

Consideración desde el pasado sobre la capacidad real de la Reserva Federal para la estabilización económica

Jalil Barkhas¹

Resumen

Estados Unidos de América ha experimentado una recesión y una lenta recuperación en los primeros años del siglo XXI, como efecto de la crisis de 2008. En general se coincide en la aplicación de política monetaria como mecanismo para lograr el retorno al pleno empleo y el sólido crecimiento económico.

Esta comprensión se ha desarrollado en un clima en el que la política fiscal es vista como la alternativa estabilizadora más poderosa que la política monetaria, pero con fuertes restriccio-

nes debido a los déficits fiscales que enfrentan muchos países.

Es así que el rol de la política monetaria y la autoridad competente se vuelve particularmente significativo.

De este modo el artículo revela la discusión en torno al papel jugado por la Reserva Federal a lo largo del tiempo, los resultados de dicho accionar y lo que puede esperarse de cara al futuro.

Palabras clave: Reserva Federal, Política Monetaria, Déficit Fiscal

Recibido: 25 de enero 2017. **Aceptado:** 27 de Marzo 2017

1 Universidad de Granada - España. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Departamento de Economía Aplicada. E-mail: jbarkhas@ugr.es.

INTRODUCCIÓN

Durante los últimos años el valor de la política monetaria ha tomado relevancia en la opinión pública, gracias al criterio de expertos, formadores de opinión y dirigentes políticos, tanto del ámbito público y privado. En la economía estadounidense y en su funcionamiento a futuro, resulta de gran relevancia la autoridad responsable de la Reserva Federal. El presidente de la Reserva Federal presenta la capacidad de influir fuertemente en la dirección de la economía. Gran parte de los congresistas, economistas y la sociedad ha llegado a considerarlo en un rol fundamental.

En los años ochenta y noventa, la economía norteamericana tuvo un fuerte crecimiento, paralelamente a un aumento de precios y presión inflacionaria. Fue ahí cuando el Congreso, el Presidente de la Nación y la sociedad se enfocaron en el entonces presidente de la Reserva Federal para frenar o enfriar la economía. Asimismo, en los años cincuenta y sesenta, e incluso en la década de los setenta, la sociedad y el Congreso se centraron en el presidente del Consejo de Asesores Económicos (CAE) para obtener respuestas sobre el desempeño macroeconómico, así como en el presidente de la Reserva Federal en lo referente a las políticas de estabilización. Lo destacable en la actualidad es que parece ser que el presidente de la Reserva Federal se ha convertido en la única fuente, tanto para el pronóstico como para la toma de decisiones.

Para poder comprender cómo fue que el carácter de presidente de la Reserva Federal llegó a ocupar ese rol en la economía estadounidense se requiere saber: qué es la Reserva Federal, cómo y por qué se creó, cuál es su estructura básica y su razón de ser y finalmente, ¿cómo fue interpretado por los economistas y funcionarios públicos la función de la Reserva Federal durante los principales inconvenientes macroeconómicos del siglo XX.

La reseña histórica que se relata en el presente trabajo tiene como finalidad invitar a reflexionar acerca de cómo el contexto, cambio político y social puede tener un profundo impacto en las instituciones de la economía.

LA TEMPRANA RESERVA FEDERAL

En diciembre de 1913 el Congreso de los Estados Unidos aprobó la Ley de la Reserva Federal y en agosto de 1914 la Junta de la Reserva Federal asumió el cargo. Les tomó años de estudio y un intenso debate la creación de la Reserva Federal debido a que los Estados Unidos mantenía una larga historia de banca estatal.

En las décadas de 1820 y 1830 un banco federal, el Banco de los Estados Unidos, había ejercido brevemente un cierto grado de control como autoridad central y en los años durante y justo después de la Guerra Civil, la Ley Bancaria Nacional había servido para bancos bajo control Federal. Sin embargo, desde la creación de los primeros bancos en la década de 1780 hasta 1913, la mayoría de los bancos estadounidenses fueron autorizados a hacer negocios por los estados en los que operaban y los mismos eran controlados a ese nivel.

La banca en 1913 era una industria con bancos pequeños e independientes. A lo largo del país cualquier esfuerzo por centralizar el control de los bancos en una nueva agencia federal era visto con profunda sospecha, como una manera de dar a los ya poderosos banqueros de la ciudad de Nueva York el control sobre la vida económica de la población estadounidense.

Por lo tanto, ¿por qué razón se crea la Reserva Federal? Estados Unidos fue sometida a una serie de caídas abruptas de la economía, pánico y depresiones durante los años 1870, 1880 y 1890, que fueron acompañados por el descenso de los salarios, los precios y las fallas de los negocios. Se creía que estos descensos abruptos de la economía eran en gran parte resultado de la inelasticidad en la fuente de dinero. Es decir, que la incapacidad o la falta de voluntad del sistema bancario para suministrar dinero confiable en cantidad suficiente, restringía la actividad económica tan severamente que toda la economía entraba en una depresión.

