

La baja persistente y generalizada en las tasas de interés en Estados Unidos: una interpretación alternativa

The Persistent and Widespread Low Interest Rates in the United States: An Alternative Interpretation

Journal of Economic Literature (JEL)

O51, E43, E44, E52

Palabras clave:

Determinación de los tipos de interés
Mercados financieros
y macroeconomía
Política monetaria

Keywords:

Determination of Interest Rates
Financial Markets
and the Macroeconomy
Monetary Policy
U.S.; Canada

Fecha de recepción:

14 de octubre de 2021

Fecha de aceptación:

27 de enero de 2022

Resumen

Las tasas de interés en Estados Unidos y en otros países han experimentado una baja persistente y generalizada desde la década de 1980. Las principales interpretaciones de este fenómeno ignoran el papel de factores monetarios, como la política financiera y monetaria. El ensayo propone una interpretación alternativa basada en la decisión de la Federal Reserve (FED) para conducir la política monetaria atribuyendo una alta prioridad a la estabilidad financiera. La interacción entre los cambios en la regulación financiera, la transformación de la banca “especializada” en “universal” y la preocupación de la FED sobre la inestabilidad financiera han llevado al banco central a añadir al papel de “prestamista de última instancia” aquel de “prestamista de primera instancia” que provee sistemáticamente liquidez a un bajo costo a las empresas financieras. Esta nueva conducción de la política monetaria ha producido la tendencia a la baja de las tasas de interés.

Abstract

Interest rates in the USA and in other countries have experienced persistent and generalised declines since the 1980s. The main interpretations of this phenomenon ignore the role of monetary factors, such as financial and monetary policy. The essay proposes an alternative interpretation based on the choice of the Federal Reserve (FED) to conduct monetary policy by attributing high priority to financial stability. The interaction between changes in financial regulation, the transformation of “specialized” banking into “universal”, and the FED’s concern with financial instability have led the central bank to add to the role of “lender of last resort” that of “lender of first resort” that systematically provides liquidity at a low cost to financial firms. This new conduct of monetary policy has produced the downward trend in interest rates.

1. Introducción

Desde la crisis financiera de 2007-2008 las tasas de interés se han mantenido en niveles históricamente bajos –varias de las tasas de interés de referencia se mantienen en valores nominales cercanos a cero mientras que las tasas reales en valores negativos para gran parte del período. Esta descripción es la más reciente caracterización de un proceso de baja persistente y generalizada en las tasas observada desde la década de 1980.

Santiago Gabriel Manuel

Capraro Rodríguez

Facultad de Economía, UNAM

< santiago.capraro@gmail.com >

Carlo Panico

Facultad de Economía, UNAM

< panico@unina.it >

Luis Daniel Torres González

Facultad de Economía, UNAM

< torrl352@newschool.edu >

61

Estas tendencias han captado una atención considerable tanto en la academia como en las instituciones monetarias. A pesar de este amplio interés, la gran mayoría de las hipótesis consideran un marco analítico donde las tasas de interés son reguladas por factores reales, como las preferencias de los agentes y la productividad de los factores. Las explicaciones se basan en una tendencia descendente en la tasa *natural* de interés –las diferencias consisten en las causas de la baja en la tasa natural. A pesar de la financiarización de la economía, los factores monetarios no han tenido un papel protagónico.

Este trabajo propone una interpretación alternativa basada en un enfoque monetario de las tasas de interés, donde la política monetaria de la *Federal Reserve* (FED), la cual podríamos denominar como de “*financial-stability targeting*”, en lugar de “*inflation targeting*”, está detrás de las tendencias. El trabajo revisa los informes anuales de la FED de 1995 a 2007 y se encuentra que la institución se ha ido preocupando cada vez más por la estabilidad del sistema financiero que por la inflación. La interacción entre los cambios en la regulación financiera, la transformación de la banca “especializada” en “universal” y la preocupación de la FED sobre la inestabilidad financiera han llevado al banco central a añadir al papel de “prestamista de última instancia” aquel de “prestamista de primera instancia” que provee a las empresas financieras de liquidez a un bajo costo.

La sección 2 identifica y caracteriza los hechos estilizados de un conjunto de tasas de interés representativas. La sección 3 describe algunas interpretaciones del fenómeno. La sección 4 presenta algunos elementos que sustentan la teoría monetaria del interés. La sección 5 profundiza aspectos de la política monetaria y financiera que pueden influir en los niveles de las variables monetarias. La sección 6 analiza los informes de la FED. La sección 7 concluye.

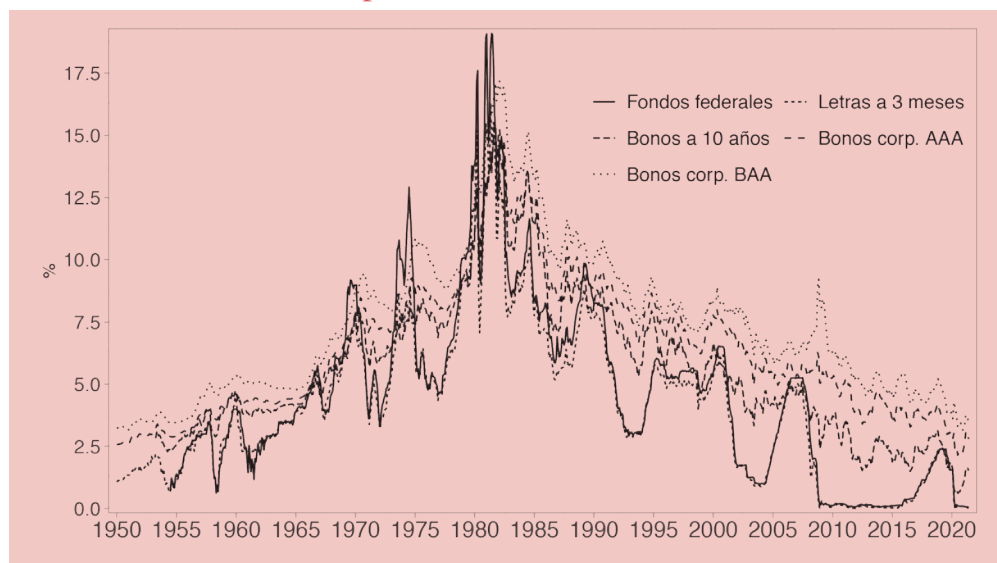
2. La baja en las tasas de interés en Estados Unidos y en otros países

Entre agosto y octubre de 1981 las tasas de interés de referencia más importantes alcanzaron su máximo histórico desde la posguerra (véase Figura 1). La tasa de los fondos federales (FF) fue de 19.1% mientras que los bonos del tesoro (*treasury securities*) a 10 años (ts10y) y los indicadores *Moody's* de los bonos corporativos fueron de 15.32%, 15.49% (AAA) y 17.18% (BAA), respectivamente. A partir de entonces, las tasas han experimentado una tendencia a la baja hasta alcanzar niveles históricamente mínimos: mientras que la FF llegó a 0.05% en el 2011 y 2020, las tasas de bonos a largo plazo llegaron a 0.62% (TS10Y) y 2.14% (AAA) y 3.16% (BAA) durante el 2020. Algunas tasas alcanzaron niveles cercanos a cero desde 2009, como la de los FF, y se han mantenido en este nivel hasta 2021. Las tasas que no llegaron a estos niveles tan bajos han continuado con su descenso persistente (como TS10Y, AAA y BAA). El último episodio de incremen-

tos en las tasas de 2018-2019 terminó por regresar rápidamente a los niveles virtualmente cero o a continuar con la tendencia descendente.

La tendencia a la baja de las tasas de interés se ha caracterizado por un marcado componente cíclico asimétrico: la fase ascendente en las tasas es regularmente sucedida de una fase descendente que supera en profundidad el nivel ganado en el período al alza.

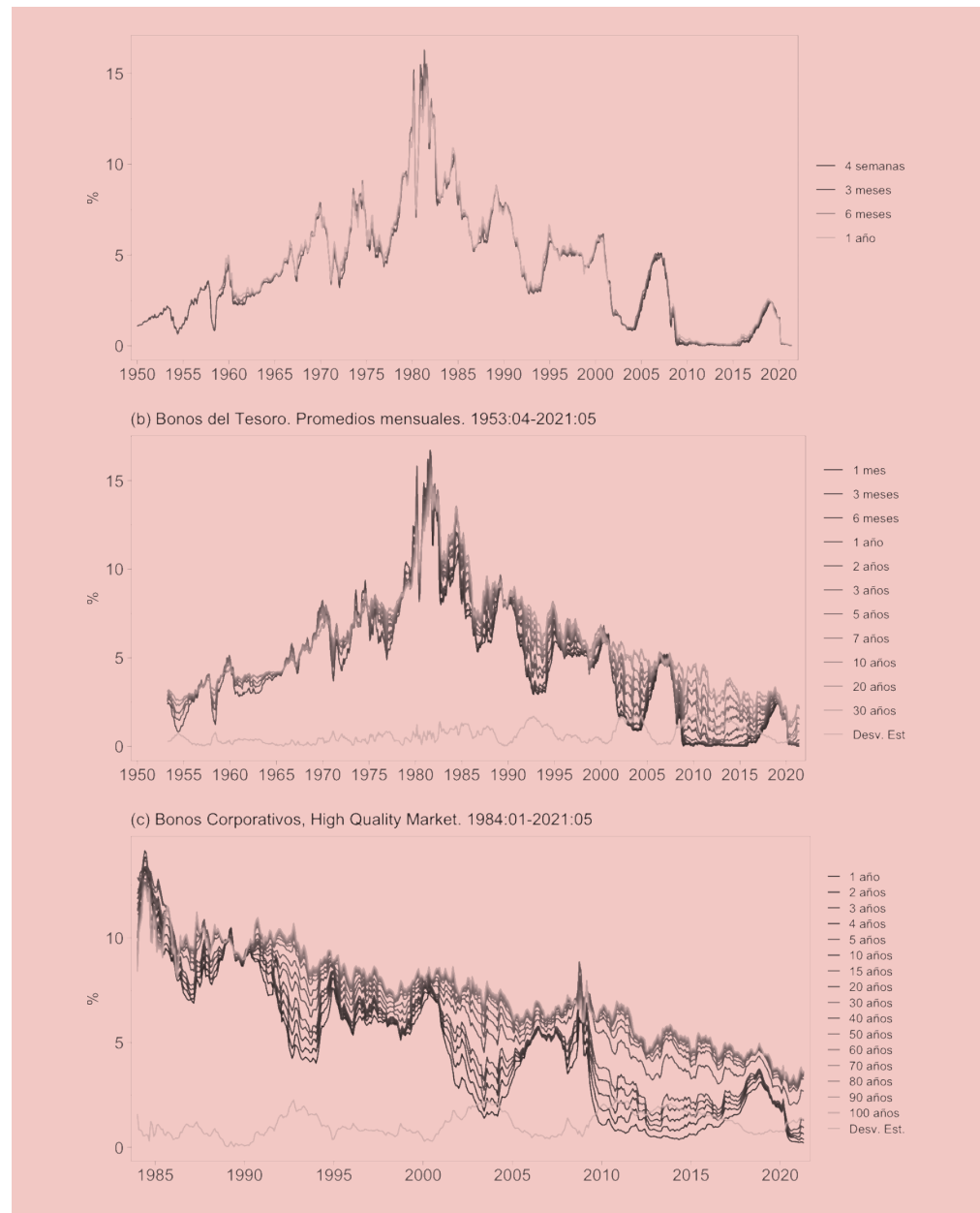
Figura 1. Tasas de interés nominales en Estados Unidos, 1950:01-2021:06
Instrumentos de deuda representativos. Promedios mensuales



