
EL SECRETO REAL DE LA BANCA CENTRAL: NO HAY MAESTROS*

J. W. Mason^a

* DOI: <https://doi.org/10.18601/01245996.v24n47.09>. Recepción: 03-04-2022, aceptación: 21-06-2022. Sugerencia de citación: Mason, J. W. (2022). El secreto real de la banca central: no hay maestros. *Revista de Economía Institucional*, 24(47), 203-212. Las dos partes de este escrito fueron publicadas en el blog del autor en febrero de 2022, [<http://jwmason.org/slackwire>]. Traducción de Alberto Supelano.

^a Profesor de Economía en John Jay College, City University of New York, y miembro del Instituto Roosevelt, [profjwmason@gmail.com].

El secreto real de la banca central: no hay maestros

Resumen En los últimos tiempos se ha reabierto el debate sobre el poder de la banca central para controlar la inflación y estabilizar el ciclo económico. Este escrito argumenta que la política monetaria funciona modificando la disposición de los bancos más que alterando la tasa de interés, y que no existen “maestros” de la banca central que conozcan el secreto de mantener el pleno empleo y la estabilidad de precios. La transmisión de las tasas de interés no funciona como suponen los libros de textos. La evidencia empírica muestra que la tasa de interés de la Fed no afecta las tasas de interés de largo plazo, y que la inversión de las empresas depende de las condiciones crediticias y no tanto del costo de los fondos prestables. En el mundo real no existen mercados en los que intercambien bienes de hoy por bienes de mañana; existen mercados de crédito. La tasa de interés no mide el precio relativo del consumo presente versus el consumo futuro, sino la disyuntiva entre ingresos frente a liquidez y seguridad.

Palabras clave: banca central, política monetaria, tasa de interés; JEL: E31 E52, E58

The real secret of central banking: no masters

Abstract The debate over the power of central banking to control inflation and stabilize the business cycle has recently been reopened. This brief argues that monetary policy works by changing the disposition of banks rather than by altering the interest rate, and that there are no central banking "masters" who know the secret of maintaining full employment and price stability. Interest rate pass-through does not work as the textbooks assume. Empirical evidence shows that the Fed's interest rate does not affect long-term interest rates, and that business investment depends on credit conditions and not so much on the cost of loanable funds. In the real world, there are no markets in which you exchange today's goods for tomorrow's goods; there are credit markets. The interest rate does not measure the relative price of present consumption versus future consumption, but the trade-off between income versus liquidity and security.

Key words: central banking, monetary policy, interest rate; JEL: E31 E52, E58

O verdadeiro segredo dos bancos centrais: nenhum mestre

Resumo O debate sobre o poder do banco central para controlar a inflação e estabilizar o ciclo de negócios foi reaberto recentemente. Este documento argumenta que a política monetária funciona mudando a disposição dos bancos ao invés de alterar a taxa de juros, e que não há “mestres” dos bancos centrais que conhecem o segredo da manutenção do pleno emprego e da estabilidade de preços. A transmissão das taxas de juros não funciona como os livros didáticos supõem. As evidências empíricas mostram que a taxa de juros do Fed não afeta as taxas de juros de longo prazo e que o investimento empresarial depende das condições de crédito e não tanto do custo dos fundos emprestados. No mundo real, não há mercados em que se troquem as mercadorias de hoje pelas mercadorias de amanhã; há mercados de crédito. A taxa de juros não mede o preço relativo do consumo presente versus consumo futuro, mas o trade-off entre renda versus liquidez e segurança.

Palavras-chave: banco central, política monetária, taxa de juros; JEL: E31 E52, E58

En los enconados debates económicos actuales, uno de los pocos puntos en común es la reverencia por la Fed. Pensemos en Jay Powell: nombrado por primera vez a la junta de gobernadores de la Fed por el presidente Obama, fue elevado por Trump a la presidencia del Comité de Operaciones de Mercado Abierto FOMC y renombrado por Biden. Sus predecesores Bernanke, Greenspan y Volcker fueron nombrados por primera vez por el presidente de un partido y luego reelegidos por un presidente del otro. La política se detiene en Maiden Lane.

Hay discrepancias sobre lo que debería hacer la Fed: endurecer la política para frenar la inflación o contenerse para permitir una recuperación más rápida. Pero pocos dudan de que es tarea de la Fed tomar la decisión, y que una vez lo haga puede llevarla a cabo.

