiva en caso de que las condiciones económicas mejoren?

En primer lugar, la Reserva Federal dispone de la autoridad, conferida por el Congreso en octubre de 2008, para pagar un interés sobre las reservas que los bancos tienen en la Reserva Federal. La finalidad de este instrumento es establecer un límite en el tipo de interés de los fondos federales, en la medida en que los bancos no se prestarán a un tipo más bajo que el que puedan obtener de la Reserva Federal. Mediante aumentos en el tipo de interés sobre las reservas, la Reserva Federal podrá presionar

a alza los tipos de interés a corto plazo y evitar que los bancos hagan uso de sus reservas a un tipo menor al establecido por la Reserva Federal. Así es como la Reserva Federal podría ir subiendo el tipo de interés objetivo de los fondos federales.

En segundo lugar, la Reserva Federal podría retirar las reservas del sistema a través del establecimiento de repos inversos. Mediante estas operaciones, la Reserva Federal reduce temporalmente las reservas del sistema, comprometiéndose a devolverlas en el largo plazo. La medida es similar, sólo que inversa, a las operaciones de repos que la Reserva Federal lleva a cabo normalmente para controlar el tipo de interés. Finalmente, un medio adicional para retirar reservas es la creación de depósitos a plazo para los bancos, similares a los depósitos que los bancos ofrecen a sus clientes.

En tercer lugar, la Reserva Federal podría optar por esperar el vencimiento de los activos de largo plazo de que dispone, o se podría embarcar en la venta directa de dichos activos de modo escalonado²⁰. Esta medida reduciría el tamaño de la hoja de balance y conseguiría detraer reservas del sistema. De hecho, reducir el tamaño de la hoja de balance y retornar a una composición tradicional (caracterizada por el predominio de títulos del Tesoro en el activo y una cantidad reducida de reservas en el pasivo) constituye el objetivo de largo plazo de la estrategia de salida de la Reserva Federal (Kocherlakota, 2010).

Algunos críticos han mostrado dudas sobre la capacidad de la Reserva Federal para endurecer la política monetaria si las condiciones económicas mejoran. Hamilton (2009) sostiene que la composición actual de la hoja de balance de la Reserva Federal, en la que los activos a largo plazo son la nota predominante, hace difícil reducirla en el corto plazo, algo que podría ser necesario si la situación económica se recuperase rápidamente. Taylor (2010) no considera tanto que exista una dificultad técnica, pero sí que exista una dificultad política, en la medida en que un endurecimiento de la política monetaria podría comprometer la recuperación económica. Teniendo en cuenta que la independencia de la Reserva Federal se ha visto comprometida, ésta podría no endurecer la política monetaria aunque fuese necesario. No obstante, otros consideran que la Reserva Federal sí dispone de los medios necesarios para aplicar una política monetaria más restrictiva cuando las

²⁰ Aunque son muchos quienes confían en que la Fed proceda entonces a drenar la extraordinaria liquidez que ha inyectado en los últimos años por la vía de enajenar buena parte de esos títulos de deuda, el instituto emisor se hallará maniatado: por cada punto que suban los tipos de interés en el mercado, experimentará minusvalías latentes de entre 200.000 y 300.000 millones de dólares sobre su cartera de activos, lo que prácticamente la obliga a, como ella misma ha anunciado, mantener todos sus títulos de deuda hasta vencimiento (y el vencimiento de más de la mitad de la cartera supera los 10 años) (Rallo, 2013).

condiciones económicas mejoren (Klyuev et al., 2009; Meyer, 2010; FMI, 2010, y que la ingente cantidad de reservas no plantea problemas para ello.

Desde mayo del 2013, las tasas de interés comenzaron a subir, debido principalmente a la preocupación por lo que podría hacer la Reserva Federal y cuándo. La mayor parte del debate gira en torno a la flexibilización cuantitativa y a los 3.1 billones de la cartera de bonos de la Fed. Pero lo que no se discute muy a menudo es el otro obstáculo que esta institución enfrenta para salir de su programa de estímulo: cómo lidiar con todo el dinero que los bancos han estacionado en la Reserva Federal y qué ocurrirá con ese dinero (Stephen, 2013).

No es ocioso recordar que la cartera de activos de la Fed consiste precisamente en todos los papeles sin valor que le han dado los bancos insolventes. Ahora la Fed está cayendo en una posición en que no puede ni siquiera empezar a hacer lo que ha venido prometiendo al Congreso cada vez que comparece, a saber, vender esa cartera de díque activos de manera ordenada para regresar a las condiciones "normales" de deuda y rendimientos, sin disparar un aumento agudo y repentino en las tasas de interés. No se puede vender gradualmente la cuarta parte del PIB sin llamar la atención.

De hecho, la Fed ha creado una burbuja en la deuda del Tesoro de Estados Unidos, la cual la manejan los bancos mismos. Hay una gran especulación en los precios de los valores del Tesoro de todos los plazos de maduración, precios que han venido subiendo sin parar en cinco años en tanto que el rendimiento se acerca cada vez más a cero. Si esta burbuja empieza a reventar al primer indicio de que las tasas comenzarán a subir, entonces sí que va a salir la Fed a imprimir dinero como desesperados.