La Figura 2 muestra que la baja persistente no es exclusiva de ff, ts10y, aaa y baa, sino se trata de una tendencia histórica generalizada al reproducirse en las tasas de instrumentos de deuda tanto de corto y de largo plazo como de instrumentos emitidos por instituciones públicas y privadas. El subgráfico (a) y (b) de la Figura 2 muestran las tasas de interés de las letras del tesoro (*treasury bills*) y los bonos del tesoro (*treasury securities*) para sus diferentes períodos de vencimiento. Mientras que las tasas de las letras del tesoro presentan niveles similares y correlaciones tan fuertes que frecuentemente los hace indistinguibles, las tasas de los bonos del tesoro presentan un fuerte co-movimiento, pero con una intensidad cíclica diferenciada: en los episodios de caídas los instrumentos de corto plazo tienden a caer más que los de largo plazo y lo contrario ocurre en los episodios de subida. Este patrón se observa para los indicadores de las tasas de interés de los bonos corporativos comerciados en los *high quality markets* (subgráfico (c) de la Figura 2).¹

¹ El indicador HQM (*high quality market*) que construye la Fed estima la tasa de rendimiento de diversos bonos con calificación AAA, AA y A con diferentes fechas de vencimiento como si fueran bonos con cupón cero. Las series se encuentran disponibles únicamente a partir de enero de 1984.

Figura 2. Tasas de interés nominales de Letras y Bonos en Estados Unidos.
 a) Letras del Tesoro. Promedios mensuales. 1950:01- 2021:06



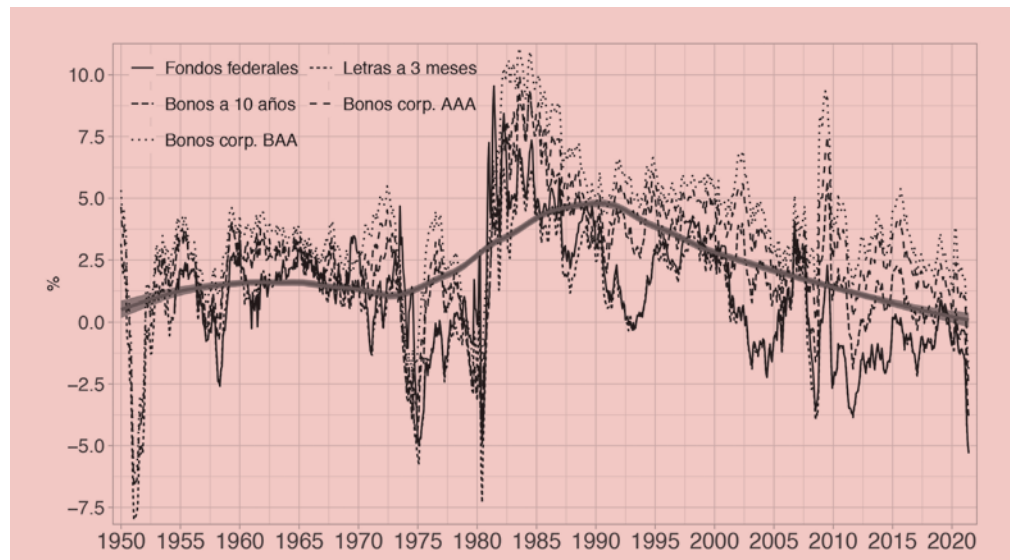
64

Durante el período 1981-1992 las tasas nominales registraron una parte sustancial de la caída en nuestro periodo de estudio. A diciembre de 1987 las FF, TS10Y y AAA llegaron a 6.77, 8.99 y 10.11%, representando entre la mitad y un tercio de su nivel en 1981. A diciembre de 1992 llegaron a 2.92, 6.77 y 7.98%. Un segundo período de bajas fue de 1993 a 2008. La grafica permite observar que hubo una caída de las tasas antes de la crisis de 2007-2008. La caída fue menor

en magnitud respecto al periodo anterior. Sin embargo, es relevante porque los niveles que las tasas habían alcanzado en 1993 no eran aquellos altos del experimento monetarista. En diciembre de 2008, ya en un contexto de crisis, las FF, TS10Y y AAA llegaron a 0.16, 2.42 y 5.05%. El último período inicia en 2009 y está caracterizado por la persistencia en los niveles cercanos a cero en las tasas de los instrumentos de corto plazo y la tendencia a la baja en las tasas de aquellos de mayor plazo.

Es relevante destacar que la tendencia generalizada y persistente a la baja en las tasas de interés nominales viene precedida por un fenómeno simétrico invertido: el *alza* persistente y generalizada en las tasas de interés nominales por poco más de 30 años desde la posguerra. En septiembre de 1979, un mes antes del inicio del experimento monetarista, las tasas ff, ts10y y aaa eran de 11.43, 9.22 y 9.44%, respectivamente. Respecto a estos aumentos, el llamado experimento monetarista que ocurrió en Estados Unidos entre 1979-1982 generó un brinco extraordinario en las series.

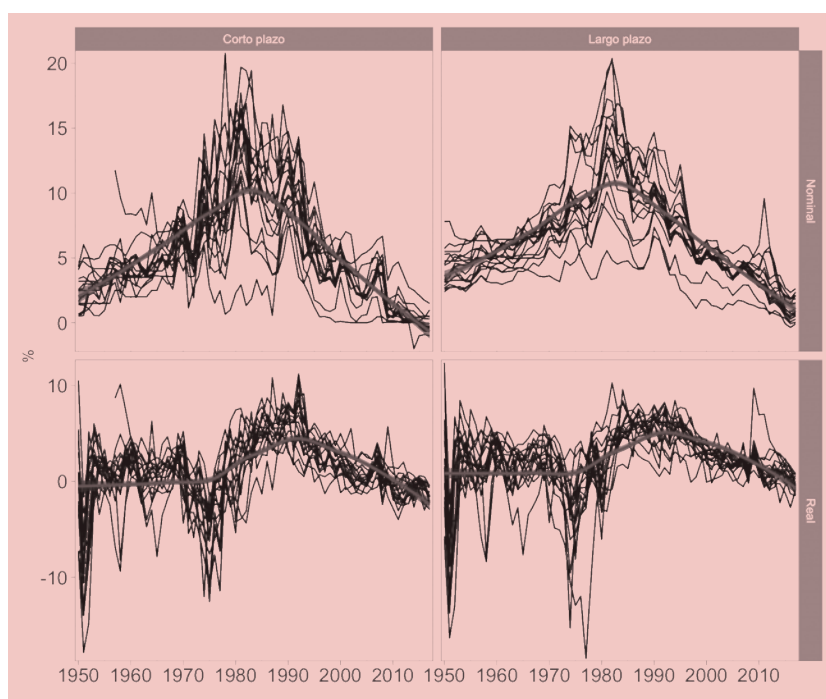
Figura 3. Tasas de interés reales en Estados Unidos, 1950:01-2021: 06
Línea gris: tendencia LOESS. Error estándar = área gris. Parámetro alfa = 0.575



Un factor adicional sobre la generalidad en la tendencia persistente a la baja en las tasas de interés desde los 1980 es que ésta también se observa para las tasas *reales*. No obstante, el período previo a 1980 muestra un comportamiento distinto, lo cual podría indicar la postura (restrictiva o acomodaticia) de la política monetaria. Como se observa en la Figura 3, en los años 1950, las tasas reales se habían recuperado de los valores negativos de la guerra y se mantuvieron sin presentar una tendencia clara hasta mediados de los años 1970 (ver

la estimación de tendencia LOESS, en color azul).² A partir de entonces y hasta los primeros años de la década de 1980, las tasas reales comenzaron a subir, señalando el inicio de una fase restrictiva de la política monetaria que se puede relacionar con las preocupaciones de las autoridades monetarias acerca de una inflación creciente y de condiciones favorables a los trabajadores en el mercado de trabajo, así como de una postura prudente hacia la inflación después del experimento monetarista. A partir de entonces, se observa una tendencia a la baja cuya persistencia ha provocado que desde los 2000 se observen episodios frecuentes de tasas negativas.

Figura 4. Tasas de interés de 16 países avanzados, 1950-2017
 Líneas negras: series por país. Línea gris: tendencia LOESS. Error estándar = área gris.