El sistema de banca corresponsal que se desarrolló en los Estados Unidos a lo largo del

siglo XIX permitió un pago relativamente fácil a través de una economía en rápido crecimiento. Los bancos de las ciudades pequeñas podrían ganar intereses depositando dinero en bancos de ciudades más grandes y éstos podrían ganar intereses depositándolo en la ciudad de Nueva York. Una movilidad similar se presentaba en la colocación de cheques a través de la acción de bancos corresponsales en todo el país. El problema era que una crisis financiera, incluso pequeña, en un lugar específico podría propagarse como una epidemia en todo el país. Las condiciones climáticas locales podrían afectar los ingresos agrícolas en la mayor parte de Estados Unidos y con ello, era posible la generación de incobrables en distintos eslabones de las cadenas productivas propias y relacionadas. Particularmente, los bancos locales eran capaces de retirar fondos de bancos corresponsales en ciudades de mayor envergadura, a fin de mantener sus reservas, generando una quita concatenada. De esta forma se puede observar que el inicio del pánico podría extenderse fácilmente de una ciudad a otra, llegando incluso hasta Nueva York y a Londres, si a su vez los bancos de Nueva York realizaban sus depósitos en Londres. En efecto, la estructura bancaria estadounidense a finales del siglo IX era una enorme estructura piramidal, con fondos que fluían hacia arriba, hacia los bancos comerciales en Nueva York en tiempos buenos, pero hacia afuera a través de la pirámide cuando los tiempos difíciles golpeaban.

En los finales del siglo XIX, la solución aceptable era no cambiar la pirámide, sino insertar los bancos de la Reserva Federal en el sistema para que pudieran sofocar los pánicos locales cuando surgieran y evitar su propagación de un banco a otro. El sistema anterior a la Reserva Federal era uno en el cual todos los bancos eran bancos comerciales. Sus objetivos eran ganar lo suficiente para cubrir los costos y así sobrevivir y, si era posible, obtener beneficios y dividendos para sus propietarios.

Lo que hizo la Ley de la Reserva Federal de 1913 fue crear bancos de reserva que operarían en sus distritos para redescantar papel comercial para los bancos miembros. Los bancos estatales podían unirse al nuevo sistema,

y todos los bancos con fletamento nacional, los más grandes, tenían que acoplarse. Las líneas del distrito fueron dibujadas y los bancos nuevos de la Reserva Federal fueron situados en: Nueva York, Philadelphia, Cleveland, Richmond, Atlanta, Chicago, San Luis, Minneapolis, Kansas City, Dallas, y San Francisco. Se creó una Junta de la Reserva Federal pero el verdadero poder lo tenían los bancos regionales.

Se creía que este nuevo sistema resolvería los viejos problemas, dado que los bancos, ante la falta de reembolso de préstamos por razones de clima local u otra condición exógena al buen funcionamiento de la economía, podrían adquirir la liquidez necesaria a través del Banco Regional de Reserva Federal sin reducir la liquidez de otros bancos comerciales. Como los Bancos de la Reserva Federal y el Sistema de la Reserva Federal habían sido creados para servir al interés público en lugar de sus propios intereses comerciales, la expectativa era que el Sistema de la Reserva Federal establecería una tasa de descuento baja frente a problemas exógenos de liquidez.

La pregunta que surge de dicho razonamiento es: ¿cómo sobreviviría el Banco de Reserva de Filadelfia si prestase a una tasa de descuento baja? Una alternativa fue que el Sistema de la Reserva Federal tuviera una reserva de la venta de acciones bancarias de los bancos miembros y podía, de ese modo, emitir una nueva forma de dinero: notas de la Reserva Federal, que sin embargo deberían ser aseguradas por depósitos de oro en los Bancos de la Reserva Federal, de modo que el mecanismo de flujo de la especie, o su equivalente a finales del siglo XIX, proporcionaría una restricción general. Por otra parte, también se les permitió comprar y vender bonos del gobierno cuando era necesario asegurar su condición financiera.

ORÍGENES DE LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO

La Reserva Federal inicial nunca funcionó como estaba previsto, dado que en el momento en que las puertas de los Bancos de la Reserva se abrieron en agosto de 1914, otro evento importante se estaba gestando. El 4 de agosto de 1914 Gran Bretaña declaró la guerra a Alema-

nia y allí se inició la Primera Guerra Mundial. Aunque los creadores de la Reserva Federal y los que aguardaban para hacer negocios con la iniciativa del sistema de la Reserva Federal no podrían haberlo sabido, en cuestión de meses, las condiciones económicas del mundo occidental cambiaron y así también el papel de esta institución.