Sin embargo, quizá debamos dar un paso atrás y preguntarnos si la Fed es realmente todopoderosa. A usted le gustaría que la inflación baje; a mí me gustaría ver unos mercados laborales más fuertes. Pero ¿la Fed puede darnos a cualquiera de nosotros lo que queremos?

Durante la llamada Gran Moderación era fácil tener fe en la Fed. En Estados Unidos, como en la mayoría de los países ricos, los gobiernos habían cedido en gran medida la labor de gestión macroeconómica a bancos centrales independientes, y disfrutaban una era de crecimiento estable con baja inflación. Las portadas de las revistas podían presentar, sin ironía, al presidente de la Fed como “el Papa Greenspan y su Colegio de Cardenales” o (cuando las aguas se agitaron más) la figura central del “comité para salvar al mundo” (ver la portada de *Time*, 153(6), 1999).

La respetable opinión de las décadas de 1990 y 2000 fue captada en un discurso de Christina Romer (2007) –quien pronto sería economista jefe de Obama– en el que declaró: “la Reserva Federal es directamente responsable de la baja inflación y la práctica desaparición del ciclo económico en los últimos 25 años [...] La historia de la política de estabilización del último cuarto de siglo es de un éxito asombroso”.

Romer pronunció esas palabras a finales de 2007. Casi exactamente en ese momento, Estados Unidos entraba en su recesión más profunda desde la Segunda Guerra Mundial.

La burbuja inmobiliaria y la crisis financiera hicieron dudar de que ese éxito había sido tan sorprendente después de todo. La década siguiente de lento crecimiento y alto desempleo, ante una tasa de los Fondos Federales igual a cero y de múltiples rondas de expansión cuantitativa, la situación debería haber mejorado más. Evidentemente,

la vieja medicina ya no funcionaba, o quizá nunca había funcionado tan bien como pensábamos.

En realidad, siempre hubo razones para dudar.

Una de ellas es que, como observó Milton Friedman (1961), la política monetaria actúa con retrasos largos y variables. Una estimación común es que el impacto máximo de los cambios en la política monetaria se produce entre 18 y 24 meses después, lo que es sumamente lento para manejar los ciclos económicos. Muchas personas –incluso en la Fed– creen que la inflación actual es el resultado transitorio de la pandemia. Cuando los principales efectos del ajuste actual se sientan dentro de dos años, ¿cuán seguros estamos de que la inflación seguirá siendo demasiado alta?

Aún más fundamental es la pregunta de qué vincula la política monetaria con la inflación en primer lugar. Después de todo, los precios son, fijados por empresas privadas; si estas creen que tiene sentido subir los precios, la Fed no tiene ningún rayo de control mental para convencerlas de lo contrario.

En la historia de los libros de texto, los cambios en la tasa de los fondos federales se transmiten a otras tasas de interés. Un mayor costo de los préstamos desalienta el gasto de inversión, reduciendo la demanda, el empleo y los salarios, lo que a su vez ejerce una presión a la baja sobre los precios. Esta secuencia siempre fue un poco indirecta; hoy no es claro que los eslabones críticos de la cadena funcionen así.

La inversión empresarial se financia con deuda de largo plazo; el vencimiento promedio de un bono corporativo es de unos 13 años. Pero las tasas de largo plazo no parecen ser particularmente sensibles a la tasa de los fondos federales. Entre el otoño de 2015 y la primavera de 2019, por ejemplo, la Fed elevó su tasa de política en 2,5 puntos. En ese mismo periodo, la tasa del Tesoro a 10 años se mantuvo esencialmente sin cambios (ver <https://fred.stlouisfed.org/graph/?g=L553>), y los rendimientos de los bonos corporativos en realidad cayeron. Los episodios anteriores muestran una falta de respuesta similar de las tasas de largo plazo a las acciones de la Fed (Klein, 2015).

Tampoco es evidente que la inversión empresarial sea especialmente sensible a las tasas de interés, incluso a las de largo plazo. Una revisión relativamente reciente de la literatura, realizada por economistas de la Fed, encuentra que las tasas de referencia para las nuevas inversiones “no muestran una relación clara con las tasas de interés de mercado” (Sharpe y Suárez, 2014).

El ex presidente de la Fed, Ben Bernanke se preguntó desconcertado, por “la caja negra” de transmisión de la política monetaria

(Bernanke y Gertler, 1995). Si no mueve las tasas de interés sobre la deuda de largo plazo que emiten principalmente las empresas, y si las tasas de plazo aún más largo no tienen un efecto detectable en la inversión, ¿cómo afecta exactamente la política monetaria a la demanda y a la inflación? Era una buena pregunta, a la que nadie ha dado una buena respuesta.