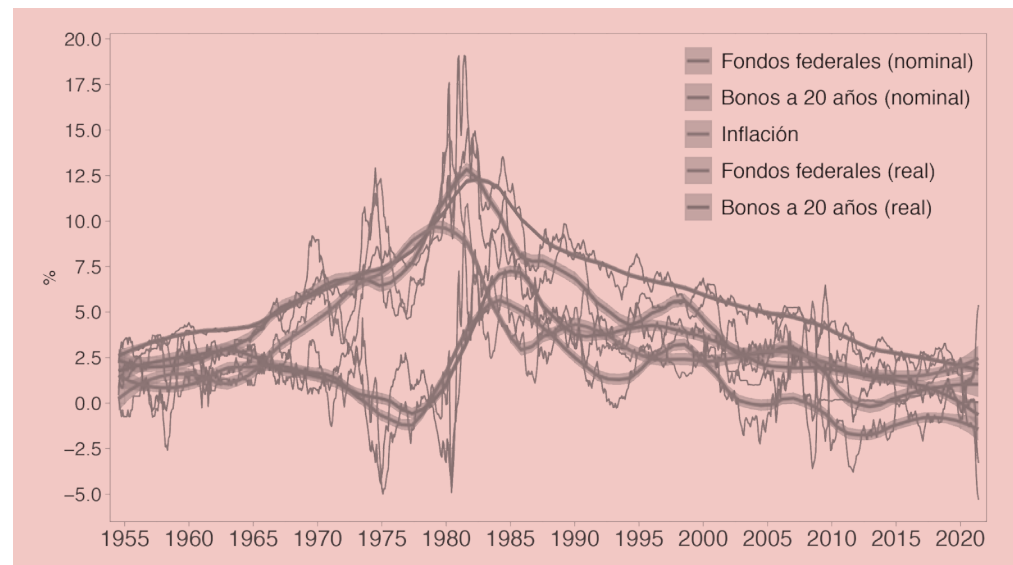


Esta baja persistente y generalizada en las tasas de interés nominales y reales no sólo se verifica para Estados Unidos, sino también para el mundo desarrollado. Con base en los datos construidos por el “*MacroFinance and MacroHistory Lab*” (Jorda *et al*, 2019), la primera fila de la Figura 4 muestra que las tasas nominales representativas de corto y largo plazo de 16 países avanzados siguen la misma dinámica que la de Estados Unidos: un período de crecimiento desde la

² La tendencia LOESS (*locally estimated scatterplot smoothing*) es una técnica de suavizamiento basada en una regresión no paramétrica que toma ventanas de datos sucesivas. El parámetro alfa brinda el grado de suavizamiento.

posguerra y hasta alrededor de 1980 para después experimentar un ciclo de decrecimiento persistente.³ La segunda fila de la Figura 4 muestra a las tasas de interés reales, definidas como las nominales menos la tasa de crecimiento del índice de precios al consumidor. Aunque para algunos países su baja comienza a principios o mediados de la década de 1980 (como para Estados Unidos), pareciera que la caída generalizada comienza después del pico alcanzado entre 1990-1992. Entonces, se trata de un fenómeno que acontece, por lo menos, en el mundo desarrollado.

Figura 5. Tasas de interés e inflación en Estados Unidos, 1950:01-2021:06
Tendencias LOESS. Sombras = error estándar. Parámetro alfa = 0.22



Finalmente, la Figura 5 muestra las tasas de interés y de la inflación para Estados Unidos y su tendencia LOESS. Se puede apreciar que tanto las tendencias de las tasas de interés nominales de corto y largo plazo como de la tasa de inflación comenzaron su caída alrededor de 1980. Ante la mayor intensidad en la tendencia a la baja en las tasas de inflación, las tendencias de las tasas de interés reales comenzaron a experimentar una caída desde mediados de la década de 1980 llegando la tendencia de la tasa real de corto plazo a niveles negativos desde mediados de la década de los 2000.⁴

Los hechos estilizados descritos han atraído gran atención en la disciplina y se han propuesto diversas interpretaciones. Aquellas que prevalecen se basan en los llamados “factores reales”, relacionados con la productividad

³ Los 16 países son: Alemania, Australia, Bélgica, Canadá, Dinamarca, España, Francia, Irlanda, Italia, Japón, Holanda, Noruega, Suecia, Suiza, Reino Unido y los Estados Unidos.

⁴ Con excepción de tres años, en el período de 2003 a 2017 el indicador de la tasa real de corto plazo fue negativo.

marginal de los factores de producción, en las cuales los elementos monetarios como la política financiera y monetaria no juegan ningún papel. Estas interpretaciones, que llamaremos “reales” y que se presentan haciendo referencia a la teoría de los fondos prestables de las tasas de interés, se relacionan con los fundamentos teóricos neoclásicos de la disciplina económica, que se basan —como observó Keynes introduciendo el concepto de “teoría monetaria de la producción”— en la dicotomía entre los departamentos analíticos “real” y “monetario” de la teoría económica, la neutralidad del dinero en los análisis de largo plazo y el rol de la tasa natural de interés como punto de referencia de la política monetaria.

Es nuestra posición que el fenómeno del “dominio de la finanza”, alimentado por el cambio en la regulación financiera que se empieza a desarrollar en la década de 1970, y las respuestas de las autoridades monetarias frente a una situación de crecientes riesgos sistémicos, acompañadas por una reducida capacidad de las organizaciones de los trabajadores de apropiarse de los aumentos de productividad y una baja inflación, son los factores históricos y monetarios detrás de la tendencia a la baja en las tasas de interés.

3. Las interpretaciones del fenómeno

Borio *et al.* (2017, p. 36) discuten la literatura sobre la caída reciente de las tasas de interés observando que prevalecen interpretaciones “reales” que se centran sobre la tasa natural de interés, suponen que sus variaciones dependen de las decisiones de ahorro e inversión de los operadores y niegan que la política financiera y monetaria juegue un rol activo.

Los autores empiezan citando documentos que describen en términos generales el fenómeno y como ha sido ilustrado (IMF, 2014; Bean *et al.*, 2015; Council of Economic Advisers, 2015). Luego se concentran sobre ensayos que profundizan aspectos específicos de las interpretaciones “reales”. Citan aquella de Summers (2014; 2015) —conocida como *secular stagnation*— que da relevancia a la reducción de la demanda de inversión debida al tipo de progreso técnico que ha prevalecido en décadas recientes. Posteriormente, mencionan la interpretación de Bernanke (2005) —conocida como *saving glut*— que discute los desajustes en el comercio internacional y el consecuente aumento de los ahorros en algunas economías emergentes, que se han invertido en activos financieros en Estados Unidos.⁵

Borio *et al.* (2017) hacen también referencia a la interpretación —conocida como *safe asset shortage*— que evidencia el rol del cambio de las preferencias de los inversores, debido a la creciente inestabilidad financiera, hacia activos

⁵ Sobre las interpretaciones de Summers y Bernanke, véase también Sandoval y Morales (2017, 2019).

financieros seguros, como los bonos del tesoro (*treasury securities*) (véase Caballero *et al.*, 2008; 2016).⁶ Finalmente, indican que en años recientes algunas interpretaciones “reales” han evidenciado que los cambios demográficos han vuelto el trabajo más escaso que el capital causando una disminución del producto marginal del segundo factor de producción (véase Carvalho *et al.*, 2016; Gagnon *et al.*, 2016; Rachel y Smith, 2017).

Según Borio *et al.* (2017), el valor de las interpretaciones “reales” antes mencionadas depende de la validez de las creencias inscritas en los fundamentos teóricos neoclásicos de la disciplina económica:

Una premisa común de todos los enfoques tradicionales es que las tasas de interés reales a largo plazo están determinadas exclusivamente por factores reales. La política monetaria ejerce sólo una influencia transitoria, que puede ser totalmente ignorada (análisis narrativo y de calibración) o eliminada por un filtro (análisis de filtrado). La suposición de fondo que se mantiene en estos enfoques es que la política monetaria es neutral a largo plazo. Por ejemplo, Del Negro *et al.* (2017, p. 1) describen la tasa natural como «... la tasa contrafáctica que se observaría ‘en ausencia’ de política monetaria». Sin embargo, en nuestra opinión, la noción de que en una economía monetaria compleja es posible delinear limpiamente un «velo monetario» de los factores reales subyacentes es una presunción extremadamente fuerte. Esta presunción no ha sido suficientemente examinada (Borio *et al.*, 2017, p. 6; traducción nuestra; véase también pp. 21 y 26).⁷

El objetivo de estos autores es analizar, desde el punto de vista empírico, la validez de la presunción que el dinero es neutral en el análisis del largo plazo y la política monetaria irrelevante para los niveles de las tasas reales de interés en horizontes temporales largos. Los autores justifican su trabajo afirmando que la tasa natural de interés es un concepto abstracto, no directamente observable, y que su identificación requiere no dudar de las creencias inscritas en los fundamentos teóricos neoclásicos. Citan algunos ensayos que demuestran, desde el punto de vista empírico, la existencia de influencias monetarias en las variaciones persistentes de las tasas de interés (véase Galí, 1992; King y Watson, 1997;

⁶ La interpretación *safe asset shortage* sugiere que la incertidumbre ligada a la inestabilidad financiera ha cambiado la forma de la “curva normal de los rendimientos”. Borio *et al.* (2017) la presentan como una variante de la *saving glut*. Sin embargo, se puede también relacionar a interpretaciones que indican la relevancia de los factores monetarios en la caída de las tasas de interés.

⁷ Texto original de Borio *et al.* (2017, p. 6): ‘A common premise of all the traditional approaches is that real interest rates over long horizons are determined exclusively by real factors. Monetary policy exerts only a transitory influence, which can be entirely ignored (narrative and calibration analysis) or filtered out (filtering analysis). The maintained assumption is that monetary policy is neutral in the long run. For example, Del Negro *et al.* (2017, p 1) describe the natural rate as “... the counterfactual rate that would be observed ‘in the absence’ of monetary policy”. Still, in our view, the notion that in a complex monetary economy it is possible to cleanly delineate a “monetary veil” from the underlying real drivers is an exceedingly strong presumption. This presumption has not been sufficiently scrutinised’.

