

Agenda para la Reforma Monetaria

An agenda for Monetary Reform

Jane D'Arista *

Resumen

El papel de la política monetaria en la creación de las condiciones que culminaron en la crisis actual y el fracaso de los esfuerzos de la Fed para descongelar el crédito en 2008 y 2009 son componentes críticos en el análisis que se requiere como fundamento para el contexto de reforma. Esta colaboración argumenta que la conexión entre la liquidez excedente, el crecimiento de la deuda, las burbujas de activos creadas por la deuda y la crisis financiera que se generó, son desenlaces de los fracasos en la política monetaria y regulatoria, que reflejan un debilitamiento substancial en la habilidad de la Fed de instrumentar iniciativas contra cíclicas. Se argumenta que el grado de efectividad de la política monetaria puede -y debe- ser restaurada y se propone un nuevo sistema de manejo de reservas que puede acceder a reservas contra activos y no contra depósitos y que aplica requerimientos de reservas a todos segmentos del sector financiero. Se concluye que un cambio en el sistema actual de implementación de la política monetaria es necesario para terminar con la contracción crediticia, confrontar el impacto de la crisis actual sobre el sector financiero y la economía y asegurar el éxito de cualquier estímulo fiscal que se emprenda.

Palabras Clave: Finanzas Internacionales, Acuerdos Monetarios Internacionales, Deuda Externa

Abstract

The role played by monetary policy in creating the conditions that culminated in the current crisis and the failure of the Fed's efforts to end the credit freeze in 2008 are critical components of the analysis needed as a backdrop for reform. This paper argues that the link between excess liquidity, the buildup in debt, the asset bubbles that debt created and the financial crisis that followed are outcomes of monetary as well as regulatory policy failures; that they reflect a substantial weakening in the Fed's ability to implement countercyclical initiatives. It argues that the effectiveness of monetary policy can -and must- be restored and proposes a new system of reserve management that assesses reserves against assets rather than deposits and applies reserve requirements to all segments of the financial sector. It concludes that a change in the current system for implementing monetary policy is needed to end the credit crunch, address the impact of the current crisis on the financial sector and the economy and ensure the success of any fiscal stimulus that will be undertaken.

Key Words: International Finance, Monetary International Agreements, External Debt

Introducción

Después de la erupción de la crisis de hipotecas *subprime* en el verano de 2007, las críticas acerca de las políticas pasadas y presentes, de la Reserva Federal (Fed) se hicieron más frecuentes.

* Political Economic Research Institute, Estados Unidos. Correo electrónico: jane.darista@snet.net. Este trabajo es una versión revisada de la ponencia presentada en el Financial Markets Center en 2002 (*Rebuilding the Transmission System for Monetary Policy*) y también presentada en la 17 Conferencia Anual Hyman P. Minsky en el Levy Economics Institute, Bard College, Abril 17, 2008. Traducción al español de Wesley Marshall y Eugenia Correa.

En diciembre de 2007, las propuestas tardías de la Fed de regular a todos los prestamistas hipotecarios sugirieron que estaba actuando en la forma proverbial de “cerrar la puerta del establo una vez que los caballos ya huyeron”. El que no hubiera pensado que tales restricciones eran necesarias anteriormente, parecía evidenciar su compromiso ideológico con la desregulación en vez de una evaluación pragmática de los hechos que podían causar disturbios en el mercado y fragilidad sistémica.

Pero los compromisos ideológicos de la Fed se extendieron más allá de su incumplimiento en observar y controlar prácticas bancarias imprudentes y el fraude. Las autoridades de la Fed también ignoraron las formas en las cuales la política monetaria en sí ha perdido la habilidad de estabilizar a los mercados financieros y a la economía que estos mercados deben servir. La influencia monetaria de la Fed se debilitó conforme a su elección de defender a la desregulación e innovación y de otorgar a las fuerzas del mercado un papel mayor en la determinación de la expansión crediticia. No prestó atención a la forma en que los flujos de capital extranjero entrantes inflaron la oferta de crédito e ignoró la explosión de deuda que produjo la expansión desenfrenada de crédito. Y, mientras la deuda se iba a la alza, la Fed ignoró las burbujas de activos que ésta creaba.

También fueron ignorados los cambios críticos en la estructura de los mercados financieros que erosionaron la efectividad de las herramientas monetarias utilizadas para transmitir las iniciativas de política hacia la economía real. En vez de restaurar su habilidad de ejercer una influencia directa sobre la expansión y contracción de crédito, la Fed se adhirió a herramientas y políticas anticuadas de manera que se hizo cada vez más contraproducente. Sus acciones tendieron a exacerbar el comportamiento cíclico en mercados financieros en vez de ejercer una influencia contracíclica. Y más aún, como quedó demostrado con su rescate de Bear Stearns

durante el fin de semana de Marzo 15-16, 2008, la Fed no estaba preparada para enfrentar una crisis sistémica. A lo largo del 2008, luchaba para actuar de forma sistémica, juntándose con el Tesoro en una serie de improvisaciones inconsistentes y a veces frenéticas. Como resultado, se ha vuelto cada vez más necesario preguntar si el banco central ha contribuido a la inestabilidad, y en este caso, qué se puede hacer para reconstruir un rumbo constructivo para la política monetaria.

Este trabajo argumenta que la efectividad de la política monetaria puede – y debe ser – restaurada para enfrentar el impacto de la crisis de las hipotecas *subprime* y el *credit crunch* sobre el sector financiero y el resto de la economía. Propone un nuevo sistema de manejo de reservas que contempla reservas contra activos en vez de depósitos y aplica requerimientos de reservas a todos los segmentos del sector financiero. Este nuevo acercamiento incrementaría la habilidad de la Fed de responder a contracciones y expansiones de crédito porque sería instrumentado al proveer (o al quitar) pasivos que no generan interés a cambio de compras (o ventas) de activos de los balances del sector financiero. En momentos de contracción, por ejemplo, las compras de activos por el banco central a cambio de pasivos *gratis* lograrían de forma más efectiva lo que la Fed está actualmente intentando hacer: frenar la venta de activos que empuja precios hacia la baja y erosiona el capital de las instituciones financieras. Quitando activos y proveyendo pasivos que no generan interés promovería que las instituciones equilibren sus balances al prestar o expandir sus tenencias.

Además, la expansión de los requerimientos de reservas permitiría que todas las instituciones pudieran acceder a sus cuentas de reservas con la Fed para realizar pagos entre sí. Restaurar un canal, públicamente garantizado, para las transacciones entre el sistema

apaciguará preocupaciones sobre el riesgo compartido y ayudaría a restaurar la confianza en los mercados financieros. Además, una oferta de nuevos pasivos sin costo por parte del banco central haría posible que instituciones individuales registren minusvalías o reestructuren los términos de préstamos o activos para cambiarlos por activos más sólidos -una herramienta monetaria nueva y poderosa que ayudaría a disminuir la fuerza destructiva de la crisis actual tanto para prestatarios como para prestamistas.

