

## **REPORTE DE INVESTIGACIÓN**

**1. Nombre del profesor:** Josefina León León\*.

**2. Número de proyecto registrado ante el Consejo Divisional:**

Este estudio es resultado del proyecto de investigación: Los impactos reales de la inflación”, con registro No. 649.

**3. Línea de Generación y/o Aplicación del Conocimiento:** Banca central y los sistemas monetarios – cambiarios alternativos.

**4. Área, Grupo de investigación:** Grupo de Macroeconomía Financiera.

**A) Título:** El banco central ante las crisis: prestamista de última instancia y promotor de la especulación financiera<sup>1</sup>

### **B) Resumen**

El objetivo de este artículo es revisar algunos antecedentes teóricos en relación al papel del banco central en su función de prestamista de última instancia ante situaciones de crisis financiera. Posteriormente se señalan las medidas de política monetaria tomadas por la Fed frente a la crisis financiera mundial de 2008-2009, la cual aún no termina. Se analiza cómo las decisiones adoptadas afectan a las tres variables macroeconómicas básicas de Estados Unidos: producción, empleo y precios. Adicionalmente, se muestra el comportamiento observado por dos índices bursátiles representativos de esta economía. La hipótesis que se plantea es que el canal de transmisión de la política monetaria que se asocia con el precio de otros activos actúa con mayor fuerza en relación a los otros

---

\* Profesora del Departamento de Economía de la Universidad Autónoma Metropolitana, Unidad Azcapotzalco, e-mail: [leon2josefita@hotmail.com](mailto:leon2josefita@hotmail.com); [llmj@correo.azc.uam.mx](mailto:llmj@correo.azc.uam.mx)

<sup>1</sup> Una versión preliminar de este trabajo se presentó en el XV Seminario Internacional de Economía Fiscal y Financiera. Nueva competencia monetaria y financiera: instituciones e instrumentos, realizado del 17 al 19 de marzo del 2015 en el Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM.

canales, lo que implica que la valoración del capital en los mercados financieros es mayor en relación al rendimiento que se puede obtener en la esfera productiva.

El trabajo se integra por tres apartados, en el primero se plantea de manera general la controversia monetaria del siglo XIX en relación al papel del banco central como prestamista de última instancia. En el segundo se hace énfasis en las medidas de política monetaria adoptadas por Estados Unidos frente a la crisis financiera del siglo XXI y sus efectos en algunas variables económicas, como referencia tomamos el período de 2005-2014. Finalmente, en la última parte se presentan las conclusiones del estudio.

### **C) Introducción**

“El dinero es poder económico... El comercio inglés funciona a base de capital pedido a préstamo en una medida que pocos extranjeros sospechan y que ninguno de nuestros antepasados pudo haber concebido”.

Walter Bagehot (1873: 24 y 26).

Los debates de política contemporánea acerca de cómo un prestamista de última instancia debe responder a una crisis financiera tienen que ver tanto con la historia como con la teoría. Desde un punto de vista histórico las crisis del siglo XIX llevaron a lo que se puede considerar como una visión “clásica” de cómo el Banco de Inglaterra debería comportarse ante las crisis financieras del siglo diecinueve. Los autores en los que se origina este punto de vista son el economista monetario Henry Thornton (1802) y el periodista, politólogo y economista Walter Bagehot (1873). Los autores anteriores, a diferencia de David Ricardo (1817), uno de los principales defensores de la teoría cuantitativa del dinero y el economista más reconocido de ese siglo, argumentaron que el Banco de Inglaterra debería de reaccionar a un pánico bancario prestando libremente a través de la ventanilla de descuento a una tasa de interés alta sobre las garantías que se consideraran buenas en tiempos normales, no en tiempos de crisis, ya que se trataba de prevenir la iliquidez de los bancos, pero no la insolvencia de su fracaso.

Se pueden distinguir entonces dos posturas, por un lado Thornton y Bagehot, partidarios de un banco central activo que actúe como prestamista de última instancia ante situaciones de crisis financiera y por la otra parte a Ricardo, defensor de un banco central

pasivo cuya función principal se limita a preservar el valor del dinero cuidando que la emisión de papel moneda esté respaldada en monedas de oro o lingotes<sup>2</sup>.

Los primeros bancos centrales eran privados, el Banco de Suecia, fundado en 1668, es el más antiguo del mundo; el Banco de Inglaterra se fundó en 1694 y fue nacionalizado en 1946 a consecuencia de la Segunda Guerra Mundial. Su historia, es muchas veces la historia misma de la economía y del sistema financiero inglés. Su creación representa un punto de partida en la institucionalización de los bancos emisores, porque fue el primero en emitir billetes de banco de modo orgánico y estable, este modelo sirvió de inspiración a la mayoría de los bancos centrales modernos<sup>3</sup>. El Banco de Francia fue fundado por Napoleón en 1800 y se nacionalizó entre 1936 y 1945. Los Estados Unidos tuvieron dos bancos centrales privados, uno a fines del siglo XVIII y otro que comenzó a operar en la segunda década del siglo XIX, pero ambos se disolvieron. La Guerra Civil Norteamericana y los pánicos financieros de finales del siglo XIX generaron preocupaciones en relación con la estabilidad macroeconómica y financiera, lo que llevó al Congreso y al presidente W. Wilson a fundar el Fondo de la Reserva Federal (Fed) en 1913. De acuerdo a la declaración de sus objetivos, los mismos se basaban en la provisión de una moneda uniforme y elástica, y en actuar como prestamista de última instancia ante situaciones de crisis e inestabilidad financiera.

Sin embargo, ante la Gran Depresión de 1929-1933 la política monetaria en Estados Unidos no se flexibiliza como cabría esperar, ya que se quería acabar con la especulación financiera y se tenía la intención de mantener el patrón oro. Se decía que había que terminar con los excesos de los años veinte para que la economía estuviera sana, sin embargo la contracción en la cantidad de dinero aceleró la depresión al reducir los niveles de consumo e inversión.

Para evitar los errores cometidos en la Gran Depresión, en la crisis financiera mundial de 2008-2009 se aplica una política monetaria extremadamente laxa en la que también se hace uso de una herramienta no convencional de política monetaria llamada flexibilización cuantitativa (*Quantitative easing*: QE). El objetivo de la política pública

---

<sup>2</sup> Para asegurar su valor no es necesario que el papel moneda sea pagadero en especie; pero la cantidad emitida debe ser regulada de acuerdo con el valor del metal patrón. El único control sobre los emisores de papel moneda para que no abusen de ese poder, es obligarlos a pagar sus billetes en moneda de oro o lingotes. Ver el capítulo XXVII (De lo moneda y de los bancos) de D. Ricardo (1817).

<sup>3</sup> Ver Juan Sin Reservas, “La creación del Banco Central: historia y objetivos”, en [http://www.bcra.gov.ar/pdfs/investigaciones/premio2010\\_anton.pdf](http://www.bcra.gov.ar/pdfs/investigaciones/premio2010_anton.pdf) (consultado el 23 de abril de 2015).

al reducir la tasa de interés monetaria de corto plazo a niveles cercanos a cero e incrementar la oferta monetaria, es aumentar los niveles de consumo, inversión y exportaciones netas, con lo que se espera que ascienda la demanda agregada y con ello los niveles de empleo y producción. En términos del mecanismo de transmisión monetaria la expectativa es que la tasa de interés y el tipo de cambio cumplan su función; adicionalmente se tienen los canales asociados al crédito bancario y al precio de otros activos. Éste último plantea que la inyección de liquidez en los mercados financieros genera inflación en el precio de activos financieros como los bonos y las acciones, lo que promueve la especulación financiera observada con posterioridad al período más álgido de la crisis actual.