Rapach, 2003; Rapach y Wohar, 2005; Caporale y Grier, 2005; Neely y Rapach, 2008) y aclaran que la identificación de la tasa natural de interés representa un reto formidable para la literatura y los bancos centrales (véase Borio *et al.*, 2017, p. 22). Este ejercicio se ha basado en dos enfoques:

Un enfoque supone que las tasas de interés reales observadas rastrean aproximadamente, en promedio y durante largos períodos, las tasas naturales; luego vincula su declive observado a posibles determinantes subyacentes de los saldos ahorro-inversión, como los factores demográficos o el precio relativo del capital, principalmente a través de inspecciones informales o modelos calibrados. Otro enfoque filtra la tasa natural de las tasas de mercado basándose en ciertos supuestos críticos, incluida la hipótesis de que la inflación responde de manera estable y sistemática a la holgura económica interna y que la tasa de interés real es un factor clave que influye en la demanda agregada. En este trabajo hemos argumentado que el papel de las suposiciones de fondo que estos dos enfoques mantienen cuando se presenta esta evidencia es embarazadamente fuerte (Borio *et al.*, 2017, p. 36).⁸

Para fortalecer su posición Borio *et al.* (2017, p. 24) señalan que los factores monetarios han influido en los niveles de las variables económicas en épocas históricas anteriores. En los años del patrón oro, la convertibilidad interna y externa del dinero –es decir, la estabilidad financiera– fue el objetivo prioritario de la política monetaria.⁹

Finalmente, examinando la información estadística de 19 países desde 1870, los análisis de Borio *et al.* (2017) demuestran que las variaciones persistentes de las tasas reales de interés han ido de la mano con el predominio de diferentes regímenes monetarios, que estos autores definen “patrón oro o metálico” (1870-1913), “entre guerras” (1920-1938), “Bretton Woods” (1945-1971), “anterior al endurecimiento de Volcker” (1950-1979), “posterior al endurecimiento de Volcker” (1980-2016), “inflation targeting” (1991-2016). Estos resultados confirman, según ellos, la relevancia de los factores monetarios.

8 Texto original de Borio *et al.* (2017, p. 36): ‘One approach assumes that observed real interest rates roughly track, on average and over long periods, natural rates; it then links their observed decline to potential underlying determinants of saving-investment balances, such as demographic factors or the relative price of capital, mainly through informal inspection or calibrated models. Another approach filters out the natural rate from market rates based on critical assumptions, including the hypothesis that inflation responds stably and systematically to domestic economic slack and that the real interest rate is a key factor influencing aggregate demand. In this paper we have argued that the role of maintained hypotheses in this type of evidence is uncomfortably strong.’

9 Borio *et al.* (2017, p. 24) afirman: ‘The gold standard regime provides prima facie evidence that the role of monetary factors may well have been underestimated. During this regime, central banks did not target inflation or output directly; rather, they targeted convertibility – internal and external (eg Wicksell (1906))’. Traducción: ‘El régimen del patrón oro proporciona evidencia prima facie de que el papel de los factores monetarios bien puede haber sido subestimado. Durante este régimen, los bancos centrales no apuntaron directamente a la inflación ni a la producción; más bien, apuntaban a la convertibilidad, interna y externa (por ejemplo, Wicksell (1906))’.

En las secciones que siguen se destaca el rol de los factores monetarios y financieros en las variaciones persistentes de las tasas de interés con la creciente preocupación de la FED para la inestabilidad causada por el cambio de enfoque de la regulación financiera y la consecuente transformación de la banca “especializada” en “universal”. Borio *et al.* (2017) han señalado que la política monetaria tuvo como objetivo prioritario la estabilidad financiera –y no la inflación o el nivel de producto de la economía– durante el régimen monetario llamado “patrón oro o metálico” (1870-1913). Sin evaluar los regímenes monetarios y haciendo referencia a como la FED ha tomado sus decisiones de política monetaria, el análisis que se presenta en las secciones que siguen indica que esta institución ha tenido como objetivo prioritario la estabilidad financiera desde mediado de los años 1990, es decir, esta manera de llevar adelante la política monetaria es anterior a la crisis de 2007-2008. De esta manera se sigue más de cerca la postura de Keynes en *La Teoría General*, que atribuye la determinación de las tasas de interés a la acción de los bancos centrales –considerada como dependiente de lo que las autoridades consideran conveniente bajo las condiciones históricas prevaletentes y no del conocimiento de una tasa natural– y a la credibilidad que los operadores atribuyen a estas instituciones.

4. Elementos teóricos para una interpretación monetaria de la baja en la tasa de interés

Las interpretaciones “reales” de la caída de las tasas de interés siguen la tradición neoclásica que afirma que la tasa de interés depende de la demanda y oferta del factor productivo “capital”.¹⁰ En la literatura económica, sin embargo, se han planteado teorías alternativas, en donde las tasas de interés dependen de factores monetarios ligados a la organización institucional de los mercados financieros y a la política monetaria.

El desarrollo más conocido de una teoría monetaria de la tasa de interés se encuentra en *La Teoría General de Keynes*, quien en 1936 rechazó los contenidos teóricos de su Tratado sobre el Dinero, publicado en 1930. Negando la validez de la neutralidad del dinero en un análisis de largo plazo, de la dicotomía entre los departamentos analíticos “real” y “monetario” de la teoría

¹⁰ Tradicionalmente los bancos centrales han actuado sobre una tasa de interés monetaria de corto plazo. Sin embargo, la tasa natural de interés real podría ser relevante para las decisiones de inversión en capital fijo. Por esta razón, la tasa natural debe considerarse de largo plazo, lo que implica que los bancos centrales puedan contar con la existencia de una relación positiva entre las tasas de corto y de largo plazos. Dudando de la continua validez de esta relación, en particular en periodos de crisis, Keynes propuso en varios escritos que las operaciones de mercado abierto de los bancos centrales actuaran simultáneamente sobre activos de corto y largo plazo (véase Panico, 2008). Las recientes políticas monetarias no convencionales han operado sobre toda la estructura de las tasas de interés con el objetivo de influir en mayor medida en la inversión en capital fijo (véase Friedman, 2014).

económica y del uso de la tasa natural de interés como guía en la conducción de la política monetaria, *La Teoría General* intentó modificar los fundamentos teóricos de la disciplina económica introduciendo una “teoría monetaria de la producción y de la distribución del ingreso” y argumentando que la tasa de interés “promedio” o “durable”, es decir, aquella que tiende a prevalecer y alrededor de la cual fluctúa la tasa de interés de mercado, depende de las decisiones del banco central de estabilizar una tasa de interés específica.¹¹

En el *Tratado sobre el Dinero* Keynes, en línea con la tradición neoclásica, había argumentado que los bancos centrales tienden a estabilizar la tasa natural de interés, determinada por el departamento analítico “real” como el producto marginal de la última unidad de capital disponible en la economía y empleada en el proceso productivo. En los escritos preparatorios y en *La Teoría General* Keynes había rechazado el uso de la tasa natural considerándola un concepto abstracto –no observable directamente– que inhibe interpretar correctamente el comportamiento del sistema económico y proponer soluciones válidas de política económica.

En esta interpretación alternativa de los fundamentos teóricos de la disciplina, los elementos primordiales para interpretar los movimientos tendenciales de las tasas de interés son las decisiones de los bancos centrales y la reputación que los operadores atribuyen a estas instituciones. Las decisiones de los bancos centrales sobre la tasa de interés que se debe estabilizar, según *La Teoría General*, son el resultado de la evaluación sobre lo que estas instituciones consideran más conveniente bajo las condiciones históricas prevalecientes. Para tomar estas decisiones las autoridades monetarias pueden considerar diversos elementos, como:

1. el estado en que se encuentra la economía,
2. las tasas de inflación y de desempleo prevalecientes,
3. los saldos de la cuenta corriente de la balanza de pagos,
4. las necesidades de refinanciación de la industria financiera nacional, de las otras industrias del país y del sector público,
5. el nivel de riesgo sistémico que la organización institucional existente de los mercados financieros tiende a generar,
6. las relaciones entre los sistemas financieros nacional e internacional y la probabilidad de que se generen movimientos de capitales y variaciones alarmantes en el tipo de cambio.

La presencia de los últimos elementos en la lista anterior indica que las decisiones de política monetaria no dependen sólo de las brechas de inflación y de

¹¹ Keynes (1936, p. 203) afirma: ‘Any level of interest which is accepted with sufficient conviction as *likely* to be durable, *will be durable*; subject, of course, in a changing society, to fluctuations for all kinds of reasons round the expected norm!’

producto y del saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos, sino que dependen también de la evaluación del grado de riesgo sistémico en lo que opera el sector financiero y de la posibilidad de que la cuenta financiera de la balanza de pagos sufra mecanismos de inestabilidad relacionados con los movimientos de capitales. La presencia de estos elementos refleja la preocupación de las autoridades para la “estabilidad financiera” y puede inducir una tendencia (consciente o inconsciente) de la política monetaria a estabilizar tasas de interés que se van reduciendo en el tiempo.

5. Cambio en la regulación financiera y el rol de “prestamista de primera instancia”

El contraste entre la estabilidad que caracterizó el comportamiento de las economías durante la era Bretton Woods y lo que ha sucedido en los años siguientes hasta llegar a crisis financiera de 2007-2008 ha llamado la atención de algunos economistas sobre los efectos de la evolución de la regulación financiera desde los años sucesivos a la crisis de 1929 y a la segunda guerra mundial. Eugene White, publicó en 2009 un ensayo sobre los cambios que han caracterizado este aspecto de la política monetaria.

White contrapone dos enfoques para entender la regulación financiera, uno centrado sobre el poder discrecional de las autoridades sobre los administradores de las empresas financieras y otro centrado sobre el uso de reglas pre-establecidas sobre los requerimientos de capital de las empresas. El primer enfoque dominó en la que White llama la “era *New Deal* o Bretton Woods”, es decir, de los años 1930 hasta principio de los 1970, un periodo en el cual las economías se beneficiaron de un elevado grado de estabilidad financiera.¹² El segundo enfoque dominó durante la que White llama “era contemporánea” (1991-2008) que, según el economista estadounidense, empieza después de un periodo de transición, que White llama “era post *New Deal*” (1971-1990) durante el cual se realizaron los cambios que permitieron pasar gradualmente de un enfoque a otro.

Una de las principales consecuencias del cambio de enfoque en la regulación financiera en Estados Unidos. ha sido la transformación del sistema bancario “especializado” de la “era *New Deal* o Bretton Woods” en el sistema de banca “mixta” o “universal” que tenemos desde los 1990.