Los Bancos de la Reserva Federal fueron diseñados para el redescuento del papel comercial con el fin de evitar que las condiciones locales se extiendan de una región a otra. La herramienta importante en el arsenal de la recién creada Reserva Federal era su capacidad para alterar la tasa de redescuento para acomodarse a las necesidades del comercio y para proveer la liquidez que todo el sistema piramidal totalmente comercial había carecido. Se trataba de un sistema en gran medida automático en el que se aplicarían las reglas de la buena banca al revés: en vez de tratar de prestar a altas tasas cuando la demanda de fondos era alta, como lo harían los bancos comerciales, los bancos de la Reserva Federal prestarían a tasas bajas cuando la demanda de liquidez era alta y así mantener automáticamente el funcionamiento del sistema comercial.

Durante el primer año de operación las importaciones de oro a los Estados Unidos y una economía en auge dejaron a los bancos comerciales con poca necesidad de recurrir a la Reserva Federal. Sin embargo, cuando Estados Unidos se involucró más en el conflicto bélico, el Tesoro necesitaba tomar prestado y la Reserva Federal pudo desempeñar un papel útil prestando a los bancos comerciales que ofrecían valores gubernamentales como seguridad de sus préstamos. La Reserva Federal volvió a descontar las obligaciones del gobierno a un nivel inferior al que los bonos del Estado pagaban a sus tenedores. Esto facilitó la compra de bonos del gobierno porque los bancos podían pedir prestado a la Reserva Federal a una tasa baja y prestar, o usar, los ingresos para comprar bonos que pagarían más de lo que la Reserva Federal estaba cobrando. Esto fue lucrativo para los bancos comerciales y el público, y permitió que el gobierno federal colocara sus bonos. Tales prácticas fueron fa-

cilitadas por las enmiendas a la Ley de la Reserva Federal.²

En los años inmediatamente anteriores a la Primera Guerra Mundial, la deuda del gobierno federal había estado en un nivel relativamente bajo, y los títulos gubernamentales no desempeñaron un papel importante en el sistema financiero nacional. Sin embargo, al final de la Primera Guerra Mundial, la deuda pública había aumentado sustancialmente y las tenencias de títulos públicos por parte de los propios Bancos de la Reserva Federal y sus bancos miembros habían cambiado sustancialmente el sistema financiero. Antes de la guerra, los préstamos y la compra de papel comercial habían sido la clave del control de la Reserva Federal sobre el sistema monetario. Después de la guerra, se hizo evidente que la compra y venta de deuda pública podría desempeñar un papel aún más importante, y las Operaciones de Mercado Abierto se convirtieron en una parte importante de la caja de herramientas de la Reserva Federal.

Sin embargo, la herramienta tuvo que estar allí por un tiempo antes de que fuera reconocida por lo que era y sin duda antes de que se utilizara efectivamente. En la práctica, si la Reserva Federal compra títulos de los bancos comerciales a un precio relativamente alto, de modo que los bancos comerciales tengan razones para vender, las reservas de esos bancos se incrementan. La Reserva Federal paga a los bancos por los valores al acreditar las cuentas que los bancos tienen con los bancos de la Reserva Federal. El pago puede tomar la forma de simple entrada de contabilidad, o notas de Sistema de la Reserva Federal, si los bancos lo desean. Y si la Reserva Federal quiere reducir la liquidez de los bancos comerciales, puede ofrecer vender valores a un precio bajo y reducir la liquidez en el sistema.

A principios de la década de 1920 los bancos de la Reserva Federal compraron títulos, no para facilitar la liquidez entre los bancos comerciales sino para tener activos que devengaban intereses en sus propias carteras. Incluso

2 Similar a la situación actual con tipos de interés oficial cero. Los bancos comerciales prestan dinero de los bancos centrales y utilizan parte importante de ellos para comprar bonos públicos, ganando la diferencia de intereses.

durante la breve pero severa depresión que siguió a la Primera Guerra Mundial, la Reserva Federal se contentó con bajar la tasa de descuento y esperar a que los bancos comerciales acudieran a ellos para redescantar. Cuando no vinieron, los Bancos de la Reserva Federal usaron sus activos inactivos para comprar bonos para obtener ingresos por sí mismos, y cada uno de los bancos distritales del Sistema de la Reserva Federal lo hizo por sí solo. Tomó algún tiempo antes de que la Reserva Federal comenzase a darse cuenta de que las operaciones de mercado abierto se habían convertido en una herramienta que podría usar.

Una de las razones del lento reconocimiento de la eficacia potencial de las operaciones de mercado abierto fue la lenta evolución de lo que se suponía que debía hacer la Reserva Federal. La Ley de la Reserva Federal, aprobada en 1913, fue “un acto que prevé el establecimiento de bancos de la Reserva Federal, una moneda elástica, medios de redistribuir el papel comercial, establecer una supervisión más eficaz de la banca y otros propósitos”. El Congreso no había especificado que la Reserva Federal debería combatir depresiones o recesiones, ni había especificado que la Reserva Federal debería adoptar políticas para lograr la estabilidad de precios. Se podría pensar que muchas personas involucradas en la creación de la Reserva Federal habían pensado que si se podía lograr una moneda elástica, también se lograrían estos otros objetivos.