La primera sección del artículo examina cómo la política monetaria contribuyó a las burbujas de activos, en específico, cómo la liquidez excedente generada por la Fed, cuando la economía no respondió a sus iniciativas, creó incentivos para mayores niveles de apalancamiento y endeudamiento. La sección siguiente describe los cambios en la estructura financiera que han reducido el apalancamiento de la Fed, disminuyendo su habilidad de transmitir sus políticas a la economía real y erosionando su mandato de estabilidad. La tercera sección propone un régimen sistémico de reservas que graba reservas contra activos como un modelo viable para la reconstrucción de mecanismos de transmisión efectivos de la política monetaria. El argumento que sigue describe los cambios que serán necesarios para implementar un modelo de este tipo y describe sus ventajas y desventajas.

La política monetaria abrió el camino a la crisis

Liquidez, crecimiento de crédito y burbujas de activos: En febrero de 2005, Alan Greenspan – el entonces presidente del Comité de la Reserva Federal – le dijo al Comité Bancario del Senado que le sorprendió que las tasas de interés de largo plazo habían caído a un punto más bajo de donde se encontraban cuando la Fed empezó a subir su tasa de corto plazo en 2004. Él señaló que había habido descensos similares en las tasas de largo plazo en Europa y en otros países y concluyó que, “por el momento, el comportamiento

ampliamente inesperado de los mercados mundiales sigue siendo un adivinanza.” (Greenspan 2005).

Para algunos analistas, tales sucesos no fueron sorprendentes. Ellos vieron las tasas de largo plazo decrecientes como un desenlace inevitable de las decisiones de política monetaria iniciada en 2000, las cuales habían inundado los mercados globales y de Estados Unidos (EU) con una liquidez excedente. Después del colapso de los mayores bolsas mundiales, la Fed se había preocupado por la respuesta floja de la economía al estímulo y por la deflación potencial. Para atender a esas preocupaciones, se mantenía una tasas de fondos Federales nominal en un uno por ciento a partir de junio 2003 y por todo 2004 al generar un flujo continuo de liquidez que empujó a la tasa real de interés a territorio negativo durante el periodo. Conforme el llamado “búsqueda de renta” de los inversionistas se intensificaba en el ambiente de bajas tasas de interés, el aumento sin precedente de la disponibilidad de financiamiento provocó mayores cantidades de especulación apalancada en la forma de *carry trades*. Con ello, el efecto de pedir prestado a plazos cortos con tasas bajas es hacer bajar las tasas de los activos de mayor plazo y más rentables en los cuales están invertidos los fondos.

La liquidez excedente también se reflejó en otras dos características de las condiciones de mercado que mencionó Greenspan: primas de riesgo más estrechas y estándares de crédito más relajados. De hecho, lo que fue sorprendente del testimonio del presidente fue su silencio sobre el tema de la liquidez, la cual, a final de cuentas, es lo que los bancos centrales crean y restringen en su búsqueda de la estabilidad de precios. En contraste, el director gerente y miembros del personal del Banco Internacional de Pagos (BIS, por sus siglas en inglés) argumentaron en su *Reporte Anual* de Junio de 2004 que había una conexión directa

entre las políticas monetarias acomodaticias de los países del G-3 (EU, la zona euro, y Japón) y la creciente liquidez en los mercados financieros globales. El reporte señaló las medidas cuantitativas como la base monetaria, el dinero amplio y el crédito al sector privado – todo lo cual se había expandido rápidamente desde 1999 en un gran número de países – como evidencia clara del crecimiento de liquidez excepcional. Además, en 2003, el BIS había criticado específicamente a la Fed por haber creado una situación en la cual una contracción potencial en la economía estadounidense podría volverse más severa debido al crecimiento de deuda doméstica promovida por la laxitud monetaria. También había advertido sobre el incremento de la especulación, señalando un mayor nivel de apalancamiento en el sistema financiero doméstico e internacional en 2002 que estaba alimentando la expansión crediticia. Además, se publicó una investigación que estableció una conexión entre las burbujas de activos y el crecimiento crediticio excesivo. (BIS 2002, 2003, 2004; Borio and Lowe 2002)

Menos de un mes después de la confesión de la confusión de Greenspan, un desplome en los mercados de bonos se presentó como un *stress test* para un círculo cada vez mayor de inversionistas apalancados. Pero, ignorando las precauciones del BIS, la Fed y otros grandes bancos centrales no hicieron ningún intento de confrontar la preocupante conexión entre la liquidez excedente y la especulación financiada por la deuda. De hecho, esa conexión entre la liquidez y el crecimiento de crédito había aparentemente escapado de su vista. Ignorantes en eslabón final de esta cadena – las burbujas de activos infladas por deuda- y adormecidos por los indicadores estables de los precios mayoristas y minoristas, los bancos centrales no tomaron ninguna acción para enfrentar la inflación de los precios de activos.

Flujos de capital, el apalancamiento especulativo y la expansión crediticia: Grandes flujos de capital procíclicos jugaron un papel importante en el debilitamiento del impacto de cambios en la tasa de referencia sobre los sucesos en los mercados financieros y en la economía real. Como se ha señalado, subir la tasa de referencia de corto plazo no logró frenar la caída en las tasas de interés de largo plazo en 2004 o evitar una inundación de nuevos préstamos en 2005 y 2006. Pero los esfuerzos de la Fed de implementar una estrategia contracíclica ya había fracasado en períodos anteriores. Durante la recesión a principios de los 1990s, por ejemplo, una parte relativa pequeña de la gran infusión de liquidez desde la Fed fue transmitida a la economía real. La Fed había bajado las tasas de interés exitosamente pero la búsqueda de mayores rentas por tenedores nacionales y extranjeros de activos estadounidenses había provocado una fuga de capitales -sobre todo a México- que extendió la recesión. El crecimiento crediticio reinició cuando la Fed subió las tasas de interés en marzo de 1994 y los inversionistas estadounidenses y extranjeros regresaron a activos estadounidenses, dejando a México en crisis.