El sistema “especializado” se desarrolló en el Reino Unido en el siglo XIX. Había bancos comerciales, casas de descuento, bancos hipotecarios, etc. Cada tipo de banco estaba obligado a operar un conjunto limitado de activos y pasivos, seleccionados de manera que el vencimiento de los primeros no era

¹² Comentando las graficas sobre el numero de situaciones de crisis de las empresas financieras, White (2009, p. 39) afirma que en aquel periodo las crisis bancarias desaparecieron del radar.

diferente del vencimiento de los segundos. Así, los bancos comerciales y las casas de descuento sólo podían tener pasivos y otorgar préstamos a corto plazo, mientras que los bancos hipotecarios y de inversión sólo podían captar pasivos de medio y largo plazo y otorgar préstamos con el mismo tipo de vencimiento. Estas restricciones permitían que las empresas crediticias tuvieran una estructura de activos y pasivos balanceada y que la función de prestamista de última instancia, que el Banco de Inglaterra gradualmente asumió a lo largo de varias crisis sistémicas y que fue reconocida completamente sólo después de la crisis de 1866 y la publicación del libro *Lombard Street* de Bagehot (1873), fuera suficiente para evitar nuevas corridas bancarias y crisis financieras. A lo largo del siglo XIX el Banco de Inglaterra había mantenido una ventanilla de descuento para las empresas crediticias. La ventanilla había operado con base en decisiones discrecionales del Banco, ligadas a la evaluación de la rentabilidad del crédito concedido. Asumiendo definitivamente desde los años 1870 la función de prestamista de última instancia, el Banco se comprometía a otorgar con tempestividad crédito a las empresas crediticias aun cuando no existía una evaluación positiva de la rentabilidad del crédito concedido. A pesar de ser una entidad privada, el Banco asumió formalmente una función pública, asegurando el refinanciamiento de las empresas crediticias en situaciones de emergencia, es decir, cuando el sistema crediticio se encontraba al borde de una crisis sistémica y no era conveniente para un banco privado otorgar crédito.

En la segunda mitad del siglo XIX se desarrolló en Alemania, por primera vez en la historia, otro tipo de sistema crediticio, centrado en la banca “mixta” –hoy se diría “universal”– y no en la banca “especializada”. Las empresas crediticias alemanas podían tener activos y pasivos con distintos vencimientos. Podían captar recursos de corto plazo y otorgar préstamos a corto y largo plazos, lo que volvía desbalanceada la estructura de vencimientos de sus activos y pasivos financieros.

La decisión de tener un sistema crediticio mixto o universal, y no operar con la banca especializada que había nacido en el Reino Unido, fue tomada por las autoridades políticas alemanas después de la unificación del país en 1871 y no fue el resultado de un desarrollo espontáneo de las fuerzas de mercado. Respecto a Reino Unido, la economía alemana estaba teniendo un desarrollo tardío o retrasado. Para recuperar estos retrasos, las autoridades alemanas tomaron la decisión de hacer participar directamente a las empresas crediticias en la política de industrialización del país. Para fortalecer la canalización de recursos financieros hacia los sectores productivos seleccionados por la política industrial, las empresas crediticias tenían que involucrarse en la formación y el crecimiento de las empresas industriales, otorgando préstamos a largo plazo, favoreciendo la colocación de sus acciones a través de in-

tervenciones directas en el proceso de emisión y calificación de esos activos.

La estructura desbalanceada de los activos y pasivos volvía arriesgada la participación de las empresas crediticias en la política industrial. Para reducir estos riesgos, el *Reichsbank*, el equivalente del Banco de Inglaterra en Alemania, asumió la tarea de intervenir a favor de los bancos mixtos refinanciándolos sistemáticamente al cumplir con las indicaciones de la política gubernamental. Con estas intervenciones sistemáticas el *Reichsbank*, además de jugar el papel del prestamista de última instancia, que actúa en condiciones de emergencia, jugaba el papel de prestamista de primera instancia, que suministra diariamente medios de pagos a bajo costo para evitar que los bancos puedan encontrarse en situaciones de iliquidez.¹³

La transformación en Estados Unidos del sistema especializado en universal, causada por el cambio de enfoque de regulación financiera después de la ruptura de los Acuerdos de Bretton Woods, puede considerarse el elemento que ha impuesto un cambio en la conducción de la política monetaria, obligando a la FED a jugar, además del tradicional papel de prestamista de última instancia, el papel de prestamista de primera instancia (véase de Cecco, 1999). Para reducir la probabilidad de un aumento del riesgo sistémico y de crisis financieras, la FED ha tenido que proveer sistemáticamente de liquidez a bajo costo a los bancos universales.

En un contexto de inflación baja y estable, debida a la escasa capacidad de los trabajadores de apropiarse de los aumentos de productividad, a partir de los años 1990 la FED ha concentrado gradualmente más su atención sobre la necesidad de controlar el nivel de riesgo sistémico que la banca universal tiende a generar y sobre las variaciones no deseadas del tipo de cambio ligadas al rol internacional del dólar y al aumento del número de crisis financieras en diferentes países del mundo (véase Laeven y Valencia, 2008; 2018). Como se argumentará en la sección siguiente, a pesar de que la FED ha seguido reaccionando, en particular antes de la crisis de 2007-2008, a la brecha de inflación y de producto, la preocupación de un aumento del nivel de riesgo sistémico se ha manifestado en forma creciente en sus Informes y en las minutas de sus organismos directivos. Esta preocupación ha persuadido al banco central a reducir con mayor intensidad las tasas de interés en los momentos recesivos del ciclo y cuando se manifiestan señales de inestabilidad financiera. La crisis de 2007-2008 ha fortalecido esta tendencia, induciendo la introducción de políticas monetarias no convencionales que han acercado las tasas de interés a niveles históricamente bajos.

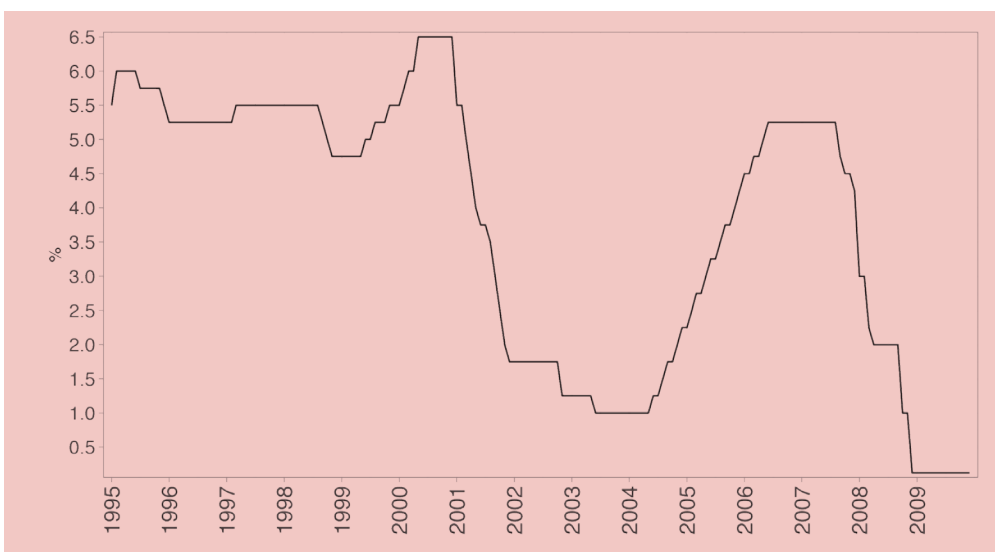
¹³ Un análisis de las diferencias entre el sistema crediticio especializado del Reino Unido y el sistema mixto de Alemania se encuentra en el manuscrito de las clases del curso “Continental Banking” que Sraffa impartió en Cambridge de 1929 a 1931. De Cecco (1999; 2005) y Panico (2021) describen el contenido de este manuscrito evidenciando la necesidad de tener un banco central que juega el papel de prestamista de primera y de última instancia en los sistemas crediticios mixtos o universales del pasado, como en los actuales.

Los eventos descritos para Estados Unidos han afectado la tendencia de la política monetaria a concentrar más la atención sobre la necesidad de tener bajo control la estabilidad financiera en varios países. En los cuales también la tendencia a la baja de las tasas de interés puede interpretarse como el resultado de las transformaciones acaecidas en la regulación y en los sistemas financieros y en las consecuentes decisiones de la política monetaria de prestar una atención creciente al objetivo de la estabilidad financiera.

6. Análisis de los Informes Anuales de la Federal Reserve (FED): ¿“inflation targeting” o “financial stability targeting”?

El análisis de los Informes de la FED publicados antes de la crisis de 2007-2008 puede soportar la tesis de que desde la segunda mitad de los años 1990 la principal preocupación de las autoridades se ha ido mudando hacia el control de la estabilidad financiera. El gráfico 6 describe los movimientos de los niveles previstos por el Federal Open Market Committee (FOMC) de la FED desde 1995. Puede ayudar al lector a seguir el relato de la política de tasas de interés presentado en esta sección.

Figura 6. Tasa objetivo de los fondos federales del Federal Open Market Committee. Promedios mensuales. 1995:01-2009:12



76

En la primera mitad de los años 1990, la FED estaba principalmente comprometida en compensar la inflación y la brecha de producto de la economía. En el primer trimestre de 1995, el FOMC elevó el nivel previsto de la FF ½ punto porcentual, llevándola a 6% ‘para reducir el riesgo de que la inflación pueda aumentar, amenazando la expansión económica’ (FED, 1995, p. 3). Sin embar-

go, los datos publicados en primavera mostraron que la presión inflacionaria estaba decreciendo. La política monetaria se relajó en la segunda mitad del año contribuyendo a la reducción de las tasas de interés a corto plazo, que al final del ejercicio se encontraban entre 1 y 2 puntos porcentuales por debajo de los máximos alcanzados a principios de 1995.

El Informe de ese año destaca que la inflación efectiva y las expectativas sobre ella fueron más moderadas de lo que se había previsto (FED, 1995, p. 22). Una gran parte del Informe examina las condiciones de estabilidad del sistema financiero. Comenta la quiebra de un fondo de inversión, del *Orange County*, y la posterior quiebra del propio *County* (FED, 1995, p. 59), la quiebra de *Barings PLC* y las graves pérdidas en las oficinas estadounidenses de *Daiwa Bank* (FED, 1995, p. 231). El Informe también destaca la agresiva actitud crediticia de los intermediarios financieros (FED, 1995, pp. 36 y 85) y el creciente uso de la “titulación” y de otros procedimientos innovadores, que favorecen el acceso de los hogares y de las empresas al crédito (FED, 1995, pp. 23-24; 43 y 84). Por último, recuerda que algunos indicadores, como la carga media del servicio de la deuda de los hogares y las tasas de morosidad de la deuda de tarjetas de crédito en poder de los bancos y de los préstamos para automóviles ya proporcionaban pruebas de que algunos hogares estaban empezando a experimentar mayores presiones (FED, 1995, pp. 23-24). La *Office of the Comptroller of the Currency* (OCC) y la FED, aunque reconocieron que la situación no requería medidas más estrictas, tomaron acciones para inducir a los bancos a adoptar un enfoque más prudente (FED, 1995, pp. 86 y 231).