Los dos temas -la cartera de bonos y el dinero de los bancos- son, en parte, las dos caras de la misma moneda. Cuando el Banco Central compra bonos está entregando el dinero a alguien, ya sea un banco o inversionistas. Y parte de ese dinero, sin duda, termina siendo depositado en un banco, el cual tiene que ponerlo en algún lugar. Cuando el Banco Central decide vender su cartera de bonos, esencialmente estará tomando ese dinero de vuelta y, como arte de magia, los depósitos bancarios desaparecerán.

Es por eso que algunos lo ven casi como un problema nulo. "Las reservas ni siquiera entran dentro de mi modelo", dice un exgobernador de la Reserva Federal y cofundador de la firma de pronósticos económicos Macroeconomic Advisers, Laurence Meyer. "Eso no es lo que causa la inflación y no es la forma en que la Fed estimula la economía. Se trata de un efecto secundario" (Stephen, 2013).

Sin embargo, Meyer dice que los economistas de la Fed han elaborado planes para lidiar con la creciente acumulación de efectivo. Muchos piensan que una venta masiva

de la cartera de bonos de la Fed podría ser muy perjudicial para el mercado de bonos, disparando las tasas por las nubes, lo que frenaría a la economía y causaría un daño potencialmente masivo a los bancos. Visto así, esta institución probablemente mantenga los bonos hasta su vencimiento, lo que podría tardar años. Eso significa que el dinero extra en la Fed podría estar presente durante mucho tiempo después de que la economía haya mejorado totalmente.

Esto podría dificultar el control de la inflación con las futuras alzas de las tasas de interés. La Reserva Federal paga actualmente a los bancos una tasa de interés de 0.25% en sus depósitos, que ahora ascienden a 2,500 millones de dólares al año. Algunos ya han llamado a eso un rescate "por la puerta trasera" para los bancos. Aunque los bancos tienen que pagar parte de ese dinero a la Corporación Federal de Seguros de Depósitos (FDIC, por sus siglas en inglés) con el fin de cubrir su más alta garantía de depósitos (Stephen, 2013).

Si la Reserva Federal decidiera subir las tasas de interés, tendría que aumentar lo que paga a los bancos sobre esos depósitos, lo que significa canalizar más dinero a las manos de los bancos. No está claro cómo va a plantear eso políticamente, sobre todo si se produce en un momento en el que las ganancias bancarias y los bonos de los banqueros se han disparado de nuevo.

Además, al menos parte de la razón por la que algunos bancos han aumentado considerablemente la cantidad de dinero que tienen en la Fed en el último año podría tener que ver con la expectativa de que las tasas pronto suban. Obtener una pequeña tasa de interés libre de riesgo por parte de la Fed podría ser más atractivo para los bancos que prestar dinero a tasas de interés bajas o colocar las reservas en bonos que caerán en valor cuando las tasas suban. JP Morgan Chase, por ejemplo, ha aumentado la cantidad de dinero que mantiene en la Fed a 214,000 millones de dólares, desde los 61,000 millones de dólares de hace un año. Los depósitos en efectivo en la Fed también se han elevado en Wells Fargo a 100,000 millones de dólares desde 40,000 millones de dólares hace un año. La esperanza es que en algún momento los bancos sean capaces de encontrar mejores usos para ese dinero (Stephen, 2013).

A pesar de que la Reserva Federal dispone de los instrumentos adecuados para endurecer su política monetaria cuando la situación lo requiera, ello no será tarea fácil. Por un lado, será complicado determinar el momento adecuado para empezar a hacerlo. Por otro, la Reserva Federal tendrá que convivir durante un tiempo con una hoja de balance con una composición radicalmente distinta a la tradicional, lo que configura un marco para el desarrollo de la política monetaria al que la Reserva Federal no está acostumbrada. De hecho, el gran desafío durante los próximos años será normalizar la hoja de balance.

Sólo el tiempo podrá decir hasta qué punto la Reserva Federal pudo abandonar con éxito la política monetaria expansiva que puso en marcha para evitar una segunda Gran Depresión.