El objetivo de este artículo es revisar algunos antecedentes teóricos en relación al papel del banco central en su función de prestamista de última instancia ante situaciones de crisis financiera. Posteriormente se señalan las medidas de política monetaria tomadas por la Fed frente a la crisis financiera mundial de 2008-2009, la cual aún no termina. Veremos cómo las decisiones adoptadas afectan a las tres variables macroeconómicas básicas de Estados Unidos: producción, empleo y precios. Adicionalmente, se muestra el comportamiento observado por dos índices bursátiles representativos de esta economía. La hipótesis que se plantea es que el canal de transmisión de la política monetaria que se asocia con el precio de otros activos actúa con mayor fuerza en relación a los otros canales, lo que implica que la valoración del capital en los mercados financieros es mayor en relación al rendimiento que se puede obtener en la esfera productiva.

El trabajo se integra por tres apartados, en el primero se plantea de manera general la controversia monetaria del siglo XIX en relación al papel del banco central como prestamista de última instancia. En el segundo se hace énfasis en las medidas de política monetaria adoptadas por Estados Unidos frente a la crisis financiera del siglo XXI y sus efectos en algunas variables económicas, como referencia tomamos el período de 2005-2014. Finalmente, en la última parte se presentan las conclusiones del estudio.

## **D) Desarrollo**

### **1. Antecedentes históricos de la controversia monetaria en relación el papel del banco central frente a las crisis**

Consideramos que es importante hacer referencia en términos generales al debate monetario en la Inglaterra del siglo XIX con el fin de comprender mejor el papel que han jugado los bancos centrales ante la actual crisis financiera, ya que la Fed y otros bancos centrales de economías desarrolladas como Japón, Inglaterra y los países de la eurozona han aplicado políticas monetarias de carácter expansivo con la finalidad de hacer frente a la contracción económica. Es decir, las autoridades invocan el poder de la política monetaria para afectar tanto a variables reales como nominales, lo que muestra consenso en relación a la no neutralidad monetaria.

En el siglo XIX la teoría monetaria dominante era la teoría cuantitativa del dinero, la cual señala que las variaciones en la cantidad de dinero generan cambios proporcionales en el nivel de precios, sin afectar a variables reales como la producción, el empleo y los precios relativos. La teoría cuantitativa fue formulada con claridad por D. Hume en el siglo XVIII al señalar que la acumulación de metales preciosos, de acuerdo al mercantilismo, generaría un aumento en el nivel de precios. Aunque la teoría clásica es un cuerpo heterogéneo, esta idea fue compartida por economistas como Adam Smith, David Ricardo, John Stuart Mill, K. Wicksell, I. Fisher, C. Pigou y Alfred Marshall. De acuerdo con la ley de Say, los trabajadores ofrecen trabajo para obtener ingreso el cual se usa para adquirir producto; un acto de producción crea simultáneamente ingreso y poder de compra, no hay impedimento para que la economía logre el pleno empleo. La ley de Say fue originalmente establecida para un contexto de economía de trueque, pero autores como Ricardo y Mill apoyaron dicha ley al creer que también era aplicable a una economía de intercambio monetario<sup>4</sup>.

En la perspectiva de Ricardo: “Ningún hombre produce si no es para consumir o vender, y nunca vende si no es con la intención de comprar alguna otra mercancía, que le pueda ser de utilidad inmediata, o que pueda contribuir a una producción futura...Las producciones se compran siempre con producciones, o con servicios; el dinero es únicamente el medio por el cual se efectúa el cambio” (Ricardo, 1817: 216-218). El dinero

---

<sup>4</sup> Ver Snowdon y Vane (2005), pp. 45-50.

es solo un medio de cambio que evita los inconvenientes del trueque, por lo tanto el dinero debe ser neutral, lo anterior se deduce cuando el autor señala que: “Como el dinero es un bien variable, el aumento de los salarios en dinero será frecuentemente ocasionado por una baja del valor del dinero. En efecto, un aumento de salarios debido a esta causa irá inevitablemente acompañado de un aumento en el precio de los bienes; pero en tales casos, se observará que la mano de obra y todos los bienes no han variado con respecto unos a otros, y que la variación ha quedado confinada al dinero...Un aumento de los salarios, debido una alteración en el valor del dinero, produce un efecto general sobre el precio y por esa razón no produce ningún efecto real sobre las utilidades” (Ricardo, 1817: 36).

Ricardo es partidario de un principio rígido, el cual regule las emisiones bancarias como si se tratara de moneda metálica. “De manera más precisa propone que la cantidad de billetes en circulación sea ajustada en función de los movimientos externos del metal. Así, en su opinión, el banco no tendría ya el poder para modificar a su gusto la cantidad de billetes emitidos. Por consiguiente, ya no podrá ser causante de perturbaciones monetarias. En estas condiciones, no habrá más que cambios provocados por las variaciones, por otra parte inevitables, del propio patrón de medida (Solís, 1999: 134).

La postura de Ricardo influye en personalidades como Thomas Jefferson<sup>5</sup>, el tercer presidente de los Estados Unidos, ocupó el cargo en 1801-1809 y es considerado uno de los Padres Fundadores de la Nación. La rama jeffersoniana de los padres fundadores eran esencialmente capitalistas del libre mercado y el *laissez faire*, Jefferson era un crítico tenaz de la emisión de moneda sin respaldo, escribió muchas cartas a sus colegas en las que define a menudo sus puntos de vista sobre el cartel bancario del momento, en una de sus cartas señala: “Creo sinceramente...que las entidades bancarias son más peligrosas que los ejércitos permanentes y que el principio de gastar dinero para pagarlo en años venideros bajo el nombre de financiación es estafar al futuro en gran escala” (Jefferson: 1816)<sup>6</sup>. Se opuso a la creación de un banco central, un banco dirigido por políticos con el capital de la nación; sin embargo James Madison y el Congreso, al

---

<sup>5</sup> Jefferson había leído y entendido *La riqueza de las naciones* de Adam Smith y su *Teoría de los sentimientos morales*, así como la obra de David Ricardo, Jean Baptiste Say, Richard Cantillon y otros teóricos económicos de la época. <http://www.miseshispano.org/2013/06/una-falsa-historia-bancaria-de-estados-unidos/> (consultado el 28 de julio, 2015).

<sup>6</sup> Carta de Thomas Jefferson a John Taylor el 28 de mayo de 1816. Ver: <https://es.wikipedia.org> (consultado el 2 de mayo, 2015).

ver el caos financiero causado por la guerra de 1812, hicieron caso omiso de sus consejos y crearon el segundo Banco Central de los Estados Unidos en 1816, precursor de lo que posteriormente fue la Fed<sup>7</sup>.

Autores como Escartin González señalan que ya en sus artículos de *El precio del oro* (1809) y *El alto precio de los lingotes* (1810), Ricardo se inclinaba hacia los postulados metalistas y cuantitativistas del dinero, a pesar de recomendar la circulación del papel moneda y descartar las monedas de oro y plata. “Los billetes de banco que él recomienda debían estar respaldados por las reservas de oro, aunque no necesariamente en su totalidad, y sobre todo debían de ser libremente convertibles en lingotes (Ricardo, 1817: 266 y 269). En estas condiciones el oro monetario y los billetes son exactamente lo mismo, o sea, dinero y no medios de pago crediticios, ya que para Ricardo el dinero debía ser neutral”<sup>8</sup>.

