

Economía del Ave María: El modelo teórico detrás de las políticas monetarias no convencionales*

Hail Mary Economics: the theoretical model behind unconventional monetary policies

Louis-Philippe Rochon¹

Guillaume Vallet

Resumen

Si bien la era de las tasas de interés negativas no parece haber terminado, al menos por el momento, sigue siendo un tema sobre el que vale la pena reflexionar, especialmente en un intento por comprender sus raíces teóricas, y particularmente a la luz de una posible desaceleración en la actividad económica en Estados Unidos y en otras geografías (al momento de escribir este artículo). Este documento examina la evolución de la política monetaria desde la crisis y se centra en las llamadas políticas no convencionales como la flexibilización cuantitativa (QE) y las tasas de interés negativas, argumentando que desde una perspectiva teórica, aunque neoclásica, ambas políticas están relacionadas y basadas en el mismo modelo de multiplicador de dinero.

Palabras clave: tasas de interés negativas, flexibilización cuantitativa, política monetaria no convencional

JEL Codes: E43, E52, E58.

* Traducción del inglés al español de Eugenia Correa, Wesley Marshall y Laura Vidal

¹ Profesor de tiempo completo en Economía - Laurentian University

Abstract

As the era of negative interest rates continues, at least for the time being, it is a topic worth reflecting upon, especially in an attempt to understand its theoretical roots, and particularly in light of a possible upcoming slowdown in economic activity in the US and elsewhere (at the time of writing). This paper examines the evolution of monetary policy since the crisis, and focuses on so-called unconventional policies like Quantitative Easing (QE) and negative interest rates, arguing that from a theoretical, albeit neoclassical, perspective, both policies are related and based on the same money-multiplier model.

Key words: Negative interest rates, quantitative easing, unconventional monetary policy

JEL Codes: E43, E52, E58.

1. Introducción

Al caracterizar la evolución de la política monetaria en las últimas décadas, Buitter (2009, p. 4) escribió que es un “popurrí intelectual de *factoides*, teorías parciales, regularidades empíricas sin fundamentos firmes, corazonadas, intuiciones e ideas medio desarrolladas”. A pesar de esta idea, argumentamos que la política monetaria ha sido bastante consistente en su enfoque, lo que significa que se ha basado en un modelo teórico consistente, donde los bancos comerciales son tratados como intermediarios financieros. En otras palabras, independientemente de la implementación de políticas convencionales o no convencionales, se argumenta en este trabajo que el modelo del multiplicador de dinero siguió siendo la construcción teórica general en la que se basaron las políticas monetarias desde la crisis financiera.

Enmarcada en una era de austeridad y ausencia de estímulo fiscal generalizado, la política económica se ha centrado en gran medida en el uso de la política monetaria para revivir la actividad

económica, lo que Rochon y Setterfield (2008) han llamado la era del “dominio de la política monetaria”. Según Blinder (2004, p. 1), “prácticamente todos los debates contemporáneos de la política de estabilización por parte de los economistas, ya sea abstracto o concreto, teórico o práctico, tratan de política monetaria, no de política fiscal”. Esto hace eco del argumento presentado por Wray y Kelton (2006, p. 101) unos años más tarde: “Este giro instintivo hacia la política monetaria para la estabilización representa la culminación de una tendencia de largo plazo, lejana de las ideas de dependencia 'keynesiana' hacia la política fiscal”. Y como argumenta Arestis (2009, p. 6), para la corriente convencional, “la política fiscal, por el contrario, sólo debería preocuparse por un posible equilibrio general entre el gasto público e impuestos, disminuyendo efectivamente su importancia como instrumento activo de política económica. Esta es una suposición basada en los argumentos habituales de desplazamiento de los déficits gubernamentales y, por lo tanto, de la ineficacia de la política fiscal.”

A la luz de este vacío en la política fiscal, los bancos centrales de todo el mundo se basaron primero en políticas convencionales y bajaron las tasas de interés a casi cero, con el entendimiento de que las tasas no podrían bajar debido a la restricción impuesta por el llamado 'límite inferior cero'. De hecho, según Borio y Hoffman (2017), las tasas de interés nunca han sido tan bajas durante tanto tiempo desde 1870. Sin embargo, al menos desde Keynes, los economistas entienden que, con tasas bajas, la política monetaria se vuelve ineficaz y el esfuerzo continuo para bajarlas equivalen a "empujar una cuerda", o lo que la corriente principal ha calificado como "trampa de liquidez".

A medida que crecieron las evidencias, las economías no respondían: “la política monetaria convencional resultó ineficaz (Joyce, et al., 2012, p. F272) -los bancos centrales pasaron a lo que

Mervyn King llamó 'medidas no convencionales', como 'flexibilización cuantitativa' (en adelante QE), donde los bancos centrales compraron vivamente varios activos a largo plazo. Cuando los resultados de los bancos eran mixtos, en el mejor de los casos, se trasladaron a otra "política no convencional" y bajaron varias tasas de interés a menos de cero.