Sin embargo, durante los años veinte, la Reserva Federal no se preocupó explícitamente de los objetivos de mantener el pleno empleo y los precios estables, metas que sólo se articularon para el gobierno federal y sus agencias tras la Segunda Guerra Mundial. Sin embargo, durante la década de 1920 los funcionarios de la Reserva Federal empezaron a reconocer que las operaciones de mercado abierto podrían afectar la posición y el comportamiento de los bancos.

LA RESERVA FEDERAL EN LOS AÑOS 1920 Y 1930

Durante la mayor parte de los años veinte, también era cierto que los funcionarios públi-

cos y el público no se preocupaban tanto por el ciclo económico, ni por las condiciones económicas. Después de una breve depresión a principios de los años veinte, la economía de Estados Unidos creció y las únicas preocupaciones explícitas de la Reserva Federal fueron respecto de la especulación bursátil que se desarrolló a finales de la década de 1920. Durante la crisis más catastrófica, la Gran Depresión, que comenzó a mediados de 1929 creció el desempleo, cayeron los precios, se cerraron las fábricas, las quiebras fueron generalizadas y los bancos cerraron sus puertas, incapaces de cumplir con sus obligaciones. A pesar de un esfuerzo considerable, el presidente Herbert Hoover y su administración no pudieron detener la crisis. En 1933 el descontento generalizado con las condiciones económicas llevó a la elección de un nuevo presidente: Franklin Delano Roosevelt.

El presidente Roosevelt y su administración crearon una variedad de programas, conocidos colectivamente como el Nuevo Acuerdo (*New Deal*) a efectos de restaurar la salud económica. Aunque la mayoría de los programas del Nuevo Acuerdo tenían raíces en las propuestas anteriores, el pensamiento americano anterior sobre las reformas económicas necesarias, las políticas y los programas tomados juntos marcaron una salida en la que el gobierno federal se involucra mucho más en guiar la economía americana hacia un alto nivel de rendimiento. Esto puede ser descrito como un alejamiento de una era de políticas de *laissez-faire* o como una continuación del movimiento progresista que había sido temporalmente terminado por la Primera Guerra Mundial y sus consecuencias o en una variedad de otras maneras. El Nuevo Acuerdo marcó un hito polémico.

Sin embargo, la controversia sobre el Nuevo Acuerdo se palideció, ya que mientras sus creadores seguían tratando de entender cuál era la mejor manera de garantizar el máximo rendimiento económico, otra guerra recorrió Estados Unidos y cambió una vez más el carácter y la dirección de las instituciones nacionales. Incluso antes de Pearl Harbor y la declaración de guerra por parte de los Estados Unidos, la creciente participación de ese país

en el suministro de armamento a las naciones que se convirtieron en aliados oficiales en 1941 había terminado efectivamente con la depresión. En 1941 y 1942 el nuevo problema era cómo encontrar suficiente gente para servir a las fuerzas armadas, dirigir las granjas y las fábricas. Había para todos: objetivos prácticos, empleo, las fábricas operaban las 24 horas del día, los ingresos aumentaban y en lugar de las bajas globales de precios debían preocuparse por el aumento de los niveles generales de precios.

A medida que los economistas, los congresistas, el personal del Presidente y gran parte de la sociedad se fijaban en lo ocurrido, parecía obvio que el gran aumento del gasto gubernamental asociado con la guerra había puesto fin a la depresión. Este gasto gubernamental ha dado como resultado empleo e ingresos para los empleados directos, pero también ha tenido un efecto de ondulación o multiplicador en toda la economía.

Lo que había sucedido tenía mucho sentido porque a partir de 1932 y 1933 en adelante e incluso desde antes, según el trabajo de Herbert Hoover cuando fue Secretario de Comercio a principios de 1920, la idea de que los gastos directos del gobierno podrían cebar la bomba, había sido discutido con fuerza (Barber, 1985). El argumento había ganado legitimidad entre muchos economistas con la publicación en 1936 de John Maynard Keynes *La Teoría General del Empleo, el Interés y el Dinero*. Keynes ofreció una explicación de por qué y cómo de otra manera las economías capitalistas sanas no lograrían periódicamente el pleno empleo y por qué la intervención del gobierno sería necesaria para remediar el problema.