Las ideas anteriores contrastan con los planteamientos de Henry Thornton (1802), quien es considerado el primer teórico del banco central, en su opinión el dinero va más allá de ser un medio de cambio, ya que distingue entre dinero y crédito<sup>9</sup>. En la generación de crédito es muy importante la confianza de los agentes económicos, así como la ley y el sentido moral del deber que hay en una sociedad, el crédito contribuye al aumento del comercio. “La opción de comprar o vender a crédito a corto o largo plazo, en la medida en que multiplica el número de personas en condiciones de comprar y vender, promueve

---

<sup>7</sup> El Banco Central de los Estados Unidos pronto “entró en graves dificultades por la mala dirección, la especulación y el fraude”, de acuerdo con James J. Kilpatrick en su libro *The Sovereign States*. Ver <http://www.miseshispano.org/2013/06/una-falsa-historia-bancaria-de-estados-unidos>

<sup>8</sup> Ver Escartín González, Eduardo, “Historia del pensamiento económico. Tema 16: David Ricardo”, p. 220. [Personal.us.es/escartin/Ricardo.pdf](http://Personal.us.es/escartin/Ricardo.pdf)

<sup>9</sup> De acuerdo con Larraín y Sachs (2013) el dinero es un conjunto de activos financieros (que incluye el circulante, las cuentas corrientes, los cheques de viajero y otros instrumentos) con características muy particulares que lo diferencian de otros tipos de títulos financieros. Al igual que todos los activos financieros, el dinero confiere poder sobre los recursos, pero a diferencia de otros activos, posee un rasgo especial: puede usarse para hacer transacciones y esta característica, la de ser un medio de cambio aceptado por todos, constituye la esencia del dinero. El crédito es una operación financiera donde una persona presta una cantidad determinada de dinero a otra persona llamada "deudor", en la cual, este último se compromete a devolver la cantidad solicitada en el tiempo o plazo definido según las condiciones establecidas para dicho préstamo más los intereses devengados, seguros y costos asociados si los hubiera. El crédito comercial consiste en el ofrecimiento de crédito por parte de un proveedor de productos y servicios, a su cliente, permitiéndole pagar por ellos en el futuro. El crédito del sistema bancario juega un papel esencial en el funcionamiento de una economía capitalista, ya que por ejemplo, se puede prestar a corto plazo a las empresas productoras, a fin de financiar la compra de insumos a otras empresas. Obviamente en el sistema financiero actual el dinero y el crédito están interrelacionado, ya que como señalan Brunner y Meltzer (1995: 96): “No hay efectos del mercado crediticio independiente de los efectos monetarios. Carece de significado el dilema sobre si es el crédito o el dinero lo que cuenta para el producto o los precios de los activos”.

la libre competencia y contribuye de esta manera a bajar el precio de los artículos” (Thornton, 1802: 73). (Thornton, 1802: 118). En condiciones normales, el banco central debe de controlar el ritmo de emisión de billetes, tener reservas que garanticen la convertibilidad al interior, apoyar a los bancos provinciales, garantizar los envíos de metal al exterior, entre otras cosas. En época de crisis recomienda sobre todo no parar la actividad económica por la reducción del crédito, por el contrario, es importante la expansión monetaria o crediticia con el fin de fomentar la producción, y una vez superada la crisis se tienen que evitar las operaciones especulativas.

Para Ricardo el abuso en la emisión de papel moneda, es decir, emitir dinero sin respaldo en oro, provoca un incremento proporcional en los precios, como ahora los precios externos son menores que los internos y hay más dinero en la circulación, los agentes económicos aumentan la demanda de importaciones, lo que genera un déficit en la balanza comercial con la consecuente salida de metal por un monto igual al excedente creado. Thornton plantea que ante una situación de desequilibrio en la balanza comercial no es conveniente reducir el papel moneda del banco central, menos hacerlo de manera repentina y violenta, ya que una decisión de este tipo genera una salida de oro del país y de lo que se trata es que ingrese. Por ello argumenta: “Queda claro desde todo punto de vista que es importante mantener cuidadosamente el crédito del país, sobre todo en el momento en que sus guineas son pocas y están saliendo del país; en ese momento en que nuestros propios fondos están bajos, es cuando la industria más estable debe promoverse por todos los medios y cuando existe la máxima necesidad de ayuda tanto de nuestro crédito doméstico como del extranjero; y corresponde especialmente al Banco de Inglaterra cuidar y vigilar los intereses del país en ese sentido”(Thornton, 1802: 118).

Con el fin de proveer liquidez al sistema, Thornton sostiene, contra la opinión dominante en su época, “que en algunas circunstancias el banco no debe reducir sino aumentar sus emisiones, a fin de garantizar la continuidad en los negocios; los billetes suplementarios ocuparían el lugar de las guineas y de los billetes ya retirados de la circulación, y aumentaría temporalmente los saldos de los individuos. En ese caso, el aumento de los billetes sería el efecto y no la causa de la perturbación. Además, a partir del momento en que esos billetes nuevos son destinados a resolver una demanda extraordinaria de liquidez, no se producirá ninguna presión sobre los precios de las mercancías. Una vez que la crisis ha terminado, o si el banco registra una alteración en el nivel habitual de sus reservas metálicas, la emisión extraordinaria debe ser retirada, a fin



de contrarrestar todas las tendencias especulativas contra los billetes, los cuales normalmente aparecen en una circulación sobreabundante y amenazan la propia existencia de la reserva” (Solís, 1999: 125). Es decir, Thornton propone para el banco central un papel de prestamista de última instancia y que, una vez superada la coyuntura adversa, se debe retirar de la circulación ese excedente de dinero para evitar prácticas especulativas.

Para Thornton la liquidez monetaria es muy importante para asegurar la estabilidad del sistema económico, ya que es la que permite el desenvolvimiento de la economía en su conjunto y vincula directamente el papel de los agentes económicos y los bancos comerciales; dicha liquidez es responsabilidad del Banco de Inglaterra, el cual al controlar el ritmo de emisión monetaria debe mantener la confianza y la credibilidad<sup>10</sup>. Dado que “en períodos en los que se producen múltiples bancarrotas, o incluso ante la falta de los instrumentos de pago habituales, los proyectos comerciales e industriales, y toda clase de mejoras generales que se hubieran iniciado, se modifican o suspenden y así, se pierde parte del trabajo realizado. Por ejemplo, si se había montado una máquina cara basándose en la expectativa de utilizarla regularmente, la falta de medios para efectuar los pagos puede hacer que dicha máquina permanezca inactiva” (Thornton, 1802: 115).

De acuerdo con Méndez Ibisate, en Thornton las fluctuaciones económicas se conectan con la parte monetaria y financiera no como dos mundos separados, sino precisamente porque en su concepción no existe la dicotomía clásica entre lo real y lo monetario, entre la economía cerrada y abierta. La oferta monetaria, definida en sentido amplio, se conecta con la producción y el empleo a través de los tipos de interés, de las variaciones en las mercancías almacenadas (las existencias o inventarios), de la rigidez de algunos precios, como ocurre con los salarios monetarios, y de la teoría del ahorro forzoso<sup>11</sup>.

Desde el punto de vista de lo que plantea la propia teoría clásica una diferencia importante entre los planteamientos de Ricardo y de Thornton es que de acuerdo con Ricardo, ante perturbaciones en el sector real de la economía las fuerzas de autoajuste del

---

<sup>10</sup> “Thornton se adelanta a todos los tratadistas en esta materia, al incorporar el juicio del mercado, es decir, la credibilidad de los agentes respecto a la política del banco central, como uno de los elementos que se deben tomar en consideración para el estudio de cada situación” (Solís, 1999 : 124).

<sup>11</sup> Ver el estudio preliminar de Fernando Méndez Ibisate, el cual se incluye en la primera versión en español del libro de Thornton (1802).

mercado se encargarán de corregir los desequilibrios, mientras que en Thornton la ausencia de esos mecanismos estabilizadores obliga al banco central a intervenir con políticas monetarias expansivas con el fin de aminorar los impactos negativos en el sector real de la economía, lo que convierte al banco central en prestamista de última instancia.