En este artículo, sostenemos que estas dos llamadas políticas no convencionales tienen sus raíces en ideas teóricas dominantes similares y, como tales, pueden verse como extensiones lógicas entre sí. Además, la adopción de estas políticas fue un claro intento por parte de los bancos centrales de mostrar la relevancia continua de la política monetaria incluso a bajas tasas de interés. De hecho, en el contexto de la austeridad, la política fiscal no era una opción y la carga de estimular la actividad económica recaía solo en los bancos centrales y en la política monetaria. La pregunta fundamental, al menos desde la perspectiva de la corriente dominante, era: "¿qué más pueden hacer los bancos centrales?" En este sentido, las políticas no convencionales deben interpretarse como intentos de los bancos centrales de "hacer que la política monetaria vuelva a ser grandiosa" al tratar de resolver el problema teórico y político que plantea la trampa de liquidez. Pero, como sostiene Lavoie (2014, p. 229), las políticas no convencionales son un "intento desesperado de las autoridades monetarias y algunos economistas que aún se adhieren al monetarismo para demostrar que la política monetaria siempre es efectiva" (Lavoie, 2014, p. 229). Skidelsky (2016) se refiere a esto como el "disparate de confiar solo en la política monetaria para rescatar a las economías de las condiciones

deprimidas”. Este “disparate”, para usar una antigua analogía deportiva, es lo que llamamos "economía de Ave María".²

Después de esta introducción, se presentan en dos partes. En la sección II, se presenta una breve historia de la política monetaria desde el comienzo de la crisis hasta la adopción de la QE, o de la ZIRP (política de tasa de interés cero por sus siglas en inglés) a la QE. Como se argumentará, esas políticas tienen sus raíces en la teoría neoclásica y se centraron en prestar el exceso de reservas de los bancos comerciales. En la sección III, después del fracaso general de la QE para estimular la actividad económica, se argumenta que las políticas de tasas de interés negativas fueron una extensión lógica de la QE, basada en la idea de que los bancos aún se negaron a prestar reservas.

Finalmente, se argumenta que desde una teoría postkeynesiana del dinero endógeno, estas políticas no tienen sentido en un mundo donde el dinero es endógeno y donde las reservas o los saldos de liquidación no son casuales.

2. De la política de tasa de interés cero a la flexibilización cuantitativa

Antes de discutir la adopción de una política de tasa de interés negativa (NIRP por sus siglas en inglés), es necesario discutir primero la QE, ya que se argumenta que la adopción de tasas negativas fue una consecuencia o extensión lógica de la política de la QE. Antes de continuar, se reconoce que hay una gran variedad de razones teóricas atribuidas a cada política, y se hace difícil desenredar por qué se adoptaron estas políticas no convencionales

² En el fútbol americano, un pase *hail mary* es uno de largo alcance pero de poca probabilidad de completarse: de puro milagro. Nota de la T.

en primer lugar. Si bien hay mucho que decir sobre esta sensación de desesperación de "Ave María", se propone a continuación una posible explicación teórica de los acontecimientos.

A raíz de la crisis financiera, cuando las políticas de tasas de interés cercanas a cero fallaban, la Reserva Federal (Fed) y varios bancos centrales de todo el mundo emprendieron, en varias etapas, "compras de activos a gran escala" comprando a largo plazo bonos y otros activos financieros de bancos comerciales, aunque no exclusivamente. Esto equivalía a una expansión en los pasivos del banco central, ya que los bancos centrales acreditan las cuentas de los bancos comerciales en su balance general.

Si bien el Banco de Japón adoptó la QE de 2001 a 2006, la política ganó importancia una vez que la Fed la adoptó, a partir de 2008 y a través de tres oleadas de compras de activos conocidas como la QE1, QE2 y QE3. En ese momento, la QE era vista como una apuesta, ya que muchos expertos creían que conduciría a una (hiper) inflación dado el aumento en la base monetaria.

Si bien Bernanke era famoso por decir que la QE "funciona en la práctica, pero no funciona en teoría", creemos que, al contrario, existe un modelo teórico general sólido que respalda la QE, apoyándose en una visión muy convencional del sistema bancario. De hecho, como escribe Lavoie (2014, p. 226), dado que se centran en los agregados monetarios, "parecen ser un remanente de la creencia académica en la teoría cuantitativa del dinero".

Siguiendo a Joyce et. al (2011), argumentamos que QE se basa en las dos ideas teóricas siguientes:

Supuesto 1: las compras de diversos valores gubernamentales a más largo plazo elevarán el precio de estos activos, lo que reducirá su rendimiento, alentando la inversión del sector privado en el proceso;

Supuesto 2: estas compras deberían inundar a los bancos con reservas adicionales, que luego pueden prestar, el llamado "canal de préstamos bancarios". Según los autores (2011, p. 202):

“Cuando los activos se compran a entidades no bancarias (ya sea directa o indirectamente a través de transacciones intermedias), el sector bancario obtiene nuevas reservas en el Banco de Inglaterra y un aumento correspondiente en los depósitos de los clientes. Un nivel más alto de activos líquidos podría alentar a los bancos a extender más préstamos nuevos de lo que hubieran hecho de otra manera.”

Para estar seguro, Joyce et. al (2012, p. F274) repitió la segunda suposición: "La esperanza era que, al elegir un nivel lo suficientemente alto de reservas, eventualmente esto se traduciría en préstamos a la economía en general".