Aunque los programas del Nuevo Acuerdo, creados e implementados desde 1933 hasta 1938, fueron poco afectados por los argumentos de Keynes, muchos de esos mismos programas llegaron a ser justificados durante los años cuarenta y los cincuenta como keynesianos y fueron descritos como insuficientes en que los gastos del gobierno no fueron tan grandes como los que demandó la Segunda Guerra Mundial. El consenso fue que los nuevos seguidores del Nuevo Acuerdo habían estado

en el buen camino, y lo que la Segunda Guerra Mundial mostraría era que sólo necesitaba obtener las magnitudes adecuadas para resolver los problemas de recesión y depresión. A este consenso se agregó la noción de que si se “ajustan” los gastos gubernamentales de manera correcta, también podría evitarse la demanda excesiva generada por demasiados gastos gubernamentales y privados y así evitar la inflación que había amenazado durante la década de 1940.

EL PERIODO DE UNA ECONOMÍA FISCALMENTE GESTIONADA

Después de dos guerras, una gran depresión y muchos otros acontecimientos intermedios, la expectativa del Sistema de la Reserva Federal en 1946 fue muy diferente de lo que había sido en 1913, o incluso en 1923. En 1913, cuando el Congreso aprobó La Ley de la Reserva Federal, el mejor pensamiento era que la Reserva Federal proporcionaría estabilidad macroeconómica, a través de una moneda elástica. Cuando se aprobó la Ley de Empleo de 1946, el pensamiento había cambiado. Aunque sería responsabilidad de la Reserva Federal facilitar las acciones del gobierno federal, sería responsabilidad del Presidente de los Estados Unidos, asesorado por el recién creado Consejo de Asesores Económicos, recomendar políticas que ajustarían el gasto federal a los niveles necesarios para garantizar la estabilidad económica.

Este nuevo consenso no fue exento de controversia porque implicaba que el gobierno federal tendría que tener déficit en algunos años -como lo había sido durante la Gran Depresión y las Guerras Mundiales- y los excedentes en otros años. Sin embargo, hubo un amplio consenso de que se habían descubierto las herramientas necesarias para mantener la estabilidad económica y el crecimiento económico. Pero, no pasó mucho tiempo antes de que ese consenso quedara destrozado por nuevos acontecimientos inesperados.

A finales de la década de los sesenta y los años setenta, surgió un nuevo conjunto de problemas que destruyeron el consenso y alteraron profundamente el pensamiento económico.

El problema era la estanflación. Después de una década en la que la economía americana parecía comportarse de la manera esperada, las cosas salieron mal. Durante la década de 1960, la recesión fue contrarrestada por la forma keynesiana, por un recorte de impuestos a mediados de década, y la economía creció a un ritmo aún más rápido de lo previsto como consecuencia aparente de los aumentos del gasto gubernamental asociados a la guerra de Vietnam. Parecía estar repitiendo el escenario ahora familiar: reducción de impuestos e incremento del gasto público que generaba un recalentamiento de la economía con la consecuente una suba en los precios. Es decir, un mayor nivel de actividad a costa de ciertos puntos de inflación. Lo que ocurrió en la década de 1970 fue que la economía estadounidense experimentó tasas relativamente altas de desempleo y altos aumentos de precios en general. Había muchas explicaciones de por qué esta combinación, que no se suponía que debía suceder, estaba sucediendo. Los aumentos inducidos por la OPEP en los precios del petróleo se estima fueron en gran parte culpables por la inflación, que se consideró en este caso no inducida por un aumento de la demanda. La contracción de la oferta por el fuerte aumento de costos, implicó cambios en el mercado de trabajo, en donde surgió un desempleo relativamente alto. La explicación que ganó peso entre muchos economistas, y especialmente entre los que iban a tener la mayor influencia en la política pública durante el gobierno de Reagan y el gobierno del Bush padre, fue la surgida en otro libro importante publicado en 1963 por Milton Friedman y Anna Schwartz, *La historia monetaria de los Estados Unidos*, que fue una revisión completa de la historia económica de la Gran Depresión de los años treinta, como se había contado desde los años 1930 hasta los años 50 y los 60 .

La Historia Monetaria de los Estados Unidos fue publicada en 1963 y podría haber sido conocida sólo por especialistas en el campo si no hubiera sido por la estanflación de los años setenta, tanto como la Teoría General de Keynes habría permanecido como un libro de especialistas si no fuera por la Gran Depresión.

LA APARICIÓN DE UN NUEVO MONETARISMO

La visión monetarista moderna, que fue lo que adelantaron Friedman y Schwartz, fue que la Gran Depresión no fue el resultado de fallas básicas en el capitalismo americano que requirieron una corrección periódica por intervención del gobierno, sino más bien el resultado de una política monetaria incompetente. Los revisionistas monetaristas argumentaron que, lejos de mostrar la necesidad de una política monetaria y fiscal anti-cíclica activa, los años 1929-1933 mostraron cuán desestabilizadora puede ser una agencia gubernamental. Lo que Friedman y Schwartz hicieron fue poner a la Reserva Federal en el centro del escenario y culpar de la Gran Depresión al fracaso de la Reserva Federal. Para llegar a su conclusión, la historia de los años veinte y treinta debe ser recontada y repetida de manera muy diferente.