Un libro relevante para analizar con detalle este tema y la controversia generada entre estos economistas es el de Solís (1999), que trata sobre la tasa de interés monetaria y la actividad del banco central en las teorías que proponen Thornton, Wicksell y Hawtrey, autores que influyen en la teoría de Keynes sobre la tasa de interés. Solís señala que el estudio de los escritos monetarios de Ricardo y del *Paper credit* de Thornton, muestra la existencia de una controversia en el seno mismo de la tradición clásica, el debate versa sobre las posibles causas de una perturbación monetaria y sobre la naturaleza del Banco de Inglaterra y su papel en la defensa de la estabilidad monetaria. Para Ricardo toda perturbación monetaria tiene como origen una política demasiado liberal de emisión, y el regreso al equilibrio sólo puede recobrase a través de una reducción de billetes proporcional a la depreciación.

En cambio, para Thornton, si la perturbación monetaria tiene como origen un acontecimiento extraordinario, como por ejemplo una serie de malas cosechas, el banco no puede reducir sus créditos sin arriesgarse a provocar una depresión. “Cuando se extiende la desconfianza luego de un oleaje de psicosis colectiva, provocado por la invasión extranjera o simplemente por la desaparición de las guineas en circulación, los negociantes tratan de incrementar sus fondos líquidos...En este caso, el banco debe seguir un principio extraordinario, el cual consiste en aumentar sus emisiones a fin de tranquilizar a los negociantes, satisfaciendo aunque sea parcialmente su demanda de liquidez, y amortiguar las tendencias deflacionarias que acompañan este tipo de situaciones. Esta política, que prefigura al banco central como prestamista de última instancia, es totalmente inconcebible para Ricardo, en la medida que considera como única causa de la depreciación de la moneda un exceso en su cantidad” (Solís, 1999: 144-145).

Por otro lado, una obra que se ha convertido en un clásico de la economía bancaria es *Lombard Street: el mercado monetario de Londres* (1873), Walter Bagehot, preocupado ante los pánicos financieros que sacudían el mercado de Londres a mediados del siglo XIX, expone polémicamente las razones por las cuales el Banco de Inglaterra

debía asumir la función de prestamista de última instancia para los otros bancos comerciales, con objeto de impedir quiebras comerciales que sólo ampliarían y difundirían aún más el pánico.

El autor plantea que el crédito que otorga el sistema bancario juega un papel importante en la economía, señala que el comercio inglés se ha convertido en un gran negocio gracias al capital tomado a crédito, lo que no está exento de riesgos. “Pero en exacta proporción al poder del sistema bancario está su delicadeza-tal vez no exageraría demasiado si dijera que su peligro. Únicamente nuestra familiaridad nos vuelve ciegos ante la maravillosa naturaleza del sistema. Nunca se reunió tanto dinero tomado a préstamo en el mundo como el que actualmente se recauda en Londres...No hay ni hubo ningún otro país en que la relación de la reserva de caja a los depósitos bancarios haya sido tan pequeña como lo es actualmente en Inglaterra. Lejos de estar capacitados para confiar en la magnitud proporcional de nuestro dinero en efectivo, la cantidad de esa existencia es tan pequeña que un observador casi temblaría al comparar su pequeñez con la inmensidad del crédito que descansa en ella” (Bagehot, 1873: 31).

Ante una situación de crisis bancaria un número significativo de instituciones bancarias presentan problemas para hacer frente a sus obligaciones, lo que puede ser generado por una corrida bancaria u otro motivo. Si los agentes económicos tienen miedo de un inminente colapso de algunos intermediarios financieros como los bancos, se genera un pánico en el sistema bancario, produciendo un retiro masivo de los depósitos bancarios<sup>12</sup> (conocido como corrida bancaria). Para enfrentar una situación de este tipo Bagehot considera que el banco central tiene que intervenir como prestamista de última instancia. Es decir, las autoridades monetarias tienen que proporcionar liquidez para evitar el desplome del sistema financiero, deben de seguir lo que en la actualidad se conoce como la regla de Bagehot<sup>13</sup> y si existen garantías adecuadas, prestar dinero, de manera que al proporcionar crédito a corto plazo a las instituciones financieras, pueda frenar o mitigar el pánico y los consiguientes perjuicios para el sistema financiero y la economía; Ben Bernanke (2014) opina que el periodista Bagehot fue una persona clave en el desarrollo intelectual de las instituciones bancarias y para John Kenneth Galbraith

---

<sup>12</sup> Para una breve explicación de la banca y las crisis bancarias se puede ver el capítulo 19 de Larraín y Sachs (2013), páginas 691-726.

<sup>13</sup> De acuerdo con esta regla cuando el banco central actúa como prestamista de última instancia necesita garantías para asegurar que el dinero se va a recuperar y además las tasas de interés que cobra deben ser punitivas.

(1990), Bagehot fue uno de los más astutos observadores de los episodios de euforia financiera del siglo XIX.

En suma, la controversia monetaria del siglo XIX está representada por la *Currency School* y la *Banking School*, la primera busca un sistema monetario que funcione automáticamente y está representada por lord Overstone y D. Ricardo, ideas que influyen posteriormente en economistas del siglo XX como Ludwig von Mises, Friedrich Hayek, Arthur Pigou y Milton Friedman. “La *Banking School* (o *Credit School*, como a mí me gustaría que la hubieran llamado) tiene una historia casi tan larga como la otra. Entre sus partidarios tiene autores superiores al mismo Tooke: entre los victorianos, Mill y Bagehot; en el siglo XX, Hawtrey y Robertson, así como Keynes. Los keynesianos o seguidores de Keynes, con su política fiscal o socialismo monetario son unas de las alas del bando crediticio, pero hay también otra ala que hace ya tiempo que existe y que cree en la política monetaria, pero cree también que hay que ser ecléctico en cuanto al tipo de política monetaria y en cuanto a las medidas de política monetaria que hay que usar en cada situación particular. Henry Thornton es el primer gran autor de la *Credit School*, aunque haga tanto tiempo que escribió, sigue estando entre los mejores” (Hicks, 1967: 10).

Por otra parte, durante el período de la restauración del patrón oro después de la guerra de Secesión (1861-1865) en Estados Unidos, los pánicos financieros fueron un grave problema desde 1879 hasta la fundación de la Fed en 1913, cuyo objetivo prioritario era lograr la estabilidad macroeconómica y la estabilidad financiera. En la estabilidad macroeconómica se trata de conseguir un crecimiento estable de la economía, evitando grandes oscilaciones, y mantener la inflación baja y estable. Ésa es la función económica de un banco central y aquí desempeña un papel importante la política monetaria a través de los movimientos de la tasa de interés de corto plazo, en épocas normales, si la economía crece poco o si la inflación es demasiado baja se recurre a la compra de bonos en operaciones de mercado abierto, lo que disminuye la tasa de interés al aumentar la cantidad de dinero en la economía. Al reducir el tipo de interés a un día que la Fed cobra a los bancos por prestar dinero, que se conoce como la tasa de fondos federales, lleva a disminuir los tipos de interés en todo el sistema, lo que fomenta el gasto en la compra de activos como la vivienda, los automóviles, la construcción, la inversión empresarial, etcétera, con lo que el aumento en la demanda agregada impulsa el crecimiento económico. Por el contrario, si la economía crece demasiado y se generan presiones

inflacionarias, lo que hace el banco central es vender bonos en operaciones de mercado abierto, lo que aumenta la tasa de fondos federales y reduce el gasto agregado y la actividad económica. En relación con la estabilidad financiera una segunda herramienta es la provisión de liquidez para combatir los pánicos bancarios (corridas bancarias) o evitar las crisis financieras, aquí el banco central actúa en su función de prestamista de última instancia. Una tercera herramienta tiene que ver con la función del banco central en la regulación y supervisión financiera, aunque esta función no es exclusiva de los bancos centrales<sup>14</sup>.