Estas mismas dos suposiciones fueron presentadas por Contessi (2011) en un documento escrito para la Fed de San Luis. Al referirse a la QE, el autor explica que "la expansión del balance de la Reserva Federal ha tenido dos objetivos: reducir las tasas de interés de los activos a más largo plazo y aumentar los préstamos bancarios". Williamson (2017) critica específicamente muchos estudios por no incorporar precisamente la "intermediación financiera en el análisis de una manera seria", sugiriendo que éste es un componente clave de cómo la teoría convencional debería interpretar la QE.

Con respecto al primer objetivo, Bernanke (2013, p. 104) argumentó: “El efecto neto de estas acciones fue reducir los rendimientos en una gama de valores. Y, como de costumbre, las tasas de interés más bajas tienen efectos estimulantes y de apoyo en la economía”.

En cuanto al segundo objetivo, Benford et.al (2009, pp. 91-2) argumentan que "los bancos enfrentan la opción de mantener reservas o prestarlas al mercado... El objetivo de la QE es inyectar dinero en la economía para revivir el gasto nominal".

Este sentimiento fue repetido en otro artículo del Banco de Inglaterra por Butt et. al (2014, p. ii): "Demostramos, utilizando un marco simple, que los cambios en los pasivos bancarios resultantes de la QE probablemente se encuentren en el corazón de cualquier canal de préstamos bancarios. La idea clave es que un choque que impulsa la financiación de depósitos de la OFC [off shore centers] de los bancos puede llevar a una mayor disposición de los bancos a prestar, ya que estos depósitos ofrecen una fuente de financiamiento más barata que otras fuentes de financiamiento" (Véase también Bowman et. Al, 2011; Rodnyansky y Darmouni, 2017 para argumentos similares).

La descripción anterior es esencialmente el modelo familiar del multiplicador de dinero donde las reservas (en exceso) conducen a más préstamos. Lavoie (2014, p. 227) se ha hecho eco de este sentimiento: "los defensores de la QE se basan en la historia estándar del multiplicador de dinero, fundada en el mito del sistema de reserva fraccional, afirmando que los nuevos depósitos permitirán una expansión múltiple de oferta de crédito y de la oferta monetaria".

Curiosamente, desde una perspectiva postkeynesiana, parecería que hay muy poco de 'poco convencional' sobre esta política, en el sentido de que la QE depende en gran medida de la reducción de las tasas. Lo que a su vez debería, dada la sensibilidad de los intereses de inversión (o de consumo) incrustados en una curva convencional IS, conducir a una mayor demanda de préstamos. Con los bancos inundados de liquidez adicional, luego prestarían esas reservas excedentes en la línea del modelo del multiplicador

de dinero muy convencional. Por lo tanto, la causalidad va del lado del pasivo del balance del banco al lado del activo. En otras palabras, las reservas son causales.

Ante esta discusión, debemos preguntarnos si la QE funcionó. En otras palabras, ¿hizo lo que teóricamente estaba destinado a hacer? La evidencia, como se argumenta a continuación, es insuficiente, lo que lleva a muchos a argumentar que "la eficacia de esas herramientas es incierta" (Mankiw, 2009).

Con respecto al primer objetivo, QE logró reducir los rendimientos, pero si eso a su vez logró aumentar la demanda agregada a través de una mayor inversión es un tema a debate. Por ejemplo, varios postkeynesianos se preguntan si la inversión privada es sensible a los intereses. Otros han señalado la no linealidad inherente en la conducción de la política monetaria donde el mecanismo de transmisión es más débil a tasas más bajas, lo que incluiría los efectos de la QE.

Por ejemplo, Cynamon, Fazzari y Setterfield (2013, p. 13) han argumentado:

El mecanismo de transmisión de la política monetaria al gasto agregado en los nuevos modelos de consenso se basa en la sensibilidad a los intereses del consumo. Sin embargo, es difícil encontrar evidencia empírica de que los hogares efectivamente aumentan o disminuyen el consumo en una cantidad significativa cuando las tasas de interés cambian. Algunos autores han generalizado el vínculo para incluir inversiones empresariales (ver Fazzari, Ferri y Greenberg, 2010 y las referencias proporcionadas en el mismo), pero también ha sido difícil demostrar empíricamente una sólida elasticidad de la inversión de interés.

Esta crítica no se limita a autores heterodoxos. Por ejemplo, Sharpe y Suárez (2014, p. 2) han cuestionado abiertamente la relación entre las tasas de interés e inversión: "un gran cuerpo de

investigación empírica ofrece evidencia mixta, en el mejor de los casos, de un efecto sustancial de la tasa de interés en la inversión".

Con respecto al segundo objetivo, si bien el aumento de las reservas de QE nunca estuvo en duda, lo que era problemático era la idea de que, a su vez, este aumento de las reservas conduciría a un aumento de los préstamos bancarios.

Desde una perspectiva de dinero endógeno postkeynesiano, este canal es rechazado ya que las reservas no son causales en el proceso de préstamo bancario (ver Lavoie, 2014; Moore, 1988; Rochon, 1999). Como Bellofiore (2013, p. 155) expresó claramente, "la actividad bancaria no puede ser representada como una mera intermediación entre ahorradores e inversores, con una precedencia lógica y cronológica de los depósitos sobre los préstamos". No esperaríamos que los préstamos bancarios aumenten ya que esto no es el papel de las reservas, de lo que se trata es que los bancos se presten entre sí en el mercado de liquidación.