Sin duda, nadie afirmaría que la Fed es impotente. Si sube las tasas lo suficiente, los prestatarios que no puedan refinanciar sus préstamos enfrentarán un incumplimiento; a medida que el valor de los activos caiga y los balances se debiliten, los hogares no tendrán más remedio que reducir drásticamente el consumo.

Pero poder hundir un barco no es lo mismo que poder dirigirlo. El hecho de que la Fed pueda, si se esfuerza lo suficiente, desencadenar una recesión, no significa que pueda mantener un crecimiento constante. Tal vez sea hora de admitir que no hay “maestros” de la banca central que conozcan el secreto de mantener el pleno empleo y la estabilidad de precios (ver Woodward, 2001). Equilibrar estos objetivos sociales críticos requiere una variedad de herramientas, no solo una sola tasa de interés. Y, para bien o para mal, es responsabilidad de nuestros gobiernos elegidos.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Bernanke, B. S. y Gertler, M. (1995). Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 27-48.
- Friedman, M. (1961). The lag in effect of monetary policy. *Journal of Political Economy*, 69(5), 447-466.
- Klein, M. (2015). Greenspan's bogus “conundrum”. *Financial Times*, 3 de septiembre.
- Romer, C. D. (2007). Macroeconomic policy in the 1960s: The causes and consequences of a mistaken revolution, [<https://eml.berkeley.edu/~cromer/Lectures/MacroPolicy.pdf>]
- Sharpe, S. A. y Suárez, G. A. (2014). The insensitivity of investment to interest rates: Evidence from a survey of CFOs. Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington, D.C.
- Woodward, B. (2001). *Maestro: Greenspan's Fed and the American boom*. Nueva York: Simon and Schuster.

NO HAY MAESTROS: REFLEXIONES ADICIONALES

Una de las cosas que vemos en las cuestiones de transmisión de la política monetaria discutidas en mi escrito anterior es el costo real

de una educación económica ortodoxa. Si la visión de la economía es moldeada por la teoría dominante, es imposible pensar en lo que realmente hacen los bancos centrales.

Los modelos que se enseñan en las clases de economía de posgrado presentan una “tasa de interés” que es el precio de los bienes actuales en términos de bienes idénticos en el futuro. Se supone que los agentes de estos modelos pueden intercambiar libremente el consumo actual por el consumo en cualquier momento futuro, y distribuir el ingreso de cualquier momento futuro a lo largo de su vida como mejor les parezca, sujetos únicamente a la condición “no Ponzi” de que durante un tiempo infinito sus gastos sean iguales a sus ingresos. En otras palabras, ese es un mundo de liquidez infinita. No hay mercados de crédito como tales, solo bienes reales en diferentes fechas¹.

En este marco, la política monetaria se concibe entonces como una manera de modificar los términos en que los bienes actuales se intercambian por bienes futuros, con el objetivo de mantenerlos en algún nivel “natural”. No está claro cómo se supone que el banco central fija los términos de todas esas diferentes transacciones, ni qué fricciones hacen que la prima temporal se desvíe del nivel natural, ni si la existencia de esas fricciones podría tener consecuencias más amplias². Pero no hay ninguna razón para distraerse con este mundo imaginario, porque nada tiene que ver con lo que hacen los bancos centrales reales.

En el mundo real no hay, en general, mercados donde los bienes actuales se intercambien por bienes idénticos en alguna fecha futura. Pero hay mercados de crédito, en los que se encuentra el precio que llamamos “tasa de interés”. La transacción típica en un mercado de crédito es un préstamo, por ejemplo, una hipoteca. Una hipoteca no implica ningún intercambio de futuros contra ingresos presentes. Más bien, es un ingreso positivo para ambas partes en cada periodo.

¹ De hecho, el problema es aún peor. Como señaló Sraffa hace tiempo, en un mundo así cada producto tendrá su propia tasa de interés. A menos que se fijen los precios relativos, la cantidad de grano de hoy que se intercambia por una unidad de grano el año próximo será diferente de la cantidad de vino de hoy que se intercambia por una unidad el próximo año, la cantidad de tela de hoy que se intercambia por una unidad el próximo año, etc. Cualquiera de estas diferentes proporciones tiene un tanto derecho a ser llamada “la” tasa de interés como cualquier otra.