Hacia mediados de los noventa, el crecimiento de las estrategias internacionales del *carry trade* había subvertido aun más la habilidad de la Fed y de otros bancos centrales de expandir o restringir la transmisión de liquidez a sus economías nacionales¹. Tales estrategias, provocadas por los diferenciales entre las tasas de interés de activos denominados en divisas diferentes, incrementaron la cantidad de apalancamiento especulativo por instituciones financieras y alimentaron otra serie de burbujas de activos para sumarse a la serie de éstas que empezó en Japón durante los 1980s, transitando por los mercados emergentes en los 1990s y que comienzan a afligir a US y otras economías avanzadas

¹ Bajas tasas de interés en un mercado nacional proveyeron un incentivo para estrategias de *carry trades* que usaron préstamos en esa divisa para financiar inversiones en activos más rentables denominados en otras divisas.

al principio del nuevo siglo. El patrón que se ha desarrollado durante las últimas dos décadas sugiere que depender de cambios en tasas de interés como la principal herramienta de la política monetaria puede desencadenar flujos de capitales procíclicos que suelen invertir los resultados esperados de la acción tomada. Como resultado, la política monetaria ya no puede desempeñar de forma confiable su función contra cíclica -su razón de ser- y sus intentos de hacerlo pueden hasta exacerbar la inestabilidad.

A lo largo de 2004 y 2005, los préstamos llegaron a proporciones masivas tanto en US como en el extranjero. Los incrementos paulatinos en las tasas de referencia de la Fed no tenían efectos calmantes sobre los niveles crecientes de deuda. De hecho, éstos estimularon llegadas de capitales privados extranjeros a activos en dólares en US y en el extranjero, al alentar estrategias de *carry trade* basadas en pedir prestado yenes a bajas tasas de interés para comprar activos más rentables en dólares. La especulación creciente fue reflejada en un crecimiento sin precedentes de préstamos en mercados bancarios externos, la gran mayoría de los cuales fueron canalizados a instituciones financieras y utilizados para la toma de posiciones de bancos comerciales y de inversión y de *hedge funds* (BIS 2005, 2006).

Con los flujos de capitales entrando a EU en 2005 subiendo al doble de la cantidad necesaria para financiar el déficit de cuenta corriente, EU asumió una función de centro financiero para los mercados financieros. Los flujos excedentes hacia activos en dólares provocaron grandes flujos hacia afuera en la forma de inversión en activos más rentables de mercados emergentes (U.S. Department of Commerce, 2006). Si bien los excedentes de dólares de inversiones extranjeras juntos con los excedentes de sus cuentas corrientes inundaron sus mercados, los bancos centrales en esos países respondieron con la compra de dólares para frenar su conversión a divisas locales. Aunque la estrategia de intervención

esterilizadora ayudó a evitar un crecimiento de liquidez doméstica, también evitó la apreciación de sus divisas.

Pero, frente a la necesidad de invertir los dólares que habían adquirido, los países emergentes compraron bonos del tesoro estadounidense y otros activos en dólares y re-exportaron el problema a EU. La acumulación de reservas en dólares por esos países aumentaron las condiciones altamente líquidas de los mercados financieros estadounidenses, presionando a la baja las tasas de interés de mediano y largo plazo y alentando otra ronda de flujos de capital de los EU hacia los mercados emergentes y también el creciente atasco de préstamos de los residentes de EU. Aunque 2005 fue un año extraordinario en términos de creciente liquidez y deuda, el patrón de flujos de capitales que se reflejó no fue único a ese año. Si bien los préstamos extranjeros netos en mercados de crédito estadounidense rondaron el 15% de la oferta de fondos de mediados de los noventa hasta 2007 (Federal Reserve *Flow of Funds*) la llegada de la laxitud monetaria después de 2001 introdujo una nueva dinámica: la generación de liquidez mediante los efectos de derrame de los flujos internacionales de inversiones apalancadas. La naturaleza circular de estos flujos constituyó un escenario de aprendiz de mago que fue destinado a llegar a la crisis cuando la incertidumbre, de cualquier causa, amenazara la necesidad de fondeo del altamente apalancado sector financiero.

Mientras tanto, los crecientes niveles de deuda de los sectores financieros y no financieros amenazaban con romper las burbujas de activos que ellos habían creado. La burbuja inmobiliaria que ya se evidenciaba en EU y que se rompió en la segunda mitad de 2007 fue alimentada por el crecimiento extraordinario de la deuda, con el crédito vigente llegando a 352.6 por ciento del PIB a finales de 2007, desde 255.3 % en 1997. El crecimiento en la deuda de los

hogares durante la misma década (de 66.1 a 99.9 % del PIB) fue un indicador clave tanto de la burbuja de la deuda tanto como la amenaza creciente que representaba para el gasto futuro, debido a que el servicio de la deuda ganaba una mayor porción de los ingresos disponibles. Pero el suceso más dramático fue el brinco en la deuda del sector financiero, del 63.8 % al 113.8 % del PIB en la misma década (Federal Reserve *Flow of Funds*). Si bien los mayores niveles de préstamos tomados por las instituciones financieras señalaron mayor especulación, también reflejaron las nuevas estrategias de fondeo adoptadas por un sistema financiero profundamente transformado. Estos cambios y sus implicaciones para la implantación de la política monetaria constituyeron otro suceso crítico que fue ignorado por la Fed.

Falla del mecanismo de transmisión de la política monetaria

El ahorro se traslada desde la banca hacia los inversionistas institucionales: Durante los últimos 30 años, el traslado de los ahorros de los hogares de bancos hacia los fondos mutuales y de pensiones y otras agrupaciones de inversiones institucionales ha transformado el sistema financiero de EU. Entre 1997 y al final de 2007, los activos de todas las instituciones de depósitos cayeron de 56.3 % a 23.7 % del total de los activos del sector financiero. A la vez, alentados en parte por los requerimientos de fondeo de la ley de Seguridad de Ingresos de Jubilación de los Trabajadores de 1974, los activos de los fondos mutuos y de pensión subieron del 21.0 % al 37.8 %, de manera que estas agrupaciones de inversiones institucionales llegaron a proveer el canal dominante para los flujos de inversión y ahorro de los hogares ². Al terminar el año 2007, los fondos de pensión mantenían 10.7 billones de dólares (bdd) de activos financieros (incluyendo acciones) y las tenencias

² Los activos combinados de los fondos mutuos y los fondos de pensión como porción de los activos de los activos del sector financiero fueron de hecho mayores en 1997 (42.3%) cuando los activos de los fondos de pensiones fueron el 25.7 % del total, que en 2007 cuando las tenencias de los fondos de pensiones cayeron al 18.5%.

de los fondos mutuos, incluyendo activos en los mercados de dinero, bonos y acciones sumaron 11.2 bdd. En contraste, los activos totales de los bancos comerciales, las instituciones de ahorro y las uniones de crédito equivalieron a \$13.7 bdd (Federal Reserve *Flow of Funds*).