En la versión de Friedman y Schwartz, fue el fracaso de la Reserva Federal de participar en suficientes operaciones de mercado abierto en 1930 que convirtió una leve recesión en una depresión mayor. Friedman y Schwartz argumentan que la respuesta inadecuada de la Reserva Federal a la recesión llevó a caídas sustanciales y sostenidas en los depósitos del público, que, en combinación con la moneda, se suele llamar la oferta de dinero o M1. Esto, argumentan, fue consecuencia de: (a) la decisión del público de cambiar la composición de la oferta monetaria mediante la tenencia de dinero efectivo en lugar de los depósitos, al no confiar en los bancos, y (b) las mayores tenencias de reservas por los, de aquel entonces, cautelosos y asustados bancos.

Es en este punto en la historia que surgen difíciles cuestiones de causalidad. No hay duda de que el público perdió la confianza en los bancos. Pues, cuando Roosevelt asumió el cargo, una de las primeras cosas que hizo fue extender la política ya existente en algunos estados, y declarar un día festivo para evitar la apertura de los bancos que puso en pánico masivo a los depositantes de un banco tras otro banco y eliminar sus depósitos, haciendo que muchos bancos fallen y otros cierren sus puertas por períodos prolongados. Tampoco hay duda de

que la oferta monetaria disminuyó. La pregunta es: ¿por qué?, ¿cómo pasó? En la historia que subyacía la interpretación keynesiana de la depresión, las crisis bancarias y la disminución de la oferta monetaria fueron consecuencia de la disminución de la demanda de préstamos bancarios por parte de las empresas para la adquisición de equipos nuevos, de la falta de voluntad de los bancos de prestar a los consumidores que están fuera del trabajo, y de muchos otros problemas en la economía.

Para Friedman y Schwartz esta historia tiene la dirección de la causalidad invertida. Argumentan que si la elasticidad necesaria hubiera sido proporcionada por la Reserva Federal, entonces los otros problemas que surgieron en la economía estadounidense hubieran sido menores.

Para aquellos que dudan de la versión de Friedman y Schwartz, la cuestión crucial es si la Reserva Federal tenía el poder de proporcionar elasticidad de una manera que hubiera hecho una diferencia. Aquí, debemos regresar a los años veinte e incluso antes. Friedman y Schwartz suponen que la meta de la Reserva Federal era asegurar la estabilidad económica. Pueden asumir esto sin gran preocupación por el historial que sugiere una evolución lenta de este objetivo durante los años 20 y 30, debido a un modelo básico en el cual tanto el nivel de precios como el nivel de producción total, PIB, son producto de la oferta monetaria y la velocidad, relativamente, constante con la que se utiliza ese dinero. Si este modelo ofrece una buena explicación de cómo funciona la economía, ya sea que lo supieran o no, la Reserva Federal proporcionando suficiente elasticidad a través de su combinación de tasas de descuento y operaciones de mercado abierto, proporcionaría estabilidad económica.

Los oponentes del modelo de Friedman y Schwartz responden diciendo que la Reserva Federal, de hecho, actuó rápidamente a finales de 1929, en 1930 y 1931, para aliviar las posiciones de reserva de los bancos miembros, y muchos de los bancos más grandes tenían reservas en exceso. La respuesta de Friedman y Schwartz es que la Reserva Federal debería haber hecho aún más para aumentar la liqui-

dez. Lo que es crucial para el desacuerdo, sin embargo, no es el nivel de reservas o el grado de liquidez, sino las suposiciones subyacentes de ambas partes sobre cómo funciona la economía. Para Friedman y Schwartz, y para todos los que son monetaristas, la economía puede ser vista como un complejo de actores que responden con un alto grado de sensibilidad a los cambios de precios en las cosas que compran y venden. Los bancos compran pagarés y venden liquidez. Los cambios en los precios de los pagarés, las tasas de interés y el precio de la liquidez (tasa de redescuento y los precios de compra y venta de los bonos del Estado) determinan el comportamiento de los bancos. Los clientes del banco, tanto los prestatarios como los depositantes, también responden a los precios, al igual que todos los demás agentes de la economía.

Si bien Friedman y Schwartz están de acuerdo en que los eventos que no sean los precios, como las guerras, la sequía y las malas decisiones de política económica, pueden alterar el comportamiento, también argumentan que si la autoridad monetaria, la Reserva Federal en este caso, devuelve el precio del dinero de nuevo al nivel adecuado para restablecer la estabilidad, y lo hace rápidamente, entonces la estabilidad se repite. Friedman y Schwartz suponen que a largo plazo la economía crecerá a medida que la capacidad (recursos, población, conocimiento) lo permita, y las salidas de ese camino a largo plazo pueden ser de corta duración si el precio del dinero se mantiene en el nivel correcto. Según Friedman y Schwartz, fue el fracaso, de obtener dinero al precio justo lo suficientemente rápido en 1929 y 1930, quien causó la Gran Depresión.