Varios resultados empíricos también han concluido que la QE no condujo a un aumento de los préstamos bancarios. Por ejemplo, Butt et al. (2014, p. iii) afirma que "No encontramos evidencia estadísticamente significativa de ninguno de los enfoques de que los bancos que recibieron mayores depósitos de la QE prestaron más, todo lo demás igual".

Además, para McLeay et al., (2014, p, 1), "Como un subproducto de la QE, se crean nuevas reservas del banco central. Pero estas no son una parte importante del mecanismo de transmisión... como en tiempos normales, estas reservas no pueden multiplicarse en más préstamos y depósitos y estas reservas no representan 'dinero gratis' para los bancos." Epstein y Montecino (2017) llegan a una conclusión similar en su análisis empírico: "solo encontramos

evidencia mixta de que estos se asocien con un aumento de los préstamos” (véase también Caldentey, 2017).

El análisis anterior plantea la cuestión del papel preciso de la QE. Ha habido indicios desde el análisis postkeynesiano, pero también desde el exterior, que la QE tal vez trataba de mantener la riqueza rentista. En el contexto de tasas de interés ultrabajas, la QE se transformó en una política de riqueza: la "venganza de los rentistas" (Smithin, 2004), o lo que el ex gobernador de la Fed, Kevin Warsh, llamó una política de "Robin Hood al revés" que exacerba la desigualdad de ingresos. De hecho, al aumentar el precio de estos activos a largo plazo, la QE aumentó la riqueza de los tenedores de bonos, una visión consistente con la teoría postkeynesiana de las tasas de interés como una variable distributiva (Eichner, 1987; Lavoie, 2014; Rochon, 1999; 2000; Rogers, 1989). Esta es exactamente la opinión defendida, por ejemplo, por Seccareccia (2016): "En tiempos de crisis, la política monetaria pasó de apoyar el ingreso rentista a proteger la riqueza rentista", y Lavoie (2014, p. 227): "Las compras también pueden generar ganancias de capital para rentistas, o ayudarlos a evitar pérdidas de capital." El sentimiento se hizo eco más recientemente en Pettifor (2017, p. xiii): la QE "infló el valor de los activos... en su conjunto, de los más ricos. Como tal, la QE contribuyó al aumento de la desigualdad y a la inestabilidad política y social asociada con ella." Tropeano (2012, p. 227) usó el mismo argumento unos años antes: "el objetivo de la política monetaria es la recuperación de los precios de los activos financieros para sostener las ganancias bancarias y restaurar el valor de la riqueza de los hogares."

Sin embargo, esta visión no se limita a los postkeynesianos. Por ejemplo, el excanciller George Osborne lo admitió: "Necesitamos compensar la política monetaria laxa y muy necesaria y las

consecuencias distributivas que está teniendo. Esencialmente enriquece a los ricos y dificulta la vida de los ahorradores comunes.” Y la opinión de Lord J. L.-B. H. Rothschild (2016, p. 3): "Hay un viejo dicho que dice que en tiempos difíciles el retorno *del* capital tiene prioridad sobre el retorno *sobre* el capital."

Finalmente, Saiki y Frost (2014, p. 1) sostienen que “la UMP [política monetaria no convencional] amplió la desigualdad de ingresos, especialmente después de 2008 cuando la QE se volvió más agresiva. Esto se debe en gran parte a la composición de cartera. Hasta donde sabemos, éste es el primer estudio que analiza empíricamente el impacto distributivo de la UMP... El mecanismo es sencillo: un aumento de la base monetaria (mediante la compra de activos seguros y riesgosos) tiende a aumentar los precios generales de los activos. Los precios más altos de los activos benefician principalmente a los ingresos superiores, que poseen una mayor cantidad y participación en los ahorros generales en acciones, y por lo tanto se benefician de mayores ingresos de capital” (Saiki y Frost, 2014, p. 11).

En resumen, en un artículo escrito para el Centro Hutchins a principios de 2014, John C. Williams, presidente del Banco de la Reserva Federal de San Francisco, resumió la investigación sobre la QE de esta manera: "aunque las estimaciones individuales difieren, este análisis consistentemente encuentra que las compras de activos tienen efectos considerables en los rendimientos de los valores a más largo plazo", pero "sigue habiendo una gran incertidumbre sobre la magnitud de estos efectos y su impacto en la economía general." Williamson (2017, p. 1) concluye que "la evidencia empírica está abierta a interpretación... Con respecto a la QE, existen buenas razones para ser escépticos de que funcione como se anuncia."

En resumen, la QE no parece ser una política que "funciona en la práctica, pero no en teoría", como lo sugiere Bernanke, sino todo lo contrario: desde una perspectiva neoclásica, la QE funciona en teoría, pero falló en la práctica.

3. De la flexibilidad cuantitativa a tasas de interés negativas

Como se argumentó en la sección anterior, la QE tuvo en el mejor de los casos un impacto limitado en la actividad económica general. El modelo teórico en el que se basa el éxito previsto de la QE, la curva IS bastante convencional y el modelo multiplicador de dinero igualmente convencional, parece carecer de un apoyo empírico convincente.