El ahorro va hacia los mercados de capitales: Dado que los activos principales de los inversionistas institucionales son títulos, el traslado de los ahorros individuales de los bancos a los fondos de pensiones y a los fondos mutuos produjo un incremento simétrico en los préstamos tomados por las empresas mediante los mercados de capitales. Los flujos de crédito a los individuos también llegaron a los mercados de capitales en la medida en que los originadores de hipotecas como bancos y agentes hipotecarios agruparon hipotecas individuales y vendieron títulos basados en el conjunto de hipotecas a inversionistas. Las empresas con soporte público (government-sponsored enterprises GSEs) -Fannie Mae, Freddie Mac y los paquetes hipotecarios relacionados con el gobierno Federal- jugaron un papel importante en facilitar el proceso de titulación. Mientras tanto, los emisores de títulos respaldados por activos (ABS, por sus siglas en inglés) emplearon técnicas de titulación para financiar préstamos de autos y otras cuentas pendientes de los consumidores. En el periodo de veinte años entre 1987 y 2007, los activos de las GSEs y las agrupaciones de hipotecas -principalmente tenencias de hipotecas de viviendas de familias individuales- subieron de 1.0 bdd a 7.6 bdd mientras los activos de emisores de ABS brincaron de 118.3 miles de millones de dólares (mmdd) a 4.2 bdd (Federal Reserve *Flow of Funds*).

La conexión entre la política y la economía real se debilita: Tales cambios en los flujos de ahorro y crédito han alterado radicalmente la forma en que el sector financiero funciona, reduciendo el papel

de los préstamos directos a favor del comercio, inversión, y manejo de activos. El impacto sobre la transmisión de las iniciativas de política monetaria ha sido profundo y ya era evidente en 1993. En ese momento, el entonces presidente de la Fed Alan Greenspan notó que “el efecto bastante directo que las operaciones de mercado abierto tenían sobre los flujos de crédito hacia negocios y la construcción de viviendas ya se ha disipado en gran medida”, debido al reducido papel de los bancos, el incremento de ahorros canalizados a los inversionistas institucionales y el crecimiento de la titulación. Aunque Greenspan planteó que “la Reserva Federal todavía puede afectar a tasas de interés en el corto plazo, y entonces tiene un impacto sobre el costo de pedir prestado a bancos, a otros intermediarios, y directamente en los mercados de capitales.” Él reconoció que “este efecto puede ser más indirecto, puede tardar más, y puede requerir de movimientos mayores en las tasas para tener un efecto dado sobre la producción” (Greenspan 1993, p.3)³.

El cambio hacia controles basados en el mercado: Los eventos posteriores han subrayado lo cierto de estas declaraciones. En los casi 15 años desde que fueron hechas, sin embargo, los mayores bancos centrales no han tomado ninguna medida para mejorar el mecanismos de transmisión. Al contrario, apoyaron más innovación y desregulación y promovieron la idea de que las soluciones basadas en el mercado -el acuerdo de Basilea sobre los requerimientos de capital, por ejemplo- podría reemplazar los controles cuantitativos (requerimientos de reservas y liquidez, límites a los préstamos y controles de capitales) que los proponentes de liberalización habían querido quitar. En EU, los requerimientos de reservas no se han eliminado, pero se han bajado substancialmente y fueron aún más debilitados, dado que los

³ Durante la misma conferencia en 1993, el ex-vicepresidente del Bundesbank Hans Tietmeyer asumió una posición menos optimista, argumentando que: “...cambios en los mercados financieros han hecho más difícil para las autoridades monetarias cumplir con su mandato de estabilidad...En un número de países, la innovación financiera y la desregulación han distorsionado las metas intermediarios usadas en el conducto de la política monetaria y han alterado los mecanismos de transmisión entre la política monetaria y la economía real” (Tietmeyer 1993, p.407).

bancos reemplazaron los depósitos con fondos prestados y utilizaron *sweep accounts*⁴ y otras estrategias para disminuir el costo de mantener reservas que no generan intereses en sus balances.

Como estrategia de asegurar que las fuerzas del mercado, y no las regulaciones y controles de cantidad, determinarían el volumen de los préstamos bancarios, los requerimientos de capital se volvieron la justificación principal para la desregulación. Pero éstas han llegado a representar el talón de Aquiles porque enfocan la institución individual y no el sistema en su totalidad. William R. White describe esa “falacia de composición” como una que puede exacerbar un problema sistémico cuando las recomendaciones para la venta de activos hechas por una institución en medio de una situación estresante podrían reducir los precios y el valor de activos restantes, dejando a otras instituciones más débiles (White 2007, p.83). Otro problema es que los mercados inevitablemente proveen más capital durante una expansión y menos durante una contracción. Como reconoció el BIS en 2002, los requerimientos de capital imponen un fuerte sesgo procíclico sobre el crédito bancario. Además, bajo el acuerdo de Basilea II, la ponderación de los riesgos crediticios se incrementa durante una contracción –deprimiendo la disponibilidad e incrementando el precio de crédito –mientras lo contrario ocurre durante una expansión (BIS 2002).

El colchón monetario faltante: Pero estas críticas al acuerdo de Basilea II no previeron los problemas que surgirían en los bancos y en los no bancos, en un sistema basado en el mercado en el cual el capital es el colchón primario contra los disturbios sistémicos. Debido al hecho de que una porción creciente de los activos de los mercados de crédito se convirtieron en instrumentos comerciables, la presión inexorable que las reglas de intercambio imponen sobre

⁴ Se trata de cuentas bancarias de alta liquidez que generan intereses. (N.T.)

el capital cuando los precios de activos se caen se hizo muy evidente durante 2008. Si los activos están valorizados a precios del mercado, las pérdidas se cobran contra el capital y se agota el capital. Si las tenencias están apalancadas, la entrega de colateral acelera el proceso. Después de Bear Stearns, los colapsos de Lehman Brothers y AIG, la evidencia de alto apalancamiento en el sistema -incluyendo los derivados y las posiciones fuera del balance de los bancos en vehículos especiales de inversión- fue una indicación clara de que las estrategias de la Fed para proveer liquidez no serían suficientes para moderar la presión continua sobre los precios de activos o frenar la erosión del capital.

Desde 2002 no podía haber duda que la capacidad de la Fed de llevar a cabo una iniciativa monetaria contracíclica eficaz -la contribución verdaderamente monumental a la política macroeconómica que la misma Fed había iniciado en la primera mitad del siglo veinte (D'Arista 1994)- estaba en la lona. En 1913, el comportamiento de extremos altos y bajos en el sector financiero había concretado la voluntad política para superar las objeciones de los bancos al crear un Sistema de Reservas Federal para mantener un monto de reservas necesaria para servir como colchón para el sistema bancario y la economía. Entrando el año 1951 -un momento en el cual las instituciones de depósitos detentaron el 65% de los activos y pasivos del sistema financiero -la balanza de reservas equivalían al 11.3% de los depósitos bancarios y representaban un colchón excepcionalmente cómodo para el sistema financiero, así contribuyeron a la estabilidad económica y financiera que disfrutó US hasta mediados de los sesenta. (Federal Reserve *Flow of Funds*).