En el otro lado del debate, los de la Institución Brookings que estudiaron la Gran Depresión mientras estaba en marcha, los creadores del Nuevo Acuerdo y los que abogaban por las políticas keynesianas en las décadas de 1940 y 1950, tenían otra visión de la economía. Lo que vieron fue un período en la década de 1920 cuando la nueva tecnología (entre otras cosas, electrodomésticos y el automóvil en la década de 1920) creó una gran demanda de fondos para la inversión en nuevas plantas.

Este era un período en que el empleo era alto y los salarios generalmente buenos, de modo que los consumidores tenían dinero para gastar de sus ganancias, y estaban dispuestos a pedir prestado también. La década de 1920 vio un auge en las compras a plazos, una forma de compra a crédito que precedió el uso generalizado de tarjetas de crédito. En esa época, los bancos podían y prestaron mucho. Luego llegó un período en el que no se necesitaban nuevas fábricas adicionales porque las nuevas oportunidades tecnológicamente creadas se habían agotado cuando los hogares y sus acreedores comenzaron a preocuparse por la deuda, y tanto el endeudamiento como el gasto disminuyeron. Los depósitos bancarios disminuyeron a medida que los prestatarios tomaban menos préstamos y, a medida que el proceso avanzaba hacia abajo, el aumento de la liquidez no hizo mucho para revertir la tendencia.

En esta visión no monetarista de la economía hay un gran número de cosas distintas del precio que afectan el gasto tanto de las empresas comerciales como de los hogares, sin una manera simple de incorporar todos los modelos a un modelo, aunque la interpretación original de Keynes ofrecía una manera para expresar la complejidad de una manera relativamente simple. El consumo se describe como una función de todas esas cosas tales como el ingreso del hogar, la confianza del consumidor, la disponibilidad de crédito al consumo y otras cosas que afectan el gasto de los hogares. El gasto de inversión es una función de todas las cosas que afectan la inversión de las empresas, tales como los niveles anteriores de inversión, las expectativas sobre el futuro, el costo de los préstamos, etc. En este enfoque, la demanda agregada, consumo más inversión (con la demanda externa y las compras gubernamentales de bienes y servicios agregados), se convierte en el determinante del PIB y el nivel de precios, y es fácil ver que los cambios en el gasto público o en impuestos que afectan al consumo e inversión, se convierten en las palancas importantes a utilizar en el mantenimiento de la estabilidad. En esta visión de la economía no hay un precio que pueda ser controlado por la Reserva Federal o cualquier otra agencia para

llevar el PIB a un nivel que proporcione el pleno empleo y la estabilidad de precios.

Así, tenemos dos relatos muy diferentes de cómo ocurrió la Gran Depresión, pero el desacuerdo ha sido mucho más que un desacuerdo entre los historiadores económicos. Ha sido un desacuerdo sobre cómo manejar la economía de los años 60, 70 y más allá. Friedman y Schwartz dijeron que la dependencia de la política fiscal (impuestos y gastos), que había caracterizado a las administraciones de Roosevelt, Truman, Eisenhower, Kennedy y Johnson, estaba fuera de lugar. No necesitaban manipular gastos para obtener estabilidad. Todo lo que tenían que hacer era administrar el precio del dinero y la economía se auto-ajustaría automáticamente.

De hecho, los que aceptaron la historia de Friedman y Schwartz fueron más allá y dijeron que el uso de la política fiscal para estabilizar la economía probablemente tendría efectos desestabilizadores. Es irónico que Friedman y Schwartz, aunque sostienen que la Reserva Federal podría haber evitado que la Gran Depresión se hiciera grande, también concluyen que el comportamiento de la Reserva Federal revela la tendencia inevitable de las agencias gubernamentales a reaccionar inadecuadamente. Esta misma crítica se ha impuesto como una proposición general contra el uso de la política fiscal: cuando el Congreso actúa para recortar o aumentar los impuestos para que los hogares aumenten o disminuyan el consumo, o cuando el Congreso aumente o disminuya el gasto público, era probable que fuera demasiado tarde.

Los que criticaron los puntos de vista keynesianos, que en los fundamentos generales se derivaron del relato de Friedman y Schwartz de la historia de la Gran Depresión, se unieron durante los años setenta y ochenta con un número cada vez mayor de economistas y otros analistas que sostuvieron que la economía de los Estados Unidos había cambiado para hacer que la política fiscal de estilo keynesiano fuera ineficaz o que siempre había sido ingenuo pensar que esa política podría funcionar en el contexto político de los Estados Unidos. Cambios en la economía: cambios en la fuerza de trabajo y los patrones de empleo, mayor

participación internacional, etc. Y había sido difícil persuadir al Congreso para que actuara con rapidez o en absoluto afectando la política fiscal. El caso clásico se produjo durante la acumulación de la guerra de Vietnam cuando, con un desempleo muy bajo, habría tenido sentido fiscal incrementar los impuestos para evitar aumentos totales de precios. Resultó difícil persuadir al Congreso de aumentar los impuestos para apoyar una guerra impopular.