Sin embargo, la adopción de la QE tuvo las consecuencias esperadas: contribuyó a un gran aumento en los pasivos del banco central, que posteriormente no fueron prestados por los bancos. Como se indicó anteriormente, esto es comprensible desde una perspectiva postkeynesiana, pero siguió siendo un dilema para varios banqueros centrales y economistas por igual. En circunstancias normales, según la lógica, estas reservas deberían haberse prestado. Esta lógica llevó a la búsqueda de una imperfección identificable. Como tal, se argumentó, si los bancos no prestaban las reservas, era porque era más rentable mantenerlas como pasivos del banco central que prestarlas: ahora se creía que el interés sobre las reservas (IOR por sus siglas en inglés) era esta imperfección.

Originalmente, la Ley de Alivio Regulatorio de Servicios Financieros (2006) autorizó y otorgó a la Fed la autoridad para pagar intereses sobre las reservas a partir del 1 de octubre de 2011, pero la Fed anunció tan pronto como el 6 de octubre de 2008 que, dado el desarrollo de los eventos financieros, comenzaría a pagar

intereses sobre las reservas acumuladas. Como se concibió originalmente, el IOR trata de dar a la Fed la capacidad de controlar el límite inferior de la banda de la tasa de interés y darle una mayor capacidad para establecer la tasa de fondos federales. Según Irlanda (2012, págs. 2-3) “la Junta de la Fed (2008) cita esto [IOR] como uno de los fundamentos principales de su nueva política de interés sobre reservas: que se puede utilizar para establecer un positivo límite inferior para la tasa de fondos federales” (véase también Fullwiler, 2013).

Sin embargo, desde su introducción, muchos han visto el IOR como la imperfección que impide que los bancos presten más al sector privado. En este marco, la solución fue introducir algún tipo de impuesto sobre las reservas con el objetivo de disuadir a los bancos de mantener el exceso de reservas y, en el proceso, prestarlas. En otras palabras, introducir una tasa de interés negativa sobre los depósitos de los bancos comerciales en el banco central, o alguna variación de esta política para hacer que la tenencia de reservas sea demasiado costosa y menos atractiva. Desde su introducción, varios bancos centrales, especialmente en Bulgaria, Dinamarca, la zona euro, Hungría, Japón, Suecia y Suiza, “fueron a la tasa de interés negativa”. Mientras que unos años antes, la ZIRP se consideraba el límite inferior definitivo, una vez que se adoptó la NIRP, esta política abrió la ventana a cómo podrían ir las bajas tasas de interés del banco central.

En realidad, había dos justificaciones teóricas para las tasas de interés negativas. En primer lugar, se argumentó que la tasa de interés natural, que equiparaba el ahorro y la inversión con el ingreso total del empleo, era en sí misma negativa. En este sentido, los bancos centrales ahora tenían que empujar su tasa por debajo de cero para garantizar el equilibrio de ambas tasas. Según Boianovsky (2017), “La formulación moderna de la tesis de

estancamiento secular se basa en la noción de que el límite inferior a cero de la tasa de interés nominal puede provocar un cortocircuito en el equilibrio entre ahorro e inversión a través del canal de precios (tasa de interés) y en cambio, reducen la producción como la variable equilibradora.” Este enfoque fue defendido, en particular, tanto por Mankiw (2009) como por Summers (2014, 2014, 2015), cada uno argumentando que el estancamiento secular había contribuido a un exceso de ahorros (ver Boianovsky, 2017 , para una discusión más reciente). Por ejemplo, Summers (2014, p. 69) afirma que "los cambios en la estructura de la economía han llevado a un cambio significativo en el equilibrio natural entre ahorro e inversión, causando una disminución en el equilibrio o tasa de interés real normal que está asociada con pleno empleo." En su trabajo empírico, Barsky et.al. (2014) han demostrado que la tasa de interés natural ha sido negativa desde el inicio de la crisis financiera, en 2008, lo que justifica el impulso de tasas negativas del banco central.

El segundo argumento teórico se basó nuevamente en el modelo convencional del multiplicador de dinero: al imponer un impuesto a las "reservas excedentes", los bancos lo prestarían ya que el costo de oportunidad de mantener estas reservas es más alto que prestarlas. Tal punto de vista es frecuente. Por ejemplo, en un documento para el Foro Económico Mundial, Blanke y Kogstrup (2016) sostienen que, como resultado de la introducción de tasas negativas en las reservas bancarias, "los bancos pueden prestar más a los hogares y las empresas, en lugar de aferrarse al efectivo, que ahora se ha vuelto costoso". Un documento para la Fed de San Louis de Waller (2016) tiene una conclusión similar: "la esperanza es que una tasa de interés negativa induzca [a los bancos] a prestar las reservas cobrando un interés más bajo que la tasa de préstamos. En resumen, "úselo o piérdalo". Más préstamos estimularían el

gasto en bienes y servicios, lo que conduciría a un mayor producto y una presión al alza sobre la inflación.”

Según Keister y McAndrews (2009, p. 9), “si el banco central paga intereses sobre las reservas a su tasa de interés objetivo, como asumimos en nuestro ejemplo anterior, el multiplicador de dinero desaparece por completo. En este caso, los bancos nunca enfrentan un costo de oportunidad de mantener reservas y, por lo tanto, el proceso multiplicador descrito anteriormente ni siquiera comienza.”