² Por supuesto, formalmente las fricciones se especifican dentro del modelo, en forma de “precios de Calvo” o de lo que sea, pero no es del todo claro a qué características de las economías reales se supone que corresponden estas fricciones del modelo.

El prestatario recibe un flujo de servicios de vivienda y entrega un flujo de pagos hipotecarios, ambos iguales en cada periodo. Es de presumir que recibe más o mejores servicios de vivienda por el pago de su hipoteca de los que recibiría por el pago de un alquiler equivalente en cada periodo (de lo contrario, no compraría la casa). Lejos de obtener el consumo presente a expensas del consumo futuro, el prestatario tal vez espere beneficiarse más de poseer la casa en el futuro, cuando los alquileres serán más altos pero el pago de la hipoteca sea el mismo.

El banco, por su parte, obtiene más ingresos en cada periodo por el préstamo hipotecario de los que paga al titular del depósito recién creado. Nadie asociado con el banco renuncia a un consumo actual: el préstamo solo implica crear dos entradas de compensación en los libros del banco. Ambas partes de la transacción obtienen mayores ingresos durante toda la vida de la hipoteca.

De modo que, en la transacción hipotecaria, nadie intercambia el presente contra el futuro. La transacción aumentará los ingresos de ambas partes en cada periodo. Entonces, ¿por qué no hacer más hipotecas hasta el infinito? Porque a lo que ambas partes renuncian a cambio de los mayores ingresos es a *la liquidez*. Para el propietario, las cuotas de la hipoteca producen más servicios de vivienda que los pagos de alquiler equivalentes, pero también son más difíciles de ajustar si cambian las circunstancias. Alquilar le da menos vivienda por su dinero, pero es más fácil mudarse si resulta que prefiere vivir en otro lugar. Para el banco, el préstamo hipotecario (su activo) tiene una tasa de interés superior a la del depósito (su pasivo), pero corre el riesgo de que el prestatario no lo pague, y también el riesgo de que, en una crisis, la propiedad de la hipoteca no se pueda convertir en flujos de caja inmediatos, mientras el depósito se paga a la vista.

En suma, la disyuntiva fundamental en los mercados de crédito —que el precio es la tasa de interés— no es menos ahora frente a más después sino ingresos frente a liquidez y seguridad³.

El dinero y el crédito son jerárquicos (Mehrling, 1012). Los depósitos bancarios son un activo para nosotros —son dinero— pero son un pasivo para los bancos. Estos deben liquidar sus propias transacciones con un activo diferente, que es un pasivo para el nivel superior del sistema. La Fed se encuentra en la cima de esta jerarquía. Eso es lo que hace que sus acciones sean efectivas. No es que pueda cambiar mágicamente los términos de cada transacción que implique cosas

³ En la presentación de Keynes, la disyuntiva se presenta en términos de una elección de activos y no de la creación de un activo y pasivo como en un préstamo nuevo, pero la lógica es la misma.

que suceden en fechas diferentes. Es que, debido a que sus pasivos son los que los bancos utilizan para liquidar sus obligaciones entre sí, puede influir en lo fácil o difícil que les resulte liquidar esos pasivos y, por tanto, en su disposición a asumir el riesgo de ampliar sus balances.

Así, cuando pensamos en la transmisión de la política monetaria, debemos pensar en dos preguntas fundamentales. Primera, ¿en qué medida las acciones del banco central modifican las condiciones de liquidez dentro del sistema financiero? Y segunda, ¿en qué medida la actividad real depende de los términos en que está disponible el crédito?

Podríamos hablar de esto como oferta y demanda de crédito. Sin embargo, la hipoteca, es típica de las transacciones de crédito de otra manera: implica un cambio en la propiedad de un activo existente y no la producción actual de bienes y servicios. Este es, por mucho, el caso más común. Es presumible entonces que gran parte de la transmisión de la política monetaria se realiza a través de cambios en los precios de los activos y no directamente a través de la producción corriente financiada con crédito⁴. Solo hay pequeñas partes de la economía en las que la producción es directamente sensible a las condiciones crediticias.

Un área en la que la producción corriente parece ser sensible a las tasas de interés es la construcción de vivienda. Supongo que esto se debe, por un lado, a que los urbanizadores no son grandes empresas que puedan financiar internamente el gasto de inversión y, por otro lado, a que el suelo y los edificios son mejores garantías que otros bienes de capital. Mi impresión –aunque aquí me salgo de mi área de especialización– es que una buena parte de la financiación de la construcción son préstamos de vencimiento más corto, en los que las tasas estarán más estrechamente vinculadas a la tasa de política. Y, por supuesto, en el precio de venta de los edificios también influirán las tasas de interés prevalecientes. Como primera aproximación se podría argumentar que este es *el* canal por el cual las acciones de la Fed influyen en la economía real. O como dice este artículo más antiguo pero aún convincente, “La vivienda ES el ciclo económico” (Leamer, 2007).