Pero ante la Gran Depresión de 1929-1933 la política monetaria no se flexibilizó como cabría esperar, ya que se quería acabar con la especulación financiera y se tenía la intención de mantener el patrón oro. Ben Bernanke (2014), ex presidente de la Fed<sup>15</sup>, señala que el argumento fue que había que acabar con los excesos de los años veinte para que la economía estuviera sana, sin embargo, la contracción en la cantidad de dinero en más de un tercio aceleró la depresión al reducir los niveles de consumo e inversión, por lo cual el Fondo de la Reserva Federal no cumplió su papel de prestamista de última instancia, como también plantean Brunner y Meltzer (1995), así como Mishkin (2014: 316), quien escribe: “la Fed fracasó miserablemente en su papel establecido como prestamista de último recurso”.

Snowdon y Vane (2005) señalan que en el debate sobre las causas de la Gran Depresión en Estados Unidos hay varias hipótesis que la asocian con la demanda agregada (y en menor medida con la oferta agregada). Entre las que mencionan hacemos referencia de las siguientes: i) para Keynes y los keynesianos la Gran Depresión se explica más a factores asociados con la reducción del gasto de consumo, la inversión y las exportaciones netas. ii) La hipótesis monetarista de Friedman y Schwartz (1963) establece que el dinero es poderoso y que los malos manejos de política monetaria pueden generar crisis (Friedman, 1968). R. Lucas (1996) señala que con la Gran Depresión de los años treinta el problema cambia de la neutralidad del dinero hacia el potencial de la política monetaria como estímulo en el corto plazo y J.M. Keynes (1936) es quien plantea este cambio de enfoque. iii) Una hipótesis no monetarista asociada con Bernanke (1983), quién subraya que los choques financieros no monetarios, asociados con las quiebras bancarias,

---

<sup>14</sup> Ver Bernanke (2014), pp. 13-16.

<sup>15</sup> Bernanke fue presidente de la Fed del 1 de febrero de 2006 al 31 de enero de 2014.

operaron como una fuerza independiente que intensificó la Depresión de los años treinta<sup>16</sup>.

Después de la revolución keynesiana la controversia monetaria se inclina a favor de la *Credit School* a pesar de que en el período posterior a la Segunda Guerra Mundial se utiliza sobre todo a la política fiscal como vía para incrementar la demanda agregada, mientras que la política monetaria acomodaticia mantiene bajas a las tasas de interés a fin de reducir el costo de la deuda pública, pero para las décadas de 1960 y 1970 se sigue una política monetaria extremadamente expansionista, lo que contribuyó a la rápida inflación en ese periodo. Con las crisis de estanflación económica de la década de los setenta se desarrollan nuevas corrientes macroeconómicas inspiradas en la filosofía del neoliberalismo económico, como el Monetarismo, la Nueva Economía Clásica y posteriormente la Teoría del Ciclo Real de los Negocios, con lo que la teoría monetaria se inclina hacia la neutralidad monetaria y el uso de reglas de política monetaria.

De acuerdo con las ideas de la filosofía neoliberal, si el gobierno financia el déficit del sector público con emisión monetaria se generan presiones inflacionarias. Por lo tanto, para estabilizar los precios los bancos centrales tienen que aplicar políticas monetarias de carácter contractivo. Por lo tanto, desde finales de la década de los setenta y sobre todo en las décadas de los ochenta y noventa, el control de la inflación se convierte en un objetivo prioritario de la política económica y la disciplina fiscal se considera como un requisito indispensable para alcanzar no solo la estabilidad monetaria sino también el crecimiento económico.

En materia de política monetaria se implementa en muchos países el esquema de metas de inflación, la tasa de interés de corto plazo se convierte en el principal instrumento de las autoridades monetarias. Esto de acuerdo con las recomendaciones de la corriente dominante representada por el Nuevo Consenso Monetario, autores como Bernanke, Laubach, Mishkin y Posen (1999), combinando el análisis teórico con estudios empíricos detallados de los países que aplican metas de inflación, muestran que la estrategia tiene claras ventajas sobre las políticas tradicionales.

## **2. Política monetaria laxa frente a la crisis financiera mundial**

---

<sup>16</sup> Para Bernanke la larga duración de la Gran Depresión en Estados Unidos puede deberse a una reducción en la oferta de crédito generada por la mayor percepción de riesgo asociada con los préstamos nuevos, y la preocupación de los bancos por mantener liquidez.

Hemos señalado que durante la Gran Depresión de los años treinta: “La Reserva Federal fracasó ante su primer reto en ambas partes de su misión. No utilizó la política monetaria con determinación para evitar la deflación y el desplome de la economía, así que no cumplió con su función estabilizadora de la economía. Además, tampoco desempeñó adecuadamente su función de prestamista de última instancia, permitiendo la quiebra de muchos bancos y la consiguiente contracción del crédito y la oferta monetaria” (Bernanke, 2014: 40-41). Por ello ante la crisis financiera mundial de 2008-2009 no se quisieron cometer los mismos errores de una experiencia histórica que enseña lo que no se debe de hacer, por lo tanto el Fed procede con una política monetaria extremadamente laxa. Ante esta situación el resto de los bancos centrales, sobre todo de las economías desarrolladas como Japón, Inglaterra y los países de la eurozona, también empiezan a aplicar políticas anticíclicas para hacer frente a la gravedad de la recesión, lo que lleva a R. Skidelsky (2009) a afirmar el regreso de Keynes y con ello la influencia de las ideas de la *Banking School*, que en el marco de la teoría ortodoxa actual estaría representada por autores como Bernanke y Blinder (1988), y Bernanke y Gertler (1995), los cuales estudian el rol del crédito en la demanda agregada y la actividad económica, en su análisis juega un papel importante la disponibilidad de crédito y los problemas de los balances en la restricción de la inversión, en lo que constituye el canal de crédito del mecanismo de transmisión de la política monetaria<sup>17</sup>.

En nuestra perspectiva la crisis actual ha tenido al menos tres etapas, la primera comprende los años más álgidos de la crisis: 2008-2009, en la que los países desarrollados aplican política fiscal y política monetaria de carácter expansivo. Una segunda etapa de la crisis comienza en 2010, la cual se refleja en la generación de desequilibrios presupuestales en las cuentas del sector público y niveles muy altos en la deuda soberana. Para hacer frente a esta situación se sigue dando continuidad a la política monetaria laxa, pero en materia de política fiscal se empiezan a aplicar medidas de carácter contractivo con el argumento de que es necesario tener finanzas públicas sanas. En una tercera etapa, que podemos ubicar desde 2014, se empiezan a generar riesgos de deflación sobre todo en los países de la zona del euro y en economías como Reino Unido y Japón, en 2015 se ha acentuado la crisis en Grecia y la desaceleración en el crecimiento económico de China lleva a pensar en los riesgos que podría generar el estallido de una burbuja (en la Bosa

---

<sup>17</sup> El canal de crédito se refiere a cómo afecta la política monetaria a los préstamos bancarios y a la vez los préstamos bancarios al ingreso mediante el crédito que las instituciones bancarias otorgan a las empresas y familias.