En el Informe de 1996 figuran elementos similares. A pesar de un notable crecimiento del PIB (FED, 1996, p. 3), la inflación subyacente se mantuvo constante, o incluso en declive, por el débil aumento de los salarios debido a las preocupaciones de los trabajadores sobre la seguridad en el empleo (FED, 1996, pp. 3-4).

El Informe dedica de nuevo un gran número de páginas a la estabilidad financiera. La principal preocupación es el fuerte apetito de las instituciones financieras por expandir sus negocios sin prestar atención a los riesgos asociados (FED, 1996, pp. 4-5). El Informe menciona que las compañías financieras y los bancos se movieron enérgicamente en el mercado *subprime*, prestando a clientes de mayor riesgo o aceptando que la ratio préstamo a valor de la garantía colateral fuera inusualmente alta, o ambas cosas (FED, 1996, pp. 3, 19 y 23-24).

El crédito al consumo también pasó por un proceso de titulación a ritmo acelerado. Para la FED (1996, p. 23; véanse también pp. 76 y 118), ‘los modelos de calificación crediticia que la mayoría de los bancos utilizan para evaluar las decisiones de préstamos al consumo han tendido a ser demasiado optimis-

tas'. Por último, el Informe destaca que los problemas de deuda del sector de los hogares surgieron cada vez con mayor frecuencia (FED, 1996, pp. 14, 17, 23, 76 y 118). Las minutas del *Monetary Policy Committee* muestran que estas dificultades indujeron a dos miembros del Comité a pedir condiciones de política más acomodaticias (FED, 1996, p. 118).

Los Informes de 1997 y 1998 confirman que los resultados de la economía estadounidense fueron excelentes a pesar de las oleadas de inestabilidad financiera que afectaron a la economía mundial y al sistema financiero nacional. El crecimiento fue vigoroso, la tasa de desempleo disminuyó a su nivel más bajo en casi un cuarto de siglo y la inflación se desaceleró aún más, debido a la flexibilidad de los mercados de trabajo, en particular en las industrias productoras de bienes (FED, 1997, pp. 3-4, 7, 16, 34; 54-55, 106, 110-111 y 120-121; 1998, pp. 3, 5, 9, 39 y 65).

Los acontecimientos que principalmente caracterizaron estos dos años fueron las olas de inestabilidad financiera que afectaron a las economías asiáticas y latinoamericanas y a algunas firmas financieras estadounidenses. Los mercados internacionales estuvieron dominados por la crisis que comenzó en Tailandia en el verano de 1997. Sus efectos se extendieron a 'Corea, Indonesia, Malasia, Singapur, Filipinas y Hong Kong a finales de 1997 y la primera parte de 1998 a Rusia en verano, y a América Latina, en particular Brasil, poco después' (FED, 1998, p. 32). Varias empresas no financieras y financieras tuvieron que hacer frente a las pérdidas generadas por las dificultades y tuvieron problemas para cumplir sus obligaciones, que, en muchos casos, estaban denominadas en dólares (FED, 1997, p. 4; 1998, p. 23). El estrés afectó el valor del dólar e impuso ajustes en la economía estadounidense y cambios en la política de las tasas de interés (FED, 1997, pp. 5 y 104; 1998, pp. 3-4, 6-7, 9, 26, 40-41, 179, 184, 189 y 200).

La revisión de las decisiones sobre las tasas de interés adoptadas por la FED durante este período permite comparar la influencia de las presiones inflacionistas y de la inestabilidad financiera sobre ellas. Las presiones inflacionarias indujeron al FOMC a aumentar el nivel previsto de la FF de $5\frac{1}{4}$ a $5\frac{1}{2}\%$ en marzo de 1997 (FED, 1997, pp. 3-4 y 55). Este fue el único movimiento al alza en los dos años. Por el contrario, la preocupación suscitada por la inestabilidad financiera dio lugar a varios movimientos a la baja. En septiembre de 1998, el FOMC, 'mirando más allá de los datos disponibles, que sugieren que la economía continua expandiéndose a un ritmo robusto, redujo el nivel previsto de la FF $\frac{1}{4}$ de punto porcentual' (FED, 1998, p. 6). Además, debido al deterioro de las condiciones de liquidez en los mercados financieros nacionales e internacionales, el 15 de octubre, el Presidente Greenspan tomó la iniciativa de organizar una conferencia telefónica extraordinaria con los miembros del FOMC. Como resultado de esta llamada, el nivel previsto de la

FF se redujo otro $\frac{1}{4}$ punto porcentual, alcanzando 5%. Al mismo tiempo, la *Board of Governors* aprobó una reducción de $\frac{1}{4}$ de punto porcentual en la tasa de descuento (FED, 1998, pp. 7 y 184-189). Además, la persistencia de riesgos en los mercados financieros indujo al FOMC a reducir el nivel previsto de la FF en $\frac{1}{4}$ de punto porcentual adicional en su reunión de noviembre. Al mismo tiempo, la *Board of Governors* aprobó una reducción de otro $\frac{1}{4}$ de punto porcentual en la tasa de descuento, trasladándola de 5 a $4\frac{3}{4}\%$ (FED, 1998, pp. 7, 189 y 200). Ambas decisiones se adoptaron para evitar el endurecimiento de los mercados de crédito (FED, 1998, p. 9).

El análisis de los Informes de 1997 y 1998 muestra que la preocupación de la FED por la inestabilidad financiera también fue causada por la crisis de la *Long-Term Capital Market* (FED, 1998, pp. 24-25) –un *hedge fund* nacional que tenía como accionistas a Merton y Scholes, ganadores del Premio Nobel en 1997 por su contribución a la evaluación del valor de los derivados– y por la persistencia de comportamientos riesgosos de los gestores de las empresas financieras. Los Informes confirman la preocupación por el apetito de las instituciones financieras por ampliar sus actividades (FED, 1997, pp. 10-11, 18, 62, 74 y 109; 1998, pp. 4 y 10-11) y la persistente tendencia a expandir el mercado de préstamos garantizados por *subprime equities* (FED, 1997, pp. 8, 12, 35 y 46-47; 1998, p. 12), evaluando estas decisiones sobre la base de modelos de calificación crediticia demasiado optimistas (FED, 1997, pp. 10 y 11), y aumentando los problemas de reembolso de la deuda de los hogares (FED, 1997, pp. 9, 47, 61 y 62; 1998, p. 11).

El análisis de estos elementos permite concluir que la inestabilidad financiera, más que las presiones inflacionarias, guió las decisiones de las autoridades en 1997 y 1998. Éstas recordaron frecuentemente que la inflación podría brotar por el crecimiento robusto de la economía. Sin embargo, admitieron que las expectativas no se materializaron y, en marzo de 1997, aumentaron el nivel previsto de la FF de $5\frac{1}{4}$ a $5\frac{1}{2}\%$. Luego, debido a su preocupación por la inestabilidad financiera, la bajaron varias veces, llevándola a $4\frac{3}{4}\%$.

En los dos años siguientes, la preocupación de la FED por los problemas causados por la inflación volvió a ser relevante en las decisiones sobre las tasas de interés. Los Informes de 1999 y 2000 señalan que en las últimas partes de 1998 la inestabilidad financiera de los meses anteriores se fue desvaneciendo (FED, 1999, p. 3), mientras que el crecimiento de la economía fue de nuevo ‘excepcional’ y estuvo acompañado de una llamativa inflación moderada (FED, 1999, p. 3; 2000, p. 3).

Los Informes indican que las autoridades revocaron la política de tasas de interés seguida hasta el otoño de 1998, temiendo que el riesgo de presiones sobre los costos y los precios pudiera materializarse porque el mercado de trabajo estaba en su nivel más ajustado en tres decenios (FED, 1999, pp. 3

y 4). El FOMC elevó el nivel previsto de la FF^{1/4} de punto porcentual en junio de 1999 y en agosto elevó esta tasa otro ¹/₄ de punto, conduciéndola a 5 ¹/₄%. En una medida conexas, el *Board of Governors* aumentó la tasa de descuento al 4 ³/₄% (FED, 1999, p. 4). La persistente percepción de un riesgo significativo de que la inflación aumentara con el tiempo llevó al FOMC a elevar el nivel previsto de la FF de ¹/₄ de punto porcentual adicional en noviembre de 1999 y al *Board of Governors* a aprobar un aumento en la tasa de descuento de ¹/₄ de punto, llevándola al 5%.

En febrero y marzo de 2000, el FOMC volvió a endurecer la política monetaria, elevando el nivel previsto de la FF de ¹/₄ de punto en cada ocasión. Del mismo modo, el *Board of Governors* volvió a aprobar aumentos de ¹/₄ de punto en la tasa de descuento tanto en febrero como en marzo. Además, en mayo, el FOMC y el *Board of Governors* aumentaron el nivel previsto de la FF y la tasa de descuento otro ¹/₂ punto porcentual (FED, 2000, p. 3), llevándola a 6¹/₂%.

Los informes también señalan que los préstamos a los hogares y a las empresas se desaceleraron en 1999. Los indicadores de los pagos de deudas, como las quiebras personales y las tasas de morosidad en las hipotecas de viviendas, los préstamos para automóviles con tarjetas de crédito, también estaban disminuyendo (FED, 1999, p. 9). Por el contrario, el endeudamiento aumentó a un ritmo acelerado en 2000 y, una vez más, los prestamistas no parecían estar preocupados por la calidad crediticia de los prestatarios durante la mayor parte del año (FED, 2000, p. 9). En consecuencia, los indicadores de la capacidad de pago de la deuda volvieron a empeorar, aunque moderadamente. Entre octubre de 1999 y abril de 2000, las autoridades decidieron proporcionar a las instituciones depositarias sólidas acceso sin restricciones a la ventanilla de descuento, a una tasa de penalización, a fin de aliviar los problemas de liquidez de estas instituciones (FED, 1999, p. 5).