⁴ Este fue también el argumento de Keynes en la *Teoría general*. Curiosamente, en el libro no existe ningún sistema bancario sino un mercado de valores. La liquidez y la tasa de interés influyen en los empresarios a través del lado de los activos y no de los pasivos de sus balances. Unas tasas bajas estimulan la inversión al aumentar la valoración de los bienes de capital, no la facilidad para financiarlos.

Por supuesto, hay otros canales posibles. Por ejemplo, a veces se argumenta que durante el tercio central del siglo XX, cuando los requerimientos de reserva eran realmente obligatorios, las variaciones en la cantidad de reservas tenían un efecto cuantitativo directo en el volumen total de préstamos, sin que la tasa de interés desempeñara un papel central en uno u otro sentido. No estoy seguro de cuán cierto es esto —es algo que me gustaría entender mejor—, pero en cualquier caso no es relevante para la política monetaria actual. Robert Triffin argumentó que los inventarios de materias primas y productos importados probablemente se financiarían con deuda de corto plazo, por lo que unas tasas de interés más altas ejercerían presión a la baja de sus precios. Esto quizá solo sea de interés histórico.

El punto es que para decidir cuánto, qué tan rápido y confiablemente los cambios en la tasa de política del banco central afectarán la actividad real (y luego quizá la inflación) parece requerirse un detallado conocimiento institucional del sistema financiero y de las necesidades de financiación de la actividad real. Los modelos que se enseñan en macroeconomía de posgrado son del todo inútiles para este propósito. Incluso para las personas que no están inmersas en la macroeconomía académica, la fijación en “la” tasa de interés en contraposición a las condiciones crediticias en general es un verdadero problema.

Estos no son debates nuevos, por supuesto. En otras partes he mencionado el fascinante artículo de Juan Acosta (2016) sobre los debates de los años cincuenta entre Paul Samuelson y varios economistas asociados a la Fed⁵. Las líneas del debate eran entonces algo diferentes a las de ahora, y los economistas académicos eran más escépticos sobre la capacidad de la política monetaria para influir en los resultados económicos reales. De lo que el economista de la Fed Robert Roosa parece haber convencido finalmente a Samuelson es que la política monetaria no funciona tanto a través de la tasa de interés, que entonces, como ahora, no parecía tener un gran efecto en la decisión de inversión. Funciona más bien cambiando la disposición de los bancos a prestar, lo que entonces se conocía como “doctrina de la disponibilidad”. Esto se refleja en ediciones posteriores de su libro de texto, que añadieron una explicación de la política monetaria en términos del racionamiento de crédito.

Incluso si un prestamista hiciera poco o ningún cambio en la tasa de interés que anuncia a sus clientes, probablemente aún se produciría el siguiente efecto importante de “dinero fácil” [...] el prestamista racionará ahora el crédito mucho más liberalmente de lo que sería el caso si

⁵ Nathan Tankus me señaló este artículo.

el mercado monetario fuera muy tenso y las tasas de interés tendieran a subir [...] *En lo que sigue siempre que hable de una reducción de las tasas de interés, también tendré en mente la igualmente importante relajación del racionamiento de crédito y el aumento general de la disponibilidad de capital propio y de crédito para las empresas.*

La idea de que “la tasa de interés” es una metáfora o sinécdoque de una relajación más amplia de las condiciones crediticias es un paso importante hacia el realismo. Pero como suele suceder, el matiz se ha perdido y la metáfora se toma literalmente.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Acosta, J. C. (2016). Paul Samuelson, Robert V. Roosa, and the economics of credit rationing, CHOPE working paper 2016-33, Duke University, Center for the History of Political Economy, Durham.
- Leamer, E. E. (2007). Housing IS the business cycle. NBER working paper 13428, [https://www.nber.org/system/files/working_papers/w13428/w13428.pdf].
- Mehrling, P. (2012). The inherent hierarchy of money, [https://ieor.columbia.edu/files/seasdepts/industrial-engineering-operations-research/pdf-files/Mehrling_P_FESeminar_Sp12-02.pdf].