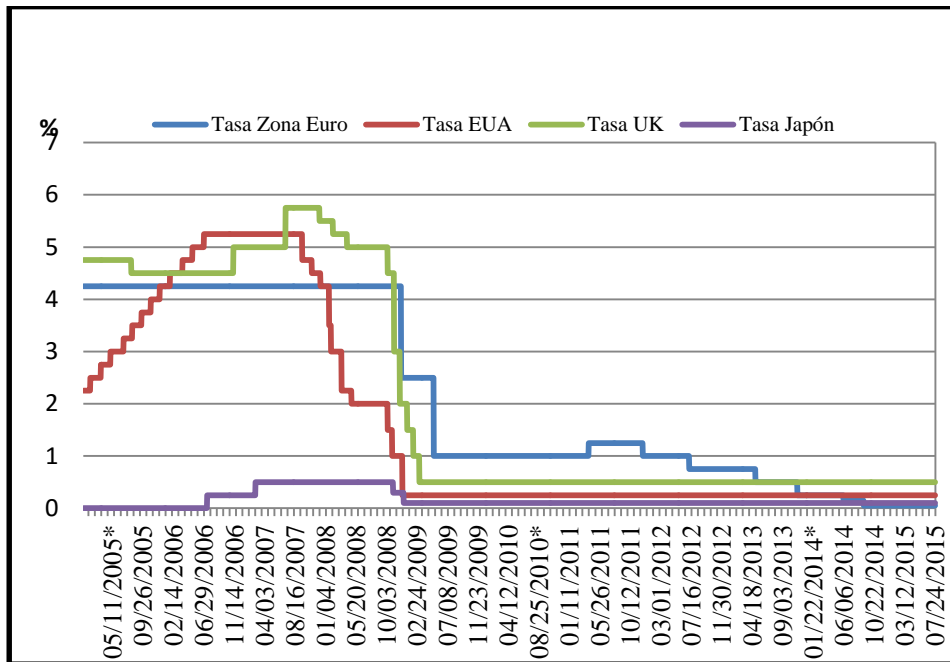
china, en los mercados de crédito e inmobiliario), aunque no debemos olvidar que su sistema económico está fuertemente intervenido.

De acuerdo con datos del Banco Mundial la tasa de crecimiento económico de Estados Unidos se empieza a desacelerar desde 2005 y para mediados de 2007 ya se observaban algunos síntomas de crisis en el mercado de hipotecas *subprime*, ante esta situación la Reserva Federal comienza a reducir la tasa de fondos federales, del nivel de 5.25 por ciento que había a principios de 2007, disminuye a 4.75 por ciento a fines de octubre para posteriormente hacer dos ajustes adicionales en el mes de diciembre que la llevan a 4.25 por ciento. La bancarrota de Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008 marcó el inicio simbólico de la crisis financiera global que aún no termina; la caída de la actividad económica y la pérdida de empleos se convierten en dos de los problemas más graves. Para hacer frente a la recesión, en 2008 la Fed implementa una agresiva política monetaria al reducir en siete ocasiones el nivel de la tasa de interés, de tal manera que a partir de diciembre de 2008 hasta la actualidad la tasa de fondos federales se mantiene en niveles históricamente bajos en un rango de 0 a 0.25 por ciento, es decir, en un cuarto de punto. Como se puede observar en la gráfica 1, este tipo de política fue seguida por el Reino Unido, para principios de julio de 2007 la tasa de interés de referencia del Banco de Inglaterra era de 5.75 por ciento, a principios de diciembre de ese año disminuye a 5.5 por ciento y en 2008 se modifica en cinco ocasiones para ubicarla en 2 por ciento, en 2009 se ajusta en tres ocasiones y a partir del 5 de marzo de ese año a la actualidad se ubica en niveles de 0.50 por ciento.

El Banco Central Europeo (BCE) en los años álgidos de la crisis fue más reservado al reducir su tasa de referencia, ya que de un nivel de 4.25 por ciento la reduce en diciembre de 2008 a 2.5 por ciento y a 1 por ciento en mayo de 2009, nivel que se mantiene hasta los primeros días del mes de abril de 2011, del 7 de abril al 3 de noviembre de ese año se incrementa a 1.25 por ciento, para posteriormente volver a disminuir a 1 por ciento a principios de diciembre de 2011. Pero la difícil situación que viven las economías que integran la zona euro, asociada a problemas como la recesión, el desempleo, los riesgos de deflación, los desequilibrios fiscales, el aumento significativo de la deuda pública y un panorama financiero preocupante, llevaron al BCE a disminuir de manera gradual su tasa de referencia durante 2012 y 2014, de tal manera que a partir del 4 de septiembre de 2014 a la actualidad su tasa de interés objetivo se ubica en niveles de 0.05 por ciento.



Gráfica 1. Tasas de interés de referencia, Estados Unidos, Zona Euro, Reino Unido y Japón (2005-julio 2015)

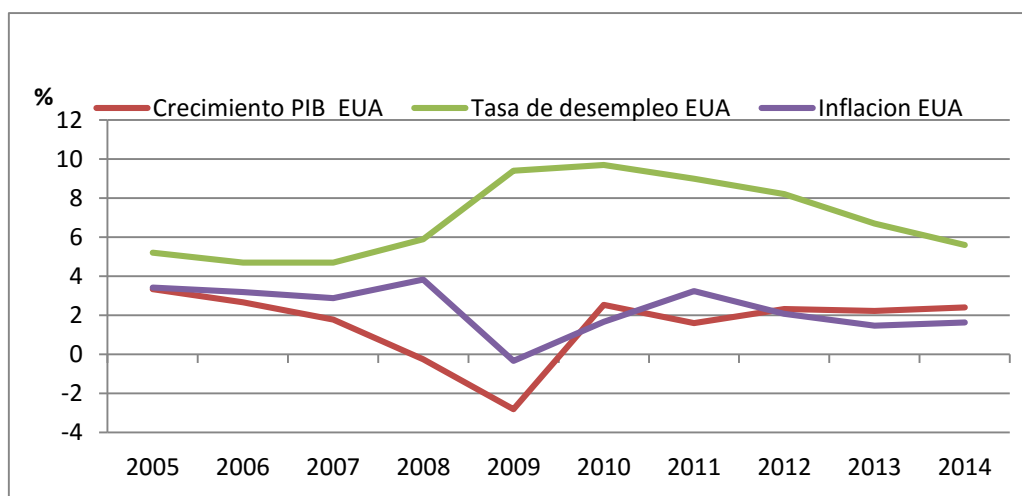


Fuente: Elaboración propia con base en datos de [www.globalrate.com](http://www.globalrate.com); [www.datosmacro.com](http://www.datosmacro.com); [www.newyorkfed.org](http://www.newyorkfed.org)

En la gráfica se muestra también una situación similar para Japón, país que desde la década de los noventa enfrenta problemas económicos que han llevado al Banco Central de Japón a establecer tasas de referencia de cero por ciento, para octubre de 2008 su tasa de interés se ubicó en 0.30 por ciento y a partir de diciembre de 2008 a la actualidad se mantiene en niveles de 0.10 por ciento.

En esta parte de la historia de la política monetaria de los países desarrollados los bancos centrales han actuado como prestamistas de última instancia tratando de lograr tanto los objetivos de estabilidad macroeconómica como de estabilidad financiera. En la conferencia tres del libro de Bernanke (2004) se expone con detalle la respuesta de la Fed a la crisis financiera, y en esta presentación el autor, presidente de la Reserva Federal en ese momento, justifica las decisiones tomadas. Los ajustes de la tasa de los fondos federales hasta niveles cercanos a cero tienen como objetivo reactivar el crecimiento económico y disminuir la tasa de desempleo, que para 2009 y 2010 alcanzó niveles de 9.4 y 9.7 por ciento respectivamente, como se puede ver en la gráfica 2.