Referencias

- Bernanke, B. (1983): "Nonmonetary effects of the financial crisis in propagation of the Great Depression", American Economic Review, vol. 73, nº 3, pp. 257-76, junio.
- (2000): "Essays on the Great Depression", Princeton University Press, Princeton, NJ.
- (2002): "Deflation: making sure It doesn't happen here", discurso pronunciado ante el National Economists Club, Washington, D.C, noviembre.
- (2009a): "The Crisis and the Policy Response", discurso pronunciado en el Stamp Lecture, en la London School of Economics, enero.
- (2009b): "Federal Reserve Policies to Ease Credit and Their Implications for the Fed's Balance Sheet", discurso pronunciado en el National Press Club Luncheon, Washington, D.C., febrero.
- (2009c): "Four Questions about the Financial Crisis", discurso pronunciado en el Morehouse College, Atlanta, Georgia, abril.
-(2010): "Federal Reserve's exit strategy", testimonio ante el Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, Washington, D.C., febrero.
- Blanchard, O., Dell'Ariccia, G. y Mauro, P. (2010): "Rethinking macroeconomic policy", IMF Staff Position Note No. 10/03.
- Cassidy, J. (2008): "Anatomy of a meltdown", The New Yorker, diciembre.
- Chang Matthias, 2013. Excess reserves at the Federal Reserve. One of the biggest financial scams in history: a whopping US\$1.794 trillion, en Global Research, <http://www.globalresearch.ca/excess-reserves-at-the-federalreserve-one-of-the-biggest-financial-scams-in-history-a-whopping-us1-794-trillion/5339221>
- Duca, J. V., Di Martino, D. y Renier, J.J. (2009): "Fed Confronts Financial Crisis by Expanding Its Role as Lender of Last Resort", Economic Letter, Federal Reserve Bank of Dallas, marzo.
- El Economista, 2013. 2013 y la política monetaria como ancla de expectativas, en <http://germanfermo.com/2013/01/2013-y-la-politica-monetaria-comoancla-de-expectativas.html>.
- Feldstein, Martin 2013. ¿Por qué hay tan poca inflación en Estados Unidos?, en <http://www.project-syndicate.org/commentary/the-inflationary-risk-of-uscommercial-bank-reserves-by-artinfeldstein/spanish#6A7uyd2rYe54GY7Z.99>

- FMI - Fondo Monetario Internacional (2010): "Exiting from Crisis Intervention Policies", documento conjunto de los departamentos de Investigación, Asuntos Fiscales y Mercados Monetarios y de Capitales.
- Stephen, G. 2013. El problema billonario de la Fed, en <http://www.cnnexpansion.com/economia/2013/06/13/el-problema-delbillon-en-la-fed>
- GoldMoney, 2012. La base monetaria de EEUU alcanza un nuevo récord, en <http://www.oroymas.com/2012/02/la-base-monetaria-de-eeuu-alcanza-un-nuevo-record/>.
- Goodfriend, M. (2009): «Central banking in the credit turmoil: An assessment of the Federal Reserve practice», mimeo, Carnegie Mellon University, mayo.
- Hamilton, J. (2008): «Federal Reserve balance sheet», publicado en Econbrowser, http://www.econbrowser.com/archives/2008/12/federal_reserve_1.html, diciembre.
- (2009): «Concerns about the Fed's New Balance Sheet», Working Paper, Department of Economics, University of California, San Diego.
- Hooper, P. y Stock, T. (2009): «Are the Fed's Programs Working?», Deutsche Bank Global Economic Perspectives, marzo.
- Klyuev, V., De Imus, P. y Srinivasan (2009): "Unconventional choices for unconventional times: credit and quantitative easing in advanced economies", IMF Staff Position Note n°. 2009/27.
- Kocherlakota, N. (2010): "Economic recovery and balance sheet normalization", discurso pronunciado ante Helena Business Leaders, abril.
- LaRouche, Lyndon 2012. "Política hiperinflacionaria de la Reserva Federal está fuera de control, a punto de ser irreversible", en <http://spanish.larouchepac.com/node/18120>
- Meyer, L. (2010): "Unwinding Emergency Federal Reserve Liquidity Programs and the Federal Reserve's Extraordinarily Accommodative Monetary Policy: Implications for Economic Recovery", testimonio ante el Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, marzo.
- Minegishi, M. y Cournède, B. (2010): "Monetary policy responses to the crisis and exits strategies", OECD Economics Department Working Paper, n°. 753.
- Pozzi Sandro, 2013. "Las actas de la Reserva Federal muestran que no vio venir la gravedad de la crisis", en http://economia.elpais.com/economia/2013/01/18/actualidad/1358539447_278108.html
- Rallo, Juan Ramón 2013. "La Fed, ese cerdo salvaje", en <http://juanramonrallo.com/2013/06/la-fed-ese-cerdo-salvaje>.
- Reuters, 2013. "Política de la Fed podría estar socavando la reactivación económica". Publicado por Reuters el Viernes 11-01-2013, en <http://www.dineroenimagen.com/2013-01-11/14175>

- Taylor, J. B. (2009): "Monetary policy and the recent extraordinary measures taken by the Federal Reserve", testimonio ante el House Financial Services Committee, febrero.
- (2010): "An Exit Rule for Monetary Policy", documento preparado para un testimonio ante el House Financial Services Committee, febrero.
- Vozpópuli, 2013. "La Reserva Federal, en la encrucijada (II)", en <http://vozpopuli.com/impresion/2051-la-reserva-federal-en-la-encrucijadaii/tipo-Post>
- Willardson, N. (2008): "Actions to Restore Financial Stability. A summary of recent Federal Reserve initiatives", The Region, Federal Reserve Bank of Minneapolis, diciembre.