En una nota para Project Syndicate, Stiglitz y Rashid (2016) argumentaron en líneas muy similares: “En Estados Unidos, la flexibilización cuantitativa no impulsó el consumo y la inversión en parte porque la mayor parte de la liquidez adicional regresó a las arcas de los bancos centrales en forma de exceso de reservas. Con la Ley de Alivio Regulatorio de Servicios Financieros de 2006, que autorizó a la Fed a pagar intereses sobre las reservas requeridas y en exceso, socavando el objetivo clave de la QE. ...las instituciones financieras optaron por mantener su dinero con la Fed en lugar de prestar a la economía real". Lo que es particularmente digno de este último pasaje es cómo Stiglitz y Rashid apoyan nuestra visión del vínculo entre ambas políticas no convencionales.

Una vez más, desde una perspectiva postkeynesiana del dinero endógeno (ver Lavoie, 2014), esta política estaba destinada al fracaso ya que los bancos nunca están limitados por la falta de reservas. Como lo muestra Fullwiler (2013, p. 185), “La desaceleración en los préstamos bancarios se debe a que los bancos no ven las oportunidades actuales para cómo hacerlos rentables una vez que se consideran los riesgos, en lugar de por qué los bancos tienen saldos de reservas que generan intereses.” Por lo tanto, cualquier impuesto sobre esas reservas no los liberaría para

préstamos (ver Rochon, 2006, para una teoría postkeynesiana de préstamos bancarios).

Sin embargo, lo sorprendente es cómo esta política también fue defendida por algunos postkeynesianos (ver Lavoie, 2014, p. 229, para este argumento). De hecho, tanto Palley (2010) como Pollin (2010) defendieron esta lógica y el modelo neoclásico imperfeccionista subyacente. Por ejemplo, Palley (2010, p. 50) argumenta que “Un elemento clave de la estrategia [de la Reserva Federal] implica pagar intereses a los bancos sobre su tenencia de reservas, incentivándolos a mantener esas reservas en lugar de prestarlas... y para desactivar la cantidad masiva de liquidez de emergencia que ha inyectado en el sistema financiero, anulando así la amenaza de inflación que la liquidez podría representar de otra manera”. Además, el autor argumenta que “en términos de la empresa bancaria, aumenta el rendimiento marginal de mantener reservas, induciendo así a los bancos a cambiar el financiamiento de otras actividades (como préstamos) a reservas. Por lo tanto, la política de pagar intereses sobre las reservas ha sido deflacionista en el momento en que la Reserva Federal ha estado tratando de estimular la economía” (Palley, 2010, p. 53).

Por su parte, Pollin (2010, p. 23) declaró: “el gobierno federal [debería] gravar el exceso de reservas que ahora tienen los bancos. Esto debería crear un fuerte desincentivo para que los bancos continúen manteniendo alrededor de 1 billón de dólares en exceso de reservas. ...[y] para ajustar la tasa según sea necesario para canalizar el exceso de reservas en inversiones generadoras de empleo. Para empezar, la Fed debe dejar de pagar intereses sobre las reservas bancarias”, un reclamo que hizo nuevamente Pollin (2012, p. 57).

Las posiciones de Palley y Pollin no son sorprendentes, ya que ambos argumentaron durante los debates horizontalista-estructura-

listas que las reservas eran bicausales (ver Palley, 1994; Pollin, 1991), similar a una forma más neoclásica de economía postkeynesiana. En este sentido, ambos ven que las reservas juegan un papel importante para los préstamos bancarios. Aquí, no es la falta de reservas lo que afecta los préstamos, sino más bien la decisión de no prestarlas.

Como antes, la pregunta que enfrentan los economistas los banqueros centrales es si las tasas negativas han alentado los préstamos bancarios y la actividad económica. La evidencia preliminar sugiere que no. En un estudio reciente de Molyneux et al. (2017, p, 10), los autores sostienen que “los países en los que los bancos centrales implementaron la NIRP experimentaron una disminución en el crédito bancario total en relación con aquellos países en los que los bancos centrales no siguieron esta política. Este resultado es válido para los préstamos bancarios brutos y por separado para los préstamos hipotecarios e incluso para los préstamos comerciales e industriales (C&I), las categorías clave de los préstamos bancarios, y es robusto para la inclusión de varias variables de control específicas del banco”.

Dada la narrativa de políticas desarrollada anteriormente, sigue siendo dudoso que las llamadas políticas no convencionales tuvieran efectos notables y duraderos en la actividad económica.

Observaciones finales

Este documento ha tenido como objetivo discutir, por un lado, el marco teórico subyacente a las políticas no convencionales y, por otro, argumentar que la adopción de tasas negativas es una extensión lógica de la QE dentro de ese modelo. En esta discusión, se argumentó que había una consistencia teórica entre estas dos políticas, basada en el modelo multiplicador: se creía que tanto la

QE como la NIRP conducían a aumentos en los préstamos bancarios a través de la disponibilidad de reservas en exceso de lo que se iba a prestar. En general, según estos argumentos, las políticas no convencionales fueron un fracaso, tanto en sentido teórico como pragmático: los préstamos bancarios no aumentaron en general.