Gráfica 2. Estados Unidos: crecimiento económico, desempleo e inflación (tasas de crecimiento anual: 2005-2014)



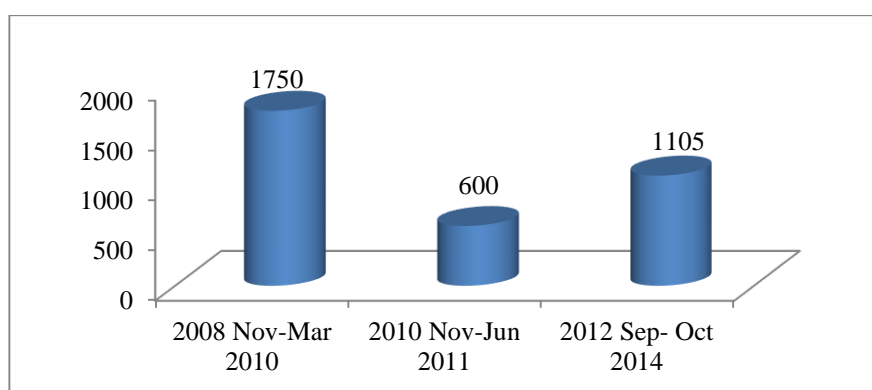
Fuente: Elaboración propia con base en datos de [www.bancomundial.org](http://www.bancomundial.org) y [www.datosmacro.com](http://www.datosmacro.com)

Después de la caída que sufrió la actividad económica estadounidense en 2008 y 2009, se empieza a recuperar en 2010, con una tasa de crecimiento económico de 2.5 por ciento (gráfica 2); sin embargo este ritmo de actividad no se sostiene y ante los fuertes problemas de deuda que enfrenta el país, la tasa de crecimiento económico se desacelera en 2011, asciende ligeramente en 2012 para nuevamente descender en 2013, en 2014 se observa una ligera recuperación en relación al año anterior y las expectativas de crecimiento para 2015 no son muy alentadoras. En materia de inflación se muestra un proceso de deflación en 2009 y posteriormente los precios se recuperan en los años posteriores, aunque muestran una ligera baja en 2013 y 2014.

Krugman (2009) señala que una situación en la que la tasa de fondos federales se encuentra en niveles cercanos a cero, refleja que Estados Unidos se enfrenta a una situación de trampa de liquidez, al estilo de la de Japón en la que la política monetaria convencional pierde toda su tracción sobre la economía real. Para evitar una situación de este tipo la política fue reforzada con medidas no convencionales, que consisten en la inyección de liquidez (*Quantitative Easing* o QE por sus siglas en inglés o *Asset-Purchase Program* en países desarrollados como Inglaterra y Japón). Por lo tanto, ante la magnitud de la recesión se ha recurrido tanto a la expansión de la base monetaria a través de las operaciones de mercado abierto como a la reducción inusual en la tasa de fondos federales.

Como la tasa de interés nominal ya no podía bajar más, la política monetaria implementada por Bernanke durante la presidencia tanto de George W. Bush<sup>18</sup> como de Barack Obama, fue aplicar una herramienta no convencional de política monetaria llamada flexibilización cuantitativa (*Quantitative easing: QE*) con el fin de sanear el sistema financiero de activos tóxicos como los títulos de deuda asociados con las hipotecas *subprime*. Este tipo de política consiste por lo tanto en la compra masiva de bonos de gobierno y bonos respaldados por hipotecas, la política inicia en noviembre de 2008 y termina en octubre de 2014, como se muestra en el cuadro 1.

Cuadro 1. Cronología de los Quantitative Easing (cifras en millones de dólares)



Fuente: Reserva Federal.

En la primera etapa, que corresponde al QE1, se inyectaron 1750 billones de dólares durante el período de noviembre de 2008 a marzo de 2010. Adicionalmente, ante el ascenso en la tasa de desempleo, que en agosto de 2010 alcanzó niveles de 10 por ciento, sumado con la crisis de deuda soberana no solo en Estados Unidos sino también de los países europeos, se decide aplicar el QE2 durante el período de noviembre de 2010 a junio de 2011 por 600 mil millones de dólares. Como señalamos antes, en 2012 la tasa de crecimiento de la economía estadounidense se había recuperado, pero las expectativas para 2013 eran desalentadoras, motivo por el que en septiembre de 2012 inicia el QE3 por un monto de 1,105 billones de dólares, programa que terminó en octubre de 2014.

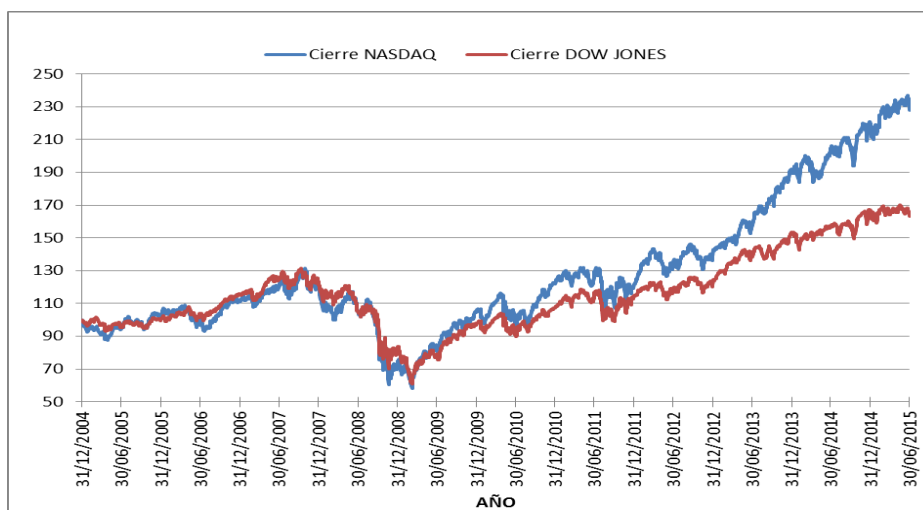
Para septiembre de 2015 se espera que la Fed empiece a normalizar su tasa de interés de referencia considerando que la tasa de desempleo se ubica en niveles menores al 6 por ciento y que la tasa de inflación no está muy alejada de la meta del 2 por ciento. Sin embargo, a nivel internacional la situación no es tan sencilla ya que en los países de

<sup>18</sup> Presidente de los Estados Unidos de América desde el 20 de enero de 2001 al 20 de enero de 2009.

la eurozona los problemas económicos siguen siendo graves, tanto que el BCE aplica un programa de expansión cuantitativa, similar a lo que también hace el Banco Central de Japón. El objetivo principal del programa de compra a gran escala de activos por parte del banco central, poniendo en circulación nueva liquidez es evitar la deflación y devolver los niveles de inflación a los objetivos del BCE, por debajo del 2 por ciento, ya que en diciembre de 2014 se ubicaron en -0.2 por ciento anual<sup>19</sup>.

Por otro lado, la inyección masiva de liquidez por parte de los bancos centrales también ha favorecido la especulación financiera tanto en los mercados emergentes como en los países desarrollados, lo que ha generado beneficios para los inversionistas que concentran la riqueza en diferentes partes del mundo. En la gráfica 3 se muestra el comportamiento observado por dos índices bursátiles representativos de Estados Unidos: el Nasdaq y el Daw Jones, se observa que los niveles alcanzados por estos dos indicadores rebasan por mucho sus niveles anteriores a la crisis.

Gráfica 3. Índices bursátiles de Estados Unidos: Nasdaq y Daw Jones  
(13-12-2004 al 30-06-2015)



Fuente: Elaboración propia con datos de Economática.

Por lo tanto, en la actualidad resulta explicable que las monedas de los países emergentes como México, se encuentren sujetas a fuertes presiones, la depreciación cambiaria que se observa en muchos países se asocia con el posible aumento de las tasas por parte de la Reserva Federal, el fortalecimiento del dólar, la desaceleración en China, los bajos precios de los productos básicos y la caída en el precio del petróleo. Obviamente

<sup>19</sup> Ver <http://blog.kantox.com/es/que-es-expansion-cuantitativa> (consultado el 29 de julio, 2015).

si Estados Unidos se dispone a subir la tasa de fondos federales en septiembre próximo los mercados emergentes pueden sufrir una mayor inestabilidad.