La situación económica y financiera volvió a cambiar a finales de 2000 (FED, 2000, p. 5; 2001, p. 3). Las autoridades reaccionaron fuerte, comenzando con una conferencia telefónica el 3 de enero de 2001, cuando el FOMC decidió recortar el nivel previsto de la FF^{1/2} punto porcentual. Esta decisión fue seguida, pocos días después, por la aprobación del *Board of Governors* de un recorte de ¹/₂ punto en la tasa de descuento.

En el primer semestre de 2001 se decidieron otros recortes considerables para apoyar el gasto de los consumidores y el sector de la vivienda. En cinco pasos de medio punto, la reducción acumulada en la FF alcanzó los 2 ¹/₂ puntos porcentuales en mayo. En junio y agosto, el FOMC optó por recortes más pequeños de ¹/₄ de punto en cada reunión. Estas acciones llevaron el nivel previsto de la FF a 3 ¹/₂ %. Por otro lado, el *Board of Governors* aprobó reducciones en la tasa de descuento que coincidían con los recortes en la tasa de los fondos federales. En consecuencia, la tasa de descuento disminuyó de 6 a 3% durante el mismo período (FED, 2001, pp. 3, 7 y 8).

El análisis anterior indica que, ya antes de los acontecimientos de septiembre de 2001, la caída del nivel previsto de la FF y de la tasa de descuento fue mayor que el aumento de 1999 y 2000. Lo ocurrido en septiembre afectó aún más a la economía, aumentando la incertidumbre en los mercados financieros. Los precios de las acciones cayeron bruscamente durante varias semanas y los diferenciales de riesgo crediticio se ampliaron considerablemente, lo que llevó a la FED a emitir cantidades masivas de liquidez para limitar las perturbaciones en esos mercados (FED, 2001, p. 3).

El 17 de septiembre, durante una conferencia telefónica, el FOMC redujo el nivel previsto de la FF $\frac{1}{2}$ punto porcentual, llevándola a 3% (FED, 2001, pp. 8 y 277). En las semanas siguientes, el FOMC se enfrentaba a la perspectiva de que esta medida había sido insuficiente y en octubre y noviembre decidió reducir aún más el nivel previsto de la FF en $\frac{1}{2}$ punto porcentual, dejándola en 2% (FED, 2001, p. 8). En diciembre, el FOMC volvió a reducir el nivel previsto de la FF en un $\frac{1}{4}$ de punto, lo que la llevó a 1 $\frac{3}{4}$ %. Como había ocurrido en ocasiones anteriores, el *Board of Governors* aprobó reducciones de la tasa de descuento que coincidían con las del FOMC, llevando la tasa de descuento a 1 $\frac{1}{4}$ %, el nivel más bajo desde 1948 (FED, 2001, p. 9).

La preocupación de las autoridades por la inestabilidad que había afectado a la economía estadounidense en los años anteriores se expresa en dos frases iniciales del Informe de 2002, que ponen de relieve la relación entre el estrés de los mercados financieros, los acontecimientos políticos y el comportamiento ilícito de algunas empresas. El primero dice:

La economía de los Estados Unidos ha sufrido una serie de golpes en los últimos años, incluida la caída del mercado de valores que comenzó en 2000, los recortes en el gasto de capital en 2001, los horribles ataques terroristas del 11 de septiembre, la aparición de pruebas inquietantes de malversación corporativa y una escalada de los riesgos geopolíticos. A pesar de estas adversidades, la economía de la nación salió de su recesión en 2001 para registrar un crecimiento económico moderado el año pasado (FED, 2002, p. 3, nuestra traducción).

El segundo, centrado en las reacciones negativas de los mercados financieros, afirma:

En los mercados financieros, los inversionistas y los prestamistas aparentemente se habían vuelto más reacios al riesgo en reacción al tono mixto de las publicaciones de datos económicos, las crecientes tensiones geopolíticas, las nuevas advertencias sobre ataques terroristas y las revelaciones adicionales de prácticas contables corporativas dudosas. En conjunto, estos acontecimientos presionaron a la baja los rendimientos de los títulos del Tesoro a más largo plazo, mientras que las tasas de interés de los bonos corporativos de menor calidad aumentaron notablemente y los precios de las acciones cayeron bruscamente (FED, 2002, p. 6; nuestra traducción).

La persistencia de estas condiciones llevó al FOMC en agosto de 2002 a prever que la debilidad económica iba a ser el resultado más probable y a reducir en noviembre el nivel previsto de la FF en 50 puntos básicos, a 1¼% (véase FED, 2002, pp. 4 y 6-7).

En 2003, la economía estadounidense cobró fuerza, mientras que los costes laborales unitarios siguieron disminuyendo y la inflación se mantuvo baja (FED, 2003, página 3). En junio, aunque el FOMC había visto signos de mejora en algunos sectores de la economía, consideró que no había pruebas concretas de una expansión económica general apreciable y que era probable que el exceso de capacidad de la economía mantuviera la inflación bajo control. Por esta razón, decidió reducir el nivel previsto de la FF a 1%, para agregar más apoyo a la expansión económica y como una forma de seguro contra una nueva caída sustancial de la inflación (FED, 2003, pp. 6, 9 y 25-26).

Sin embargo, en el segundo semestre del año, el PIB real aumentó a una tasa anual de 6% (FED, 2003, p. 9). El crecimiento estuvo acompañado por un notable aumento de la deuda de los hogares debido en gran parte al aumento de los préstamos hipotecarios inducido por el nivel bajo, sin precedentes, de las tasas de interés (FED, 2003, p. 12). Éstas también estimularon la emisión de bonos corporativos, mientras que los mercados de valores comenzaron a repuntar (FED, 2003, p. 10).

De 2004 a julio de 2007, la economía estadounidense cobró fuerza (FED, 2004, p. 3; 2005, p. 3; 2006, p. 3), mientras que la inflación se mantuvo baja (FED, 2004, p. 3; 2005, p. 3; 2006, pp. 3 y 9; 2007, pp. 3-4).

En junio de 2004, el FOMC comenzó a reducir el grado sustancial de la posición acomodaticia de la política monetaria. Elevó el nivel previsto de la FF a 1¼% e hizo entender que, dadas las perspectivas económicas, el estímulo monetario se eliminaría pronto para que la política pudiera volver a lo que los Informes definieron 'una postura más neutral'.

En agosto y septiembre el FOMC elevó de nuevo el nivel previsto de la FF a 1½ y a 1¾% (FED, 2004, p. 6). En noviembre y diciembre, considerando que la economía estaba creciendo a un ritmo satisfactorio y que la presión inflacionaria se vería contenida si se retiraba gradualmente la acomodación de la política monetaria, el FOMC elevó el nivel previsto de la FF a 2 y 2¼% (FED, 2004, pp. 6 y 7).

El Informe de 2004 indica que el FOMC consideró que el apoyo que las bajas tasas de interés daban al consumo era el factor que contribuía principalmente al crecimiento. También muestra que las autoridades consideraron aceptables los indicadores de reembolso de la deuda, que no obstante eran en general peores que los contabilizados en años anteriores.

En 2005, el FOMC continuó eliminando la acomodación de la política monetaria elevando el nivel previsto de la FF en 25 puntos básicos en cada una de sus ocho reuniones. Así pues, la tasa aumentó en 2 puntos porcentuales,

alcanzando 4 ¼% (FED, 2005, pp. 3-4). El FOMC consideró que este nivel estaba ‘dentro de la amplia gama de valores que ... podría llegar a ser coherente con la producción que permanece cerca de su potencial’ (FED, 2005, p. 6). Luego, en enero de 2006, elevó el nivel previsto de la FF otros 25 puntos básicos, lo que la elevó hasta 4½%. Por último, en cada una de las reuniones de enero, marzo, mayo y junio, el FOMC elevó el nivel previsto de la FF otros 25 puntos básicos, llevándola a 5¼%. Estas acciones muestran que durante este período los miembros del Comité mantuvieron cierta preocupación por la inflación (FED, 2005, pp. 24-25).

Al mismo tiempo, la estabilidad del sistema financiero estaba cada vez más en riesgo. Levine (2010), Barth, Li, Lu, Phumiwasana y Yago (2009), Caprio (2009), Barth, Caprio y Levine (2011) argumentan que la FED era más consciente de estos problemas de lo que estaba disponible para reconocer en documentos y declaraciones públicas. Utilizando pruebas de archivos y de documentos oficiales, estos autores sostienen que los cambios en la regulación financiera, que se produjeron después de la era de Bretton Woods, habían deteriorado la gobernanza de esta actividad y que el banco central era consciente de que el nuevo enfoque de regulación financiera estaba produciendo una distorsión de los flujos de crédito hacia fines cuestionables desde 2003. Además, afirman que la FED llegó al extremo de proporcionar al Congreso información falsa sobre este asunto y concluyen que es necesario fortalecer la independencia de las autoridades de las presiones de la industria financiera para corregir la gobernanza de la regulación.

A pesar de estas reservas potenciales, el Informe de 2006 indica que ‘a raíz de una reunión con la *Federal Reserve Bank of New York* en el otoño de 2005, los mayores participantes en las ventas de contratos derivados, que estaban teniendo un crecimiento rápido, acordaron una serie de medidas para fortalecer la infraestructura de ese mercado’ (FED, 2006, p. 29). También se refiere al aumento de la volatilidad de los mercados de renta variable estadounidenses, de los mercados de divisas y renta fija en varias economías emergentes (FED, 2006, p. 28). Además, se menciona la liquidación de algunos importantes *hedge funds*, que se produjo durante el año, añadiendo que no estaban afectando al funcionamiento general de los mercados (FED, 2006, p. 28). Por último, señala que el aumento de las tasas de interés contribuyó a aumentar los pagos del servicio de la deuda, elevando los indicadores de las obligaciones financieras de los hogares hasta un “máximo histórico”, aumentando notablemente la tasa de morosidad en los préstamos al consumo y en la mayoría de los préstamos hipotecarios con tasas de interés variables (FED, 2006, pp. 4 y 13). No obstante, el Informe destaca que ‘a principios de 2007, los balances de los hogares parecían estar en buena forma’ (FED, 2006, p. 3).