Por lo tanto, más allá del tema de las políticas de interés negativo, el documento abordó el tema de la efectividad de la política monetaria, así como las misiones reales de los bancos centrales, como lo discutió el postkeynesiano durante mucho tiempo (ver Lavoie, 2014). En este contexto, ha llegado el momento de repensar la misión general y el papel de los bancos centrales para que estas instituciones se alineen con las necesidades de los trabajadores (ver Rochon y Seccareccia, 2018, para una discusión sobre el papel distributivo de la política monetaria).

Está en juego la capacidad de los bancos centrales para producir un bien público que beneficie a todos, lo que sugiere que los bancos centrales comiencen a considerar nuevos desafíos sociales. Por lo tanto, los bancos centrales ya no pueden verse como "cajas negras" (Adolph, 2013), que proporcionan una imagen puramente "técnica" e incorpórea de sus operaciones y acciones (Adolph, 2013). Por el contrario, debe defenderse la idea de que los bancos centrales son instituciones sociales integradas, sea cual sea su estatus político.

Bibliografía

- Adolph, C. (2013), *Bankers, bureaucrats and central bank politics. The myth of neutrality*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Arestis, P. (2009), "New Consensus Macroeconomics and Keynesian Critique",

- http://www.neweconomicthinking.org/downloads/P_Arestis_NCM%20AND%20KEYN%20CRITIQUE.pdf, consultado, febrero 15, 2018.
- Barsky, R., A. Justiniano, y L. Melosi (2014), “The Natural Rate of Interest and its Usefulness for Monetary Policy”, *American Economic Review*, 104 (5), pp. 37-43.
 - Bellofiore, R. (2013), “Endogenous money, financial Keynesianism and beyond”, *Review of Keynesian Economics*, 1 (2), pp. 153-70.
 - Benford, J., S. Berry, K. Nikilov, and C. Young (2009), “Quantitative Easing”, *Bank of England Quarterly Bulletin*, Q2.
 - Bernanke, B. (2013), *Federal Reserve and the Financial Crisis: Lectures given by Ben S. Bernanke*, Princeton: Princeton University Press.
 - Blanke, J., y S. Krogstrup (2016), “Negative interest rates: absolutely everything you need to know”, World Economic Forum. <https://www.weforum.org/agenda/2016/11/negative-interest-rates-absolutely-everything-you-need-to-know/> Diciembre 1, 2017.
 - Blinder, A. (2004), “The Case Against the Case Against Discretionary Fiscal Policy”, CEPS Working Paper No. 100, Junio 2004. Preparado para la conferencia del Federal Reserve Bank of Boston, “The Macroeconomics of Fiscal Policy,” Chatham, Mass., Junio 14-16, 2004
 - Boianovsky, M. (2017), “Wicksell, Secular Stagnation and the Negative Natural Rate of Interest”, *History of Economic Ideas*, 25 (2), pp. 37-61.
 - Borio, C., y B. Hofmann (2017), “Is monetary policy less effective when interest rates are persistently low?”, *BIS Working Papers*, 628, Abril.
 - Bowman, D., F. Cai, S. Davies, y S. Kamin (2011), “Quantitative Easing and Bank Lending: Evidence from Japan”, Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers*, 1018.
 - Buiter, W. (2009), “The unfortunate uselessness of most ‘state of the art’ academic monetary economics”, VOX, Marzo 6. Febrero 15, 2017. <https://willembuiter.com/unfortunate.pdf>

- Butt, N., R. Churm, M. McMahon, A. Morotz, y J. Schanz (2014), “QE and the bank lending channel in the United Kingdom”, *Bank of England Working Papers*, 511.
- Caldentey, E. P. (2017), “Quantitative Easing (QE), changes in global liquidity and financial instability”, *Post Keynesian Economics Study Group Working Paper*, 1701.
- Contessi, S. (2011), “Are Bank Reserves and Bank Lending Connected?”, *Economic Synopses*, 4, Federal Reserve Bank of St. Louis.
- Cynamon, B.Z., S. Fazzari, y M. Setterfield (2013), *After the Great Recession: The Struggle for Economic Recovery and Growth*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Eichner, A. (1987), *The Macrodynamics of Advanced Market Economies*, Armonk, NY: M.E. Sharpe.
- Epstein, G., y Montecino, J.A. (2017), “Have Large Scale Asset Purchases Increased Bank Profits?”, *Institute for New Economic Thinking Working Papers*, 5.
- Fullwiler, S. (2013), “An endogenous money perspective on the post-crisis monetary policy debate”, *Review of Keynesian Economics*, 1 (2), pp. 171–94.
- Grasselli, M. (2019), “On the Normality of Negative Interest Rates”, *Review of Keynesian Economics*, de próxima publicación.
- Ireland, P.N. (2012), “The Macroeconomic Effects on Interest in Reserves”, *NBER Working Paper Series*, 18409.
- Joyce, M., M. Tong, y R. Woods (2011), “The United Kingdom’s quantitative easing policy: design, operation and impact”, *Bank of England Quarterly Bulletin*, Q3, pp. 200-12.
- Joyce, M. D. Miles, A. Scott, y D. Vayanos(2012), “Quantitative easing and unconventional monetary policy – an introduction”, *The Economic Journal*, 122 (564), pp. F271–F288.
- Keister, T., and J. McAndrews (2009), “Why Are Banks Holding So Many Excess Reserves?”, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report no. 380.
- Lavoie, M. (2014), *Post-Keynesian Economics: New Foundations*, Cheltenham: Edward Elgar.