### **E. Reflexiones finales**

Los períodos de crisis económicas normalmente promueven el desarrollo de nuevas ideas en el campo de la teoría monetaria al cuestionar los alcances y límites del pensamiento dominante. De esta manera, las crisis financieras del siglo XIX sirvieron de marco histórico de referencia en la controversia monetaria en relación al papel de los bancos centrales cuando se enfrentan períodos de recesión económica e inestabilidad en los mercados financieros. D. Ricardo propone que el Banco de Inglaterra, en esa época de propiedad privada, debe jugar un papel pasivo y que su objetivo principal debe ser mantener estable el valor del dinero, es decir, la estabilidad de los precios. Thornton y Bagehot argumentan a favor de un papel activo para el banco central, el cual tenía que desempeñar la función de prestamista de última instancia frente a las crisis económicas.

En las posturas de los autores es importante la concepción que tienen en relación al papel del dinero en la economía, mientras que para Ricardo el dinero es neutral y lo concibe básicamente como un medio de cambio, en Thornton y Bagehot el dinero es no neutral, se invalida la dicotomía clásica y hay una distinción entre dinero y el crédito, ideas que posteriormente influyen en Keynes. Como señala Hicks (1967), en su tiempo el sistema monetario en términos del cual Ricardo pensaba era ya cosa del pasado. Ricardo debió leer a Thornton, quién presentaba una teoría a corto plazo no muy diferente de la de Hume, pero tal teoría la construye en términos de una economía crediticia. La teoría del banco central propuesta por Thornton es más avanzada en relación con el planteamiento de Ricardo, por lo cual sorprende el dominio de las ideas de este último autor en el campo de la teoría, pero como señala Hicks, la doctrina ricardiana tuvo vigencia durante tanto tiempo como para que fuera presentada por Keynes como la doctrina clásica que debía ser acatada. Sin embargo esto era la teoría, en la práctica, se impuso más bien la escuela Thornton-Mill. Estrictamente, de acuerdo con los principios ricardianos, no hubiera habido necesidad de desarrollar los bancos centrales. Y durante este periodo los bancos centrales se desarrollaron.

Ante la crisis financiera mundial y, considerando la experiencia de la Gran Depresión, los bancos centrales aplican políticas monetarias extremadamente laxas, las cuales prevalecen hasta nuestros días. Este tipo de política refleja que el Fondo de la

Reserva Federal si ha cumplido con su función de prestamista de última instancia y se ha preocupado por el logro de la estabilidad macroeconómica asociada con la generación de empleo, crecimiento económico y estabilidad de precios. Sin embargo, una de las lecciones que hemos aprendido es que este tipo de política, si bien ha incidido de manera positiva (aunque no tan favorable) en la reactivación del crecimiento económico y empleo en los Estados Unidos, por otra parte se convierte en un factor importante que promueve la especulación financiera. Un aspecto que se ha visto acentuado en el marco actual de la globalización económica, en el que los regímenes cambiarios de tipo de cambio flexibles, combinados con la libre movilidad de capitales y la innovación tecnológica en el sistema financiero facilitan las transacciones especulativas.

Finalmente, una reflexión importante es si el Banco Central también se tiene que preocupar por la inflación que se observa en los precios de los activos financieros, como las acciones, los bonos y los derivados, ya que el objetivo de lograr la estabilidad financiera tiene que ver también con la variación de estos precios. Desde un punto de vista teórico este tema ha sido abordado en el mecanismo de transmisión de la política monetaria, en lo que se conoce como el canal de precios de otros activos. Sin embargo, a pesar de que se tienen algunos avances, no existe un modelo formal que permita analizar la trascendencia que este canal tiene en las decisiones de la política monetaria.

## **F) Referencias**

Bagehot, Walter (1873), *Lombard Street: el mercado monetario de Londres*, traducción de José Manuel Sobrino y Manuel Pimentel, Fondo de Cultura Económica, México, 1968, No. de páginas 211.

Bernanke, Ben (1983), “Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression”, *American Economic Review*, 73 (3), Estados Unidos, American Economic Association, pp. 257-273.

Bernanke, Ben, *Mis años en la Reserva Federal. Un análisis de la Fed y las crisis financieras*, México, Ediciones Deusto. 2014. Traducido por Jorge Paredes.

Bernanke, Ben y Alan Blinder (1988), “Credit, Money and Aggregate Demand”, *American Economic Review, Paper and Proceedings*, 78 (2), Estados Unidos, American Economic Association, pp. 435-439.

\_\_\_\_\_ y Mark Gertler (1995), “Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission”, *Journal of Economic Perspectives* 9 (4), Estados Unidos, American Economic Association, pp. 27-48.

Bernanke, B.T. Laubach, F.S. Mishkin y A. Posen, (1999), “Inflation Targeting: Lessons from the International Experience”, *Journal of Economic Perspectives* 11, 2: 97-116.

Brunner, Karl y Allan Meltzer (1995), *El dinero y la economía*, España, Alianza Editorial.

Cibilis Alan y Rubén Lo Vuolo, “¿El nuevo consenso ortodoxo en política monetaria?”, Centro Interdisciplinario para el Estudio de Políticas Públicas (Ciepp), Buenos Aires, Argentina, octubre, 2014.

[http://www.ciepp.org.ar/index.php?page=shop.getfile&file\\_id=77&product\\_id=77&option=com\\_virtuemart&Itemid=1](http://www.ciepp.org.ar/index.php?page=shop.getfile&file_id=77&product_id=77&option=com_virtuemart&Itemid=1)

Friedman, M. (1968), “*The Role of Monetary Policy*”, *American Economic Review*, March, 1968, No. 58, pp. 1-17.

Friedman Milton y Anna Schwartz (1963), *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Estados Unidos, Princeton University Press.

Galbraith, John Kenneth (1990) [2011], *Breve historia de la euforia financiera*, Ariel, España.

Hicks, J.R., (1967), *Ensayos críticos sobre teoría monetaria*, Colección Demos, Ed. Ariel, Barcelona, España, 1975.

Keynes, John M. (1984) [1936], *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, México Fondo de Cultura Económica.

Viene aquí algo de banco en la sombra:

Krugman, Paul (2009), *De vuelta a la economía de la Gran Depresión y la crisis del 2008*, Editorial Norma, México.

Larraín, Felipe y Jeffrey Sachs (2013), *Macroeconomía en la economía global*, Tercera edición, Chile, Pearson Education.

Lucas, R.E. Jr (1996), “Nobel Lecture: Monetary Neutrality”, *Journal of Political Economy*, Number 4-Volume 104, August, págs. 661-683.

Mishkin, Frederic S., (2014), *Moneda, banca y mercados financieros*, Décima edición, PEARSON, México, 2014.

Thornton, Henry (1802), *Crédito papel. Una investigación sobre la naturaleza y los efectos del crédito papel de Gran Bretaña*, Ed. Pirámide, primera edición en español en 2000, Madrid, No. de páginas 272.

Ricardo, David (1817), *Principios de Economía Política y Tributación*, Fondo de Cultura Económica, segunda reimpresión en español, 1973, México, No. de páginas 332.

Solís Rosales, Ricardo (1996), “La política monetaria de 1994: la evolución del crédito interno neto y la recomposición de la deuda interna”

\_\_\_\_\_ (1999), *Banco Central y tasas de interés*, Universidad Autónoma Metropolitana, Instituto Politécnico Nacional, México.

Skidelsky, Robert (2009), *El regreso de Keynes*, Ed. Crítica, Barcelona.

Snowdon Brian y Howard R. Vane (2005), *Modern Macroeconomics*, Estados Unidos, Edward Elgar.