La combinación de estanflación, pérdida de confianza en las políticas de gestión de la demanda agregada y la disponibilidad de una historia alternativa de Friedman y Schwartz de la estabilidad económica, así como el desarrollo de la economía de las teorías de activos financieros han causado que muchos economistas y los periodistas acepten la versión de Friedman y Schwartz del papel de la Reserva Federal y de su potencial. Esto es en muchos sentidos un giro curioso de los acontecimientos. Aunque existen muy buenas razones para dudar de que la gestión fiscal de la economía hubiera funcionado tal como se imaginaba en los textos de los años cincuenta y sesenta, no hay ninguna buena razón para aceptar que una Reserva Federal debidamente administrada pueda crear estabilidad macroeconómica. En el mejor de los casos, lo que Friedman y Schwartz han proporcionado es una historia en la que un tímido Sistema de la Reserva Federal hizo demasiado poco, demasiado tarde. La fe que ha sido colocada por muchos en la Reserva Federal que Alan Greenspan manejó a principios del siglo XXI no está bien fundamentada en esa historia.

REFLEXIÓN

A lo largo de todos los años desde la creación de la Reserva Federal, los problemas en la economía que a veces llegan al nivel de las crisis, provocan cambios y a su vez estos cambios llevan a cambiar las percepciones. Posiblemente, en la actualidad parece que estamos en medio de otro cambio que causará un nuevo consenso. Generalmente, es difícil predecir la dirección del cambio mientras está ocurriendo, sin embargo varios aspectos parecen suficientemente claros.

Lo que está claro es que las condiciones de crecimiento económico en una economía descentralizada que produjo la Reserva Federal inicial, las condiciones modificadas por la Primera Guerra Mundial que produjo Reserva Federal de entreguerras y la era de gestión fiscal que resultó de la Segunda Guerra Mundial no perduraron. Tampoco la era monetarista del último cuarto de siglo del siglo XX,³ cuando el crecimiento económico de los Estados Unidos parecía relativamente automático, si se obtuvieran los precios correctos.

Es sólo cuestión de tiempo, y tal vez ahora es cuestión de un tiempo bastante corto, antes de que se compruebe que la Reserva Federal, por toda su capacidad de hacer cambios en el precio de los fondos federales que luego difunde a través de todos los precios de activos, no puede controlar el nivel de actividad económica en los Estados Unidos. Se entiende que no fue creada para hacer eso y la evidencia es que, incluso hasta hoy en día, nunca ha sido capaz de hacerlo.⁴

La tentación de predecir lo que vendrá más adelante se desanima por el reconocimiento de que pocos vieron que la Reserva Federal original sería sustancialmente alterada por la Primera Guerra Mundial o la Segunda Guerra Mundial y que luego, la estanflación de los años setenta volverían a alterar el papel de la Reserva Federal. Todo lo que se puede decir es que lo que suceda más adelante será diferente.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Barber, W. J. (1985). *From New Era to New Deal: Herbert Hoover, the Economists, and American Economic Polic.* Cambridge: Cambridge University Press, 1921-1933.

Eatwell, J., & Taylor L. (2003). "Stock-Flow Traps in the American Economy", en J. M. Harris y N. R. Goodwin (eds), *New Thinking in Macroeconomics*.

³ Corresponde para otro artículo relacionado lo que sigue hasta el momento después la última crisis financiera del año 2008.

⁴ Ver John Eatwell y Lance Taylor (2003).

Cheltenham: Edward Elgar.

Friedman, M. & Schwartz, A. J. (1963). A Monetary History of the United States. Princeton Ni: Princeton University Press, 1867-1960.

Keynes, J. M. (1936). The General Theory of Employment, Interest and Money. London: Macmillan.

Kindleberger, Ch. P. (1986). The World in Depression. Berkeley, CA: University of California Press, 1929-1939.

Wicker, E. R. (1966). Federal Reserve Monetary Policy. New York: Random House, 1917-1933.

Wicker, E. R. (1996). The Banking Panics of the Great Depression. Cambridge: Cambridge University Press.

Wilson, T. (1970). Fluctuations in Income & Employment (3° ed.). New York: Pitman Publishing.

Este documento se encuentra disponible en línea para su descarga en:
<http://ppct.caicyt.gov.ar/rain/article/view/v3n1a10>
ISSN 2422-7609 eISSN 2422-5282 – Escuela Argentina de Negocios . Este es un artículo de Acceso Abierto bajo la licencia CC BY-NC-SA
(<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/>)