- Mankiw, G. (2009), “It May be Time for the Fed to Go Negative”, *New York Times*, Abril 18.
- McLeay, M., A. Radia y R., Thoma (2014), “Money Creation in the Modern Economy”, *Quarterly Bulletin*, Q1, 14 páginas.
- Moore, B. (1988), *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit–Money*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Palley, T. (1994), “Competing Views of the Money Supply Process: Theory and Evidence”, *Metroeconomica*, 45 (1), pp. 67–88.
- Palley, T. (2010), “The Politics of Paying Interest on Bank Reserves: A Criticism of Bernanke’s Exit Strategy”, *Challenge*, 53 (3), pp. 49-65.
- Pettifor, A. (2017), *The Production of Money: how to break the power of bankers*, New York: Verso.
- Polleit, T. (2015), “The ‘Natural Interest Rate’ is Always Positive cannot be Negative”, *The Mises Institute*, Marzo 21.
- Pollin, R. (1991), “Two Theories of Money Supply Endogeneity: Some Empirical Evidence”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 13 (3), pp. 366–95.
- Pollin, R. (2010), “Austerity is not a solution: why the deficit hawks are wrong”, *Challenge*, 53 (6), pp. 6-36.
- Pollin, R. (2012), “The Great US Liquidity Trap of 2009-11: Are we Struck Pushing on Strings?”, *Review of Keynesian Economics*, Inaugural Issue, pp. 55-76.
- Rochon, L.-P. (1999), *Credit, Money and Production: an alternative post-Keynesian Approach*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Rochon, L.-P. (2006), “Endogenous Money, Central Banks and the Banking System: Basil Moore and the Supply of Money”, En M. Setterfield (éd), *Complexity, Endogenous Money and Macroeconomic Theory: Essays in Honour of Basil J. Moore*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2006, pp. 220-243.
- Rochon, L.-P. y M. Setterfield (2008), “The Political Economy of Interest Rate Setting, Inflation, and Income Distribution”, *International Journal of Political Economy*, 37 (2), pp. 2-25.

- Rochon, L.-P., y M. Seccareccia (2018), “On the Income Distributive Channel of Monetary Policy”, trabajo presentado en Laurentian University, Octubre, 2018.
- Rodnyansky, A., y O. Darmouni (2017), “The Effects of Quantitative Easing on Bank Lending behaviour”, *The Review of Financial Studies*, Volume 30, 11 (1), pp. 3858–87.
- Rogers, C. (1989), *Money, Interest and Capital: A Study in the Foundations of Monetary Theory*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Rothschild, L. (2016), “Letter to Investors” (via RIT Capital).
- Saiki, A., y J. Frost (2014), “How Does Unconventional Monetary Policy Affect Inequality? Evidence from Japan”, DNB Working Paper No. 423, Mayo.
- Seccareccia, M. (2016), ‘From the conventionalism of “unconventional” central bank policy to a monetary policy of desperation: a critical look at the international experience since the financial crisis’, trabajo presentado en the 13th international conference on Developments in Economic Theory and Policy, Bilbao, 23–24 Junio.
- Sharpe, S. A., y G.A. Suarez (2014), “The insensitivity of investment to interest rates: Evidence from a survey of CFOs,” Federal Reserve Board Working Paper, 2014-02.
- Skidelsky, R. (2016), “The false promise of negative interest rates”, *The Guardian*, Mayo 15.
- Stiglitz, J., y H. Rashid (2016), “What’s Holding Back the World Economy?”, *Project Syndicate*, Febrero 8.
- Summers, L. (2014), “US Economic Prospects: secular stagnation, hysteresis, and the zero lower bound”, *Business Economics*, 49 (2), pp. 65-73.
- Summers, L. (2015), “Demand side secular stagnation”, *American Economic Review*, 105 (5), pp. 60-65.
- Tropeano, D. (2012), “Quantitative easing in the United States after the crisis: Conflicting views”, en L.-P. Rochon y S. Y. Olawoye (eds.) *Monetary Policy and Central Banking: New Directions in Post-Keynesian Theory*, Cheltenham: Edward Elgar pp. 227-242.

- Waller, C.J. (2016), “Negative Interest Rates: A tax in sheep’s clothing”, On the Economy Blog, *Federal Reserve Bank of St. Louis*, <https://www.stlouisfed.org/on-the-economy/2016/may/negative-interest-rates-tax-sheep-clothing>. Diciembre 1, 2017.
- Williams, J.C. (2014), “Monetary policy at the zero lower bound: Putting Theory into Practice”, Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy, Washington: Brookings Institute.
- Williamson, S. (2017), “Quantitative Easing: How Well Does This Tool Work?”, Federal Reserve Bank of St-Louis, *Regional Economist*, Third Quarter.
- Wray, R., y S. Kelton (2006), “What a long, strange trip it’s been: Can we muddle through without fiscal policy?”, en Gnos, C. and L.-P. Rochon (eds), *Post-Keynesian Principles of Economic Policy*, Cheltenham: Edward Elgar, pp. 101- 19.

Recibido 20 de agosto de 2019

Aceptado 30 de agosto de 2019