Sin embargo, en 2001 la balanza de reservas se había encogido al llegar al 0.2% de los depósitos bancarios y la porción de activos y pasivos bancarios dentro del sistema financiero había caído a menos de la mitad registrada durante los cincuenta (Federal

Reserve *Flow of Fund*). Tanto la desesperación de la hegemonía financiera de los bancos y la desesperación de su balanza de reservas indican los alcances de la erosión de la capacidad de la Fed de ejercer un efecto directo sobre el crédito bancario y el crecimiento crediticio mediante los nuevos canales que se han vuelto dominantes. La pérdida de un impacto directo sobre el crédito, a su vez, le quitó a la Fed el poder necesario para emprender estrategias contracíclicas efectivas.

A la vez, la reintroducción de un sistema financiero desregulado y procíclico, producto de la presión de los banqueros en las últimas décadas del siglo XX, resultó en una crisis financiera, todavía en marcha, que está probando la habilidad de la Fed de prevenir una merma significativa del capital del sector financiero. Cuando las presiones generadas por la crisis derramaron sobre las hojas de balance de las inversionistas institucionales, empresas y hogares, las fuentes potenciales para la recuperación de capital se estrecharon. Así, la decisión del Tesoro de usar fondos del programa de TARP para proveer capital adicional a los bancos provocó una estampida de conversiones de no bancos a conglomerados bancarios (*bank holding companies*).

Pero el enfoque en la reconstrucción de capital pasó por alto el hecho de que, a menos que las infusiones de liquidez de la Fed empiecen a restaurar confianza y el flujo de crédito, la licuación del capital del sistema financiero probablemente seguirá, llevando a las acciones preferentes del Tesoro (y los contribuyentes) consigo. Lo que se necesita es un colchón contracíclico como el que proveen las reservas -un colchón que se puede inflar y desinflar a través del canal monetario. La inhabilidad de la Fed de reconstruir un colchón efectivo de liquidez para proteger el capital ha intensificado el problema.

Restaurar estrategias financieras y monetarias contracíclicas

La agenda del BIS: En su *Reporte Anual* de junio 2005, el BIS propuso un nuevo marco para la estabilización macroprudencial que fuertemente promueve las técnicas contracíclicas para instrumentar políticas regulatorias y monetarias. El marco propuesto reintroduciría medidas cuantitativas como requerimientos de liquidez, proporciones de préstamo-valor, requerimientos de colateral, y periodos más cortos de pagos ⁵. También establecería normas prudenciales en relación al crecimiento de crédito o a los precios de activos, como argumentó el economista del BIS, William R. White, "... usar los datos monetarios y crediticios para resistir los excesos financieros en general, y no la presión inflacionaria en particular." (White 2007, p. 81) ⁶. Esto es una agenda ambiciosa y admirable que representa un giro de 180 grados de las prácticas desreguladoras y de metas de inflación puestas en práctica durante las últimas décadas después del surgimiento de la ideología de libre mercado. Pero, como propuesta de restaurar estrategias contracíclicas efectivas, quedó corta de lo más necesario. Las medidas cuantitativas recomendadas aplicarían solamente a los bancos y no a otros sectores financieros. Además, estos mecanismos tratan principalmente con las reglas sobre préstamos a prestatarios no financieros, y no sus pares financieros. Ellos entonces hacen caso omiso de los asuntos y amenazas sistémicas que han emergido como resultado de los cambios en la estructura financiera: el creciente y aumentado papel de sectores no bancarios en la canalización de ahorro y crédito; las conexiones extensivas entre todos los sectores financieros que resultan de los cambios en las estrategias de fondeo; el creciente apalancamiento y el uso de derivados para minimizar los riesgos; y la proliferación de mercados opacos y no públicos que operan sin

⁵ Esta es una propuesta mucho más amplia que la propuesta modesta y tardíamente hecha para los prestamistas hipotecarios por la FED en diciembre de 2007 (Andrews 2007).

⁶ White vio el ambiente político en el momento como un parteaguas intelectual y describió abiertamente los obstáculos profesionales, institucionales y políticos a la reforma del tamaño de la propuesta por el BIS (White 2007).

información puntal sobre el precio de transacciones y el volumen de intercambio. Un nuevo marco de políticas debe tomar en cuenta todos esos cambios para ser efectivo.

Un acercamiento alternativo y sistémico: ningún escenario plausible sugiere que los bancos puedan recuperar su papel una vez hegemónico en la creación de crédito. Y ninguna serie de eventos probable promete disminuir sustancialmente la influencia de los inversionistas institucionales y los flujos de capital sobre la expansión del crédito. Como resultado, cualquier esfuerzo práctico de reconstruir efectivas estrategias contracíclicas de corte monetario y financiero debe establecer nuevos canales para ejercer el control monetario y regulatorio sobre *todas* las instituciones financieras. Dicho de forma sencilla, los bancos ya no pueden cargar solos la función de transmisión que conecta el sector financiero y real, y las firmas financieras no bancarios no pueden participar de forma significativa en la transmisión de políticas económicas si ellas no están bajo la influencia directa del banco central.

¿Cómo se podrá inaugurar un sistema así? La amplia inclusión de la Fed de todos los prestamistas hipotecarios, regulados por los estados o por el gobierno Federal, bajo las regulaciones propuestas que emitió en diciembre de 2007, es un precedente importante para la introducción de requerimientos sistémicos, y reconoce que la omisión de cualquier segmento institucional violaría el intento de su acción (Andrews 2007). Un acercamiento sistémico podría usar la definición de actividades consideradas como financieras cuya naturaleza están incluídas en la ley de Gramm-Leach- Bliley de 1999 y aplicar las mismas estrategias regulatorias y monetarias a todas las entidades involucradas en la función dada para moderar el

auge y la caída en el crecimiento crediticio⁷. El primer paso sería extender la influencia del banco central sobre el sistema financiero interno al imponer requerimientos de reservas sobre todos los sectores e instituciones.

Crear un sistema de reserva con objetivos en el cambio de activos y no de pasivos: poner a las instituciones que no captan depósitos bajo el control monetario de la Fed requiere de significativos ajustes a la estructura de la reserva creada específicamente para acomodar el papel único de los bancos en el sistema financiero. A pesar de su creciente dominación en la canalización del crédito, los intermediarios financieros no bancarios no están diseñados para comprometerse en la creación de dinero. A diferencia de los bancos, ellos no crean nuevos pasivos para los clientes cuando ellos hacen préstamos o agregan activos. Más aún, los pasivos de los inversionistas institucionales tales como los fondos de pensión o las compañías de seguro están en contratos de largo plazo, de tal forma que la imposición de requerimientos de reserva resulta impráctico. En resumen, el actual sistema basado en los pasivos no permite a los bancos centrales crear y extinguir reservas de las empresas financieras no bancarias.