El 9 de agosto de 2007, en la apertura de los mercados en Nueva York, estalló la crisis tras la declaración de cuatro firmas financieras europeas de que se enfrentaban a graves problemas en los mercados de derivados. Esta noticia produjo una fuerte subida de las tasas de interés a corto plazo en los mercados interbancarios, lo que dañó el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria. El Informe de 2007 afirma que la crisis fue provocada por un fuerte aumento de la morosidad y los impagos de las hipotecas de alto riesgo, lo que perjudicó el funcionamiento de los mercados secundarios de las hipotecas residenciales de alto riesgo y no tradicionales. El Informe describe así los principales elementos de la crisis:

Después de mediados de año, como las pérdidas en las hipotecas de alto riesgo ... siguió aumentando, los inversores se volvieron cada vez más escépticos sobre el probable buen resultado de estos créditos, incluso de los valores de los activos altamente calificados que respaldaban a tales hipotecas. La pérdida de confianza redujo la disposición general de los inversores a asumir riesgos ... Esa reevaluación estuvo acompañada de una alta volatilidad y una disminución de la liquidez en varios mercados financieros aquí y en el extranjero. Las presiones en los mercados financieros se vieron reforzadas por las preocupaciones de los bancos sobre las pérdidas crediticias reales y potenciales. ... En respuesta a esas tensiones inesperadas, los bancos se volvieron más conservadores en el despliegue de su liquidez y capacidad de balance, lo que llevó a condiciones crediticias más estrictas para algunas empresas y hogares. La ... reevaluación del riesgo por parte de los inversores causó ... una notable disminución neta en los precios de los activos otorgados como garantía colateral (FED, 2007, pp. 3-4; nuestra traducción).

La FED reaccionó a estos acontecimientos realizando operaciones de mercado abierto inusualmente grandes, ajustando los procedimientos para los préstamos de la ventanilla de descuentos y los préstamos de valores, proporcionando crédito a corto plazo a los bancos contra una gran variedad de garantías, y organizando acuerdos de intercambio de divisas con otros bancos centrales para aumentar la disponibilidad de fondos en dólares a plazo en sus jurisdicciones (FED, 2007, p. 4). Finalmente, el FOMC recortó el nivel previsto de la FF en 50 puntos básicos en septiembre, agregando otros dos recortes de 25 puntos básicos en octubre y diciembre. Debido al mayor deterioro de la situación económica y financiera, el FOMC recortó otros 125 puntos básicos en enero de 2008, de los cuales 75 puntos básicos se recortaron el 22 de enero y 50 puntos básicos durante la reunión del 29 al 30 de enero. Las reducciones allanaron el camino hacia el "límite cero".

En resumen, los Informes indican que la FED se preocupó cada vez más por la estabilidad del sistema financiero antes de la crisis de 2007. El banco central no desconoció la inflación y las brechas de producción. Sin embargo, dado que las presiones inflacionistas estaban contenidas y el sistema finan-

ciero mostraba signos crecientes de volatilidad, hicieron que la política de las tasas de interés fuera cada vez más sensible a los problemas de inestabilidad. Las reducciones en la tasa de política monetaria fueron mayores que los aumentos y el resultado general fue una tendencia hacia tasas de interés más bajas, que alcanzaron el “límite cero” después de la crisis de 2007-2008.

7. Conclusiones

La reciente caída de las tasas de interés se puede interpretar con base en los fundamentos teóricos “reales” o “monetarios” de la disciplina económica. Borio *et al.* (2017) han argumentado que las interpretaciones “reales” prevalecientes han mostrado límites que inducen a profundizar el rol que la política monetaria y financiera ha tenido en la tendencia a la baja de las tasas de interés.

En este ensayo se han analizado elementos teóricos e histórico-institucionales que pueden favorecer la adopción de una interpretación “monetaria” de este fenómeno y se han examinado los Informes de la FED para argumentar que desde mediados de la década de 1990, es decir, antes de la crisis de 2007-2008, esta institución se ha ido preocupando más por la creciente inestabilidad y la necesidad de proveer recursos financieros a bajo costo a las empresas financieras. Este cambio de actitud de la FED ha generado la tendencia a la baja de las tasas de interés, que alcanzaron el “límite cero” después de la crisis de 2007-2008.

Referencias bibliográficas

- Bagehot W. (1873), *Lombard Street: a Description of the Money Market*, London: Kegan, Paul and Co.
- Barth J.R., Caprio G. Jr., Levine R. (2011), *Guardians of Finance: Making Them Work for Us*, MIT Press.
- Barth J. R., Li T., Li W., Phumiwasana T., Yago G. (2009), *The Rise and Fall of the US Mortgage and Credit Markets: A Comprehensive Analysis of the Market Meltdown*, New York: John Wiley and Sons.
- Bean C., Broda C., Ito T., Kroszner R. (2015), Low for long? Causes and consequences of persistently low interest rates, *Geneva Reports on the World Economy*, 17, Geneva: ICMB and London: CEPR Press.
- Bernanke B. (2005), The global saving glut and the U.S. current account deficit, *Remarks at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists*, Richmond, Virginia, March 10.
- Board of Governors of the Federal Reserve System (2021), *Selected Interest Rates*, recuperado de <https://www.federalreserve.gov/datadownload/Choose.aspx?rel=H.15>, el 19 de julio.

- Borio, C, Disyatat P, Juselius, M. y Rungcharoenkitkul, P. (2017). Why so low for so long? a long-term view of real interest rates. *BIS Working Papers*, No 685.
- Caballero R., Farhi E., Gourinchas P. (2008), An equilibrium model of “global imbalances” and low interest rates”, *American Economic Review*, 98 (1), 358-93.
- (2016), *Global imbalances and Currency Wars at the ZLB*, recuperado de <https://scholar.harvard.edu/farhi/publications/global-imbances-and-currency-wars-zlb>, el 19 de septiembre de 2021.
- Caporale T., Grier K. (2005), Inflation, Presidents, Fed Chairs, and regime changes in the U.S. real interest rate, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 37 (6), 1153-63.
- Caprio G. Jr. (2009), *Financial regulation in a changing world: lesson from the recent crisis*, Williams College, November, recuperado de <http://www.tcd.ie/iis/documents/discussion/pdfs/iisd308.pdf>
- Carvalho C., Ferrero A., Nechio F. (2016), Demographics and real interest rates: inspecting the mechanism”, *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Papers*, n. 2016-5.
- Council of Economic Advisers (2015), *Long-term interest rates: a survey*, July.
- De Cecco M. (1999). The lender of last resort, *Economic Notes*, 28 (1), 1-14.
- (2005), Sraffa's lectures on Continental banking: A preliminary appraisal, *Review of Political Economy, Special Issue: Piero Sraffa 1898–1983*, 17 (3), 174-88.
- Del Negro M., Giannone D., Giannoni M., Tambalotti A. (2017), Safety, liquidity, and the natural rate of interest”, *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, n. 812, May.
- FED (Board of Governors of the Federal Reserve System), various years, *Annual Report*, Washington, DC.
- Friedman B.M. (2014), Has the financial crisis permanently changed the practice of monetary policy? Has it changed the theory of monetary policy?, *National Bureau of Economic Research, Working Paper 20128*, May, recuperado de <http://www.nber.org/papers/w20128>, el 19 de septiembre de 2021.
- Gagnon E., Johannsen K., Lopez-Salido D. (2016), Understanding the new normal: The role of demographics, *Finance and Economics Discussion Series*, n. 2016-080, Federal Reserve Board.
- Galí J. (1992), How well does the IS-LM model fit postwar U.S. data?, *Quarterly Journal of Economics*, 107 (2), 709-38.
- International Monetary Fund (IMF) (2014), Perspectives on global real interest rates, *World Economic Outlook*, April, Chapter 3, 81-112.
- Jordá O., Knoll K., Kuvshinov D., Schularick M., Taylor A.M. (2019), The rate of return on everything, 1870-2015. *The Quarterly Journal of Economics*, 134 (3), 1225–98.
- Keynes J.M. (1930), *A Treatise on Money*, in Moggridge D.E., ed., *The Collected Writings of J.M. Keynes*, Vol. V and VI, London: Macmillan (1971).

- (1936), The General Theory of Employment, Interest and Money, in Moggridge D.E., ed., *The Collected Writings of J.M. Keynes*, Vol. VII, London: Macmillan (1973).
- King R., Watson M. (1997), Testing long-run neutrality, *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 83 (3), 69-101.
- Laeven L., Valencia F. (2008), Systemic Banking Crises: A New Database, *IMF Working Paper*, N. 08/224, Washington: International Monetary Fund.
- (2018), Systemic banking crisis revisited, *IMF Working Paper*, 18/206.
- Levine R. (2010), The governance of financial regulation: reform lessons from the recent crisis, *Bank of International Settlements, Working Papers*, N. 329.
- Neely C., Rapach D. (2008), Real interest rate persistence: evidence and implications, *Federal Reserve Bank of Saint Louis Review*, 90 (6), 609-41.
- Panico C. (2008), Keynes on the control of the money supply and the interest rate, in Forstater M. and Wray R., *Keynes and Macroeconomics After 70 Years: Critical Assessments of the 'General Theory'*, Aldershot: Elgar.
- (2021), Sraffa's monetary writings, objectivism and the Cambridge Tradition, in Sinha A., ed., *A Reflection on Sraffa's Revolution in Economic Theory*, Palgrave Macmillan, Palgrave Studies in the History of Economic Thought, pp. 419-449
- Rachel L., Smith T. (2017), Are low real interest rates here to stay?, *International Journal of Central Banking*, 13 (3), 1-42.
- Rapach D. (2003), International evidence on the long-run impact of inflation, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 35 (1), 23-48.
- Rapach D., Wohar M. (2005), Regime changes in international real interest rates: are they a monetary phenomenon?, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 37 (5), 887-906.
- Sandoval J., Morales S. (2017), ¿Por qué las tasas de interés son tan bajas?, *Economía Informa*, 405, 46-63.
- Sandoval J., Morales S. (2019), Régimen Monetario y Estancamiento Secular, *Economía Informa*, 418, 22-37.
- Summers L. (2014), U.S. economic prospects: Secular stagnation, hysteresis, and the zero lower bound, *Business Economics*, 49 (2), 65-73.
- Summers L. (2015), Low real rates, secular stagnation & the future of stabilization policy, *Speech at the Bank of Chile Research Conference*, 20 November.
- White E.N. (2009), Lessons from the history of bank examination and supervision in the United States, 1863-2008, in Gigliobianco A. and Toniolo G., eds., *Financial Market Regulation in the Wake of Financial Crises: The Historical Experience*, Workshops and Conferences, November, 15-44.