

**Robert L. HETZEL, *The Monetary Policy of the Federal Reserve. A History*, Cambridge University Press, Cambridge, 2008, 390 pp.**

A partir de la década de 1980 el mundo ha experimentado un aumento de la inestabilidad financiera y ello ha despertado el interés por conocer cuáles son los mecanismos que pueden contribuir a reducir dicha inestabilidad y, especialmente, qué papel deben desempeñar los bancos centrales. El nuevo contexto internacional va a exigir que los bancos centrales redefinan sus funciones y en ese sentido es importante conocer cómo han ido evolucionando dichas instituciones y cómo se ha ido gestado la política monetaria. Desde ese punto de vista el interés del libro que nos ocupa es indiscutible. Robert L. Hetzel estudia la historia de la Reserva Federal (Fed) desde su creación hasta la actualidad y la enmarca en el contexto político e intelectual de cada periodo. Hay que tener en cuenta que Hetzel ha trabajado para la Reserva durante más de treinta años y, por tanto, ofrece una perspectiva singular. En primer lugar, indaga en los factores que explican la aplicación de determinadas medidas de política monetaria y, en segundo lugar, pone mucho énfasis en la importancia que han tenido las personas a la hora de explicar por qué se adoptaron unas decisiones y no otras. Una relevante aportación de esta obra consiste en el intento por parte del autor de analizar cómo las decisiones adoptadas en cada momento han estado ligadas a las personas que dirigían dicha institución, pero a su vez estuvieron también condicionadas por la concepción que la teoría económica dominante tenía sobre el papel y las funciones que los bancos centrales debían desempeñar, lo que el autor denomina el “*policymaking establishment*”. En ese sentido, Hetzel insiste en la necesidad de evaluar la actuación de los bancos centrales no considerando las funciones que tiene en la actualidad un banco central, sino en función de cuáles eran las prácticas habituales en cada momento.

El libro consta de 26 capítulos y un apéndice a través de los cuales se muestra la historia del Fed desde su creación en 1913 hasta finales de la década de 1990. El libro presenta una serie de rasgos particulares. En primer lugar, no se trata de una obra sencilla, y de hecho es difícilmente recomendable para estudiantes. Es un libro dirigido básicamente a especialistas en cuestiones monetarias. En muchas ocasiones Hetzel presupone una familiaridad con la historia de la Reserva Federal y, especialmente, con el manejo de la política monetaria que no es tan obvia. En ese sentido, el lector hubiese agradecido alguna ayuda adicional por parte del autor, como, por ejemplo, algún cuadro resumen que permitiese situar a los principales personajes de los que se habla a lo largo del libro. En segundo lugar, Hetzel es muy honesto en su planteamiento, aunque quizá a su vez excesivamente contundente al establecer algunas de sus conclusiones, y desde las primeras páginas señala cuál es su visión sobre el funcionamiento de la economía, una visión mo-

netarista. En tercer lugar, aunque el estudio es cronológico, no se estudian con la misma intensidad todos los periodos y además se introducen también algunos capítulos generales, lo que exige una especial concentración por parte del lector. Los dos primeros capítulos son de carácter general y el análisis cronológico comienza en el capítulo 3. Éste es un capítulo relativamente breve que resume el trabajo de Friedman y Schwartz (1963) y en el que, bajo mi punto de vista, la principal aportación del autor, aspecto que se repetirá en otros capítulos del libro, es el intento de contextualizar las decisiones adoptadas por el Fed con la teoría económica vigente en ese momento.

El capítulo 4 aborda la actuación de la Reserva Federal tras la segunda guerra mundial. Como señala Hetzel, desde principios de los cincuenta comienza a aplicarse la política monetaria contracíclica, siendo ésta un instrumento esencial para estabilizar la economía. El control de la inflación se convierte en un objetivo prioritario del Fed y los tipos de interés en un instrumento básico. Y eso se produce en un marco intelectual adverso dominado por las tesis keynesianas que consideraban como instrumento prioritario la política fiscal. Sin embargo, Hetzel argumenta que bajo la administración Eisenhower el consenso entre los *policymakers* sobre la importancia de establecer como objetivo prioritario la estabilidad de precios fue clara. En ese sentido, en su intento de “poner nombre y cara” a las decisiones de política monetaria, analiza el papel determinante de William McChesney Martin y considera que éste de alguna manera “reinventó” la Reserva Federal. Su actuación fue muy similar a la que posteriormente se realizaría en lo que él denomina la era Volcker-Greenspan (V-G). De hecho, el autor considera que muchas de las actuaciones de la era V-G fueron realmente desarrollos de los puntos de vista de William McChesney Martin.

A partir del capítulo 6 se inicia la parte de la historia en la que la inflación se convierte en un problema dominante. El autor analiza el conflicto que surge en los sesenta entre las ideas de Martin y una realidad “hostil”, dominada por la administración Johnson, un presidente populista y que claramente se oponía a la subida de los tipos de interés, y por las fuertes necesidades de financiación de la guerra de Vietnam. Las líneas generales de actuación de Martin se truncaron a partir del momento en que Burns tomó las riendas del Fed. Como intenta demostrar en el capítulo 7, sin despreciar la influencia que tuvo la subida en los precios del petróleo en la inflación, Hetzel insiste en que ya desde los sesenta la política monetaria expansionista, dirigida por Arthur Burns y luego continuada por William Miller, había provocado un aumento sustancial en la inflación. Finalmente el capítulo 9 analiza el funcionamiento del dólar en el marco del sistema de Bretton Woods hasta su desaparición. Los capítulos 10 y 11 cierran el estudio de la Reserva Federal en los setenta durante las administraciones Ford y Carter, respectivamente, y, finalmente, hay un tema general sobre la política económica de la inflación (capítulo 12).

El nuevo cambio en la política monetaria de la Reserva Federal se produce con el nombramiento en 1979 de Paul Volcker, quien tras el paréntesis de Burns y Miller, vuelve a retomar las ideas de Martin sobre la responsabilidad del Fed en la inflación. Con Volcker el control de la inflación se convirtió de nuevo en un objetivo prioritario y recupera el papel de las expectativas, que ya desempeñaron un papel importante en las tesis de Martin. A partir de ese momento se produce también una mayor sofisticación en la aplicación de la política monetaria y la utilización de nuevos instrumentos de control que permiten una mayor estabilidad de la inflación.

La última parte del libro está dedicada al periodo más reciente de inestabilidad financiera que se inicia a mediados de los noventa, con la crisis mexicana de 1994 y la crisis asiática de 1997 que luego se trasladó tanto a Rusia como a América Latina. Bajo su punto de vista, la respuesta del Fed ante esos hechos aumentó la volatilidad de los mercados. Los últimos capítulos discuten con mucha precisión algunos temas generales entre los que destacaría el papel del Fed como generador de inflación o como instrumento efectivo para luchar contra la misma, es decir, si el Fed ha sido *inflation creator* o *inflation fighter* (capítulo 22), o las relaciones entre los shocks monetarios y las variables macroeconómicas (24). Para finalizar, el capítulo 26 resume cuáles son las principales lecciones que se pueden extraer del análisis de casi un siglo de política monetaria en Estados Unidos y que el autor resume en tres: 1) la inflación es básicamente un fenómeno monetario, y su evolución está fuertemente determinada por la actuación de los bancos centrales; 2) la credibilidad del banco central es primordial para estabilizar la inflación; y 3) los bancos centrales deben dejar funcionar el sistema de precios.

Probablemente las conclusiones que obtiene el autor serían menos debatibles si el libro hubiese sido publicado en 2000 y no en 2008. La crisis financiera actual ha provocado un cambio drástico de escenario que lleva a plantearse si realmente la principal función de los bancos centrales debe ser el control de la inflación o si estas instituciones han dejado de lado otras tareas fundamentales, esencialmente la de garantizar la estabilidad financiera. Y eso enlaza con la que, bajo mi punto de vista, puede considerarse la principal crítica del libro que nos ocupa. Hetzel se centra casi con exclusividad en el papel de la Reserva Federal en la instrumentación de la política monetaria y el control de la inflación, y de hecho ése es el título del libro. Eso se explica básicamente por la propia actividad profesional del autor y probablemente sería menos discutible si el libro se hubiese quedado en los años ochenta. Sin embargo, la realidad actual nos muestra que el papel de estas instituciones es más complejo. Aspectos como la necesidad de que los bancos centrales establezcan los mecanismos necesarios para garantizar la estabilidad y el buen funcionamiento del sistema bancario apenas son mencionados en el texto, incluso cuando se explica la Gran Depresión o, más recientemente, la crisis de 1997, que tuvo implicaciones no sólo en los países asiáticos sino en el resto del mundo. El contexto actual muestra que la estabilidad de precios no es suficiente para garantizar la estabilidad macroeconómica y, por tanto, es necesario redefinir las funciones de los bancos centrales. Incluso es probable que haya que volver a precisar también los elementos que deben guiar la formulación de la política monetaria. Aspectos tales como las expansiones crediticias o las subidas de precios o burbujas de determinados activos probablemente deberán ser tenidos en cuenta en un futuro a la hora de diseñar las medidas a adoptar por parte de los bancos centrales.

A pesar de esta focalización del papel de la Reserva Federal en las cuestiones exclusivamente monetarias, especialmente en el control de la inflación, en detrimento de las bancarias y financieras, la lectura de este libro es altamente recomendable. Ofrece una perspectiva diferente sobre la historia de la Reserva Federal y realiza un loable intento de contextualizar las decisiones de política monetaria adoptadas por el Fed durante más de un siglo. Además, es de gran relevancia conocer con detalle el origen y evolución de los principales bancos centrales en un momento en que la discusión sobre cuáles deben ser las funciones de estas instituciones debería ser un tema prioritario.