Si bien la propuesta aquí planteada difiere de las primeras estrategias que tenía su objetivo en los activos, el concepto de tenencia de reservas contra activos no es nuevo⁸. Thomas Palley ofrece una completa exploración sobre las ventajas de un requerimiento de reservas basado en activos como un instrumento de las políticas de estabilización y subraya que el concepto actualmente comprende un conjunto de experiencias reales, incluyendo el actual modelo de regulación estadounidense sobre

⁷ Los requerimientos necesarios para implementar estas estrategias podrían ser impuestos solamente sobre aquellas porciones de la empresa comprometida en actividades financieras pero no para aquellas porciones involucradas en operaciones no financieras. Producir esta distinción podría fortalecer la separación crucial entre banca y comercio y evitar que las entidades comerciales tengan demandas de liquidez inmediata sobre el prestamista de última instancia.

⁸ Para otra discusión de los requerimientos de reservas basado en activos, véase Thurow (1972) Pollin (1993) y D'Arista y Schlesinger (1993).

los seguros. (Palley, 2000, 2003)⁹. Más aún, los requerimientos de liquidez propuestos por el BIS y las sugerencias de que los requerimientos de margen sea extendidos a los activos en el caso de activos diferentes de las acciones también son un ejemplo de los instrumentos monetarios cuantitativos dirigidos a los activos.

La experiencia de los países europeos durante la era de Bretton Woods ofrece ejemplos adicionales de sistemas de reserva basados en los activos -algunos diseñados para controlar la expansión crediticia, otros para proteger sectores claves de excesos del ciclo¹⁰ y otros para aumentar los flujos crediticias a sectores privilegiados. Recién en 1979, la Fed, impuso requerimientos de reservas sobre los préstamos de filiales extranjeros de bancos estadounidenses a sus matrices para frenar el incremento de crédito doméstico generado por esta fuente de financiamiento. Cuando se aplican a instituciones financieras no bancarias, estos sistemas previos, basados en activos, fueron utilizados para instrumentar estrategias de reparto. Requirieron a instituciones no bancarios para mantener reservas en el lado activo de sus hojas de balance como los bancos hacen actualmente. Reservas no generadoras de interés podían volverse activos ganadores de interés por las instituciones no bancarias solamente si fueran préstamos a sectores privilegiados (vivienda, exportaciones, turismo). Si no prestaban a sectores privilegiados, las instituciones no bancarias tenían que mantener las reservas como préstamos no generadores de interés al banco central.

⁹ Aunque se imponen requerimientos de reservas sobre los aseguradores con propósitos de solidez financiera (en vez de la conducción de política monetaria) y están mantenidos por las firmas en sí (en vez de una agencia pública), éstos todavía ilustran la viabilidad de clasificar los activos de inversionistas institucionales e imponer requerimientos de reservas de forma sistémica.

¹⁰ Por ejemplo, Suecia les requirió a todos sectores financieros mantener un porcentaje de su cartera total en activos relacionados a la vivienda. Las instituciones que no otorgaban préstamos hipotecarios podrían alcanzar a estos requerimientos al comprar los pasivos de las que sí los otorgaban. Las firmas financieras que no alcanzaron el porcentaje requerido tenían que registrar lo faltante en sus balances como reservas. En efecto otorgando un préstamo sin interés al gobierno en vez de otorgar un préstamo generador de interés al sector de vivienda. Estrategias parecidas con otros fines fueron usados en Holanda, Inglaterra, Italia, Suiza y Francia (U.S. House of Representatives, 1972, 1976).

Las estrategias basadas en reservas que intentan expandir o reducir el crecimiento crediticio, normalmente fueron aplicadas a los bancos. En el caso de los préstamos de las filiales extranjeras a los bancos estadounidenses, los requerimientos de reservas no fueron efectivos para contener el crecimiento crediticio, dado que no podían cubrir los préstamos de matrices de bancos extranjeros a sus filiales en EU. Sin embargo, estas estrategias fueron generalmente efectivas dentro de economías nacionales en períodos anteriores y hasta podían ser efectivas en EU en los casos de burbujas crediticias alimentadas por la banca. Por ejemplo, una imposición de requerimientos de reservas basadas en activos sobre las hipotecas comerciales de los bancos durante los finales de los ochenta, cuando tales préstamos subían a un ritmo más allá del 20% anual en bancos de Nueva Inglaterra, tal vez hubiera evitado el colapso en precios que le siguió.

Sin embargo, a finales de los noventa, los requerimientos de reservas basados en activos no podían utilizarse para desinflar la burbuja en acciones de alta tecnología sin imponerlos sobre instituciones no bancarias debido al hecho de que los bancos no mantienen acciones en sus hojas de balance. Además, esta estrategia no pudo haber desinflado la burbuja subsecuente en bienes raíces si no fuera aplicada a toda institución financiera. Por aquellas fechas, la titulación había distribuido los préstamos hipotecarios por todo el sistema financiero. Aumentar los requerimientos de reserva sobre la tenencia bancaria de títulos respaldados en hipotecas y derivados relacionados con hipotecas solamente hubiera cambiado las ventas de esos activos hacia otros inversionistas.

En cualquier caso la resistencia de la industria y las presiones por la desregulación hasta ahora han condenado a estas primeras aproximaciones basadas en activos. De manera que los múltiples

cambios que han ocurrido en los mercados financieros desde los setenta hacen poco probable que esos modelos puedan ajustar con el actual marco institucional. Sin embargo, ningún otro modelo ofrece un camino más promisorio para modernizar los instrumentos de política de la Fed hoy en día. Solamente con un sistema de requerimientos de reserva basado en activos puede esperarse que tenga una influencia efectiva sobre la mayoría del crédito total extendido a los deudores financieros y no financieros y asegurar un mayor balance en la distribución del crédito a lo largo del ciclo de negocios.

Que las reservas sean pasivos, no activos: Crear un sistema de reserva que extienda la influencia de la Fed sobre el sistema financiero como un todo requiere que las reservas sean emitidas para y detentadas por las instituciones financieras como pasivos del banco central. Cambiar las reservas al lado de los pasivos de los balances de las instituciones financieras permite a la autoridad monetaria crear y extinguir reservas tanto para los bancos como para las firmas financieras no bancarias. En contraste, el tratar de extender los requerimientos de reserva a las instituciones financieras no bancarias bajo el viejo marco -con las reservas mantenidas en el lado activo de la hoja de balanza, tendría de hecho, efectos procíclicos. Por ejemplo, si el objetivo de la Fed fuera a aumentar la oferta de reservas, agregar reservas por el lado activo de la hoja de balanza de un fondo mutuo le requeriría equilibrar su posición con mas pasivos. Porque, como un banco, no puede *crear* pasivos, el fondo mutuo tendría que vender acciones adicionales a clientes. Si no fuera capaz de atraer más accionistas, tendría que vender una cantidad correspondiente a activos o vender sus reservas a otra institución -respuestas que podrían anular o reducir el intento expansionista de la acción. De igual manera, si la Fed estuviera intentando restringir una expansión al extinguir reservas, el efecto sobre los fondos mutuos podría ser reducir sus

tenencias totales de activos, ofreciendo un incentivo de comprar activos para balancear una posición pasiva sin cambio -nuevamente, derrotando el objetivo de la Fed.

En resumen, usando el viejo marco de requerimientos de reserva basados en los activos desarrollados en la etapa de sistemas sustentados en la banca podría funcionar solamente como una estrategia de colocación. Lo que podría ser introducido como una intervención especial para estimular los flujos de crédito a un sector bajo estrés o para evitar burbujas. Podría incluso ser usado para reducir el excesivo apalancamiento dentro del sistema financiero. Pero como un instrumento para mantener la estabilidad financiera de forma continua o para instrumentar políticas contracíclicas, requiriendo a las instituciones financieras no bancarias a mantener reservas del lado de los activos de sus balances, socavaría el esfuerzo de fortalecer la influencia sistémica de la autoridad monetaria, al extender los requerimientos de reserva a todos los sectores financieros.

Emplear los acuerdos de recompra como el instrumento operado principalmente por el banco central y expandir las tenencias elegibles de la Fed. Los acuerdos de recompra (repos) permiten tanto al banco central como a las instituciones financieras privadas comprar un activo con un acuerdo para revenderlo en un momento determinado de tiempo. Ellos son un viejo y probado instrumento de política monetaria -usados por la Fed en las transacciones con los tenedores primarios desde los años veinte- y están idealmente estructurados para permitir que la Fed interactúe con todas las firmas financieras sobre el lado de los activos de sus balances en la evaluación de los requerimientos de reserva contra un amplio universo de activos financieros. Bajo el propuesto sistema de amplio régimen de reserva, por ejemplo, la Fed podría usar los repos para comprar préstamos, hipotecas, papel comercial, títulos de agencias o del gobierno o bonos corporativos desde las muchas

instituciones que tienen estos activos -bancos comerciales y de inversión, fondos mutuos o de pensión, compañías financieras o aseguradoras y compañías financieras, o empresas patrocinadas por el gobierno (GSEs).

Si bien la Fed ya ha expandido el rango de activos de sus compras y préstamos, en la instrumentación de sus estrategias recientes para gestionar la crisis, la autorización para aceptar una amplia variedad de activos sólidos como soporte de sus acuerdos de recompra ¹¹ podría colocar al banco central de EU cerca de las prácticas exitosas de otros bancos centrales y le permitiría ejercer el control monetario sobre una mayor variedad de activos que el universo reducido de depósitos susceptibles de reserva que ahora constituyen su palanca de influencia directa sobre el crecimiento del crédito. Más importante aún, autoridad para efectuar repos en cualquier activo podría fortalecer la habilidad de la Fed para detener corridas, moderar las crisis y frenar la inversión excesiva a lo largo de todo el sistema financiero. Lo que podría, en resumen, restaurar la capacidad de la Fed de funcionar como un prestamista de última instancia sistémico, como lo fue cuando los bancos eran los que dominaban los préstamos en los mercados de crédito.

Implementando un sistema operado a base de activos

Implementar un sistema de reserva basado en activos podría requerir ajustes en el balance de las firmas financieras y de la Fed y cambios en la conducción de la política. Los cuadros 1 a 4 y los textos que les acompañan resumen las categorías de la hoja de

¹¹ La propuesta de ampliar la cartera de activos elegibles para la compra por la Fed fue efectuada por el antes presidente de la Fed Marriner S. Eccles durante su comparecencia sobre la Ley Bancaria de 1935. El argumentó era que la Fed debería estar libre de comprar “cualquier activo sólido” (Eccles, 1935, p. 194) Antes, como ahora, esto podría eliminar la necesidad del banco central de tener un vasto monto de títulos del Tesoro. Una gran pila de bonos del tesoro sostenida como soporte para las reservas y emisión de dinero y las incluso grandes tenencias de los bancos centrales extranjeros que tienden a restringir la disponibilidad de activos de alta liquidez y libres de riesgo para ser usados en las transacciones privadas donde son necesarios como colateral y como soporte a la estabilidad del mercado. En el sistema de administración de reservas aquí propuesto, la Fed podría todavía adquirir bonos del Tesoro, sostener las subastas del Tesoro y el mercado para los títulos del gobierno mientras se libera una porción sustancial de sus tenencias corrientes para la compra por los inversores y las instituciones financieras buscando los activos más seguros.

balance y las operaciones de mercado abierto bajo el sistema de reserva actual (en el que las reservas son evaluadas contra los depósitos bancarios) y explican como el sistema propuesto (en el que las reservas son evaluadas contra los activos de todas las instituciones financieras) podría hacer más efectiva la implementación de la política. Cambios en la hoja de balance. Moverse a un sistema de administración de reservas que evalúe las reservas contra los activos y que cree y extinga pasivos detentados como reservas necesariamente requeriría cambios en la hoja de balance tanto para las firmas financieras y la Fed. Los cuadros 1(a) y 1 (b) muestran como las reservas están registradas en el balance de los bancos y otras instituciones de depósito y sobre el balance de la Fed bajo el actual sistema de administración de reservas bancarias. Como se ha señalado ellos son registrados como activos de las instituciones de depósito y pasivos e la Fed.

Cuadro 1(a)

Estructuras actuales de la hoja de balance de instituciones de depósitos

Activos	Pasivos
Reservas	Depósitos
Préstamos	Capital
Otros	Otros

Cuadro 1(b)

Estructuras actuales de la hoja de balance del Sistema de la Fed

Activos	Pasivos
Títulos gubernamentales	Divisas en Circulación
Acuerdos de Repo	Reservas Bancarias
Descuentos	Depósitos del Gobierno
Reservas Internacionales	Otros

Bajo el sistema propuesto de requerimientos de reserva universalmente aplicado, mostrado en el cuadro 2(a), las instituciones financieras podrían registrar las reservas sobre el lado de los pasivos de sus hojas de balance en vez del lado activo. El cambio de reservas de un lado de la hoja de balance al otro podría

tener importantes consecuencias para los bancos. Y registrando las reservas como pasivos también podría tener implicaciones para toda la industria financiera. Primero, definiendo reservas como pasivos para la Fed podría clarificar y hacer explícito el hecho de que las reservas representan las obligaciones del sector financiero de servir como un canal de transmisión para las iniciativas de política que intentan afectar la actividad económica¹². Segundo, reconocer las reservas como pasivos podría nulificar el debate acerca del pago de intereses sobre reservas –superando el doloroso punto para las instituciones financieras y eliminando el gasto para los contribuyentes que fue aprobado en 2008¹³.

Finalmente, definir las reservas como pasivos del sector financiero podría eliminar el uso de cuentas *sweep* (véase nota 4) para reducir los requerimientos de reservas sobre los depósitos a la vista y el uso del efectivo de caja como sustituto de cuentas de reserva con la Fed. Las tenencias de efectivo son activos, no pasivos. Como tales ellas representan un componente del total de la cartera de activos contra el cual se realizaran las reservas.

¹² Definir reservas como pasivos para la Fed podría finalmente, aunque con retraso, lograr una mayor coherencia entre el balance del banco central y sus operaciones reales. Durante la redacción de la Ley de la Fed los legisladores forjaron un compromiso político con el sector bancario que hizo parecer a la nueva autoridad monetaria nada más que como un banco de banqueros, un depósito de reservas de los bancos que pagan en el sistema como medida de salvaguarda en caso de situaciones de pánico. En este marco conceptual, las reservas pueden legítimamente ser consideradas como un tipo de pasivo del banco central.

Poco después del establecimiento de la Fed, sin embargo, la creación de las operaciones de mercado abierto, dio al sistema la capacidad de crear reservas y ejercer un nivel de influencia sobre los mercados financieros y sobre la actividad económica no previsto cuando se promulgo la legislación. Más tarde, las leyes bancarias de 1933 y 1935, la Ley de Empleo de 1946 y la Ley de Crecimiento Equilibrado y Pleno Empleo de Humphrey Hawkins reconocieron y ratificaron plenamente esta influencia. Sin embargo, la Fed ha mantenido un conjunto de acuerdos contables que siguen tratando estos activos y pasivos como los de un simple banco de banqueros. Definir las reservas del sector financiero como activos del banco central podría modernizar estos acuerdos contables obsoletos y confirmar que: a) la más importante función de la Fed es crear y extinguir liquidez, y b) goza de la capacidad única de crear las reservas que permiten esta función.

¹³ Bajo el sistema de reservadas basadas en activos, se puede argumentar que las instituciones financieras deben pagar intereses sobre las reservas a la Fed. Sin embargo, los objetivos de política probablemente se lograrían de manera más eficiente si las firmas financieras simplemente mantienen reservas como pasivos que no generan intereses a la Fed.

Cuadro 2(a)

La estructura de hojas de balance empleando requerimientos de reservas basados en activos: instituciones financieras

Activos	Pasivos
Préstamos	Depósitos
Bonos	Papel de mercado abierto
Acciones	Préstamos
Hipotecas	Bonos
Bonos del tesoro	Acciones
Papel de mercado abierto	Hipotecas
Otros títulos, adelantos y contratos	Otros títulos, adelantos y contratos
Repos y fondos de la Fed	Repos y fondos de la Fed
Efectivo	Capital
	Reservas

Cuadro 2(b)

La Estructura de hojas de balance empleando requerimientos de reservas basados en activos: Sistema de la Fed

Activos	Pasivos
Reservas del sector financiero	Billetes en circulación
	Depósitos del gobierno
	Acuerdos de Repos
	Descuentos

Tal cambio en la anotación de las reservas de las instituciones financieras requeriría de un cambio simétrico en el balance de la Fed. Como se muestra en el cuadro 2(b), las reservas de los bancos -ahora en el lado de los pasivos de la Fed- serían registradas sobre el lado de sus activos junto con las reservas de todas las demás instituciones financieras. Mientras tanto, los acuerdos de recompra y los descuentos se moverían desde los activos hacia el lado de los pasivos en la hoja de balance de la Fed para reflejar la responsabilidad del banco central sobre los activos que adquiere cuando crea reservas. Los activos en moneda extranjera (reservas internacionales) también se volverían pasivos en vez de activos en la medida en que también podrían adquirirse a través de acuerdos

de recompra. La emisión monetaria permanecería como pasivo, expresando así la delegación de la Fed de la autoridad del Congreso para crear dinero y administrar su valor.

Como resultado de este arreglo, las reservas del sector financiero serían los únicos activos de la Fed bajo el sistema propuesto. El banco central no tendría más un enorme cartera de títulos gubernamentales como soporte de títulos de la Fed, de reservas bancarias y de depósitos gubernamentales, acabando con la ficción de que se necesita una obligación del gobierno para respaldar a otra. Sin embargo, eso significaría que la Fed ya no ganaría interés con sus activos, y con reservas no generadoras de interés respaldando sus acuerdos de recompras y descuento, el banco central ya no tendría ingresos para pagar los intereses de sus compras. Aun así, los invaluable pasivos libres de interés que las instituciones financieras recibirían cuando ellos vendan sus activos al banco central bajo acuerdos de recompra, apoya el argumento de compensar al banco central por su papel en la creación de liquidez, permitiéndole recibir ingresos sobre el colateral que soporta esos repos como los deudores privados hacen ahora ¹⁴.

Implementar políticas bajo el actual sistema de administración de reservas. El cuadro 3 muestra el cambio de la actual hoja de balance que resulta de las iniciativas de política monetaria. Como se ha señalado, la adquisición de activos por la Fed (títulos gubernamentales, repos, descuentos o préstamos) resulta en un incremento simétrico en las reservas bancarias sobre el lado de los pasivos de su balance. Agregar reservas del lado de los activos en la hoja de balance de las instituciones de depósito les permite crear

¹⁴ Si la Fed mantiene sus ingresos sobre los activos financieros obtenido bajo acuerdos de recompra, ese ingreso –junto con las cuotas cobradas por los servicios de pagos y otros –serían suficientes para continuar operando como ahora. Es muy improbable que el ingreso de esta fuente fuese insuficiente pero, si lo fuese, la Fed como otras agencias gubernamentales, podría recibir fondos suplementarios a través del proceso de apropiaciones. Aunque esto podría interpretarse como un asalto a los supuestos de la segunda posguerra de que los bancos centrales deben de estar libres de influencias políticas, ese supuesto debería ser revisado a la luz de los recientes eventos y del papel especial de la Fed como una agencia a la cual el Congreso ha delegado su responsabilidad constitucional.

nuevos pasivos (depósitos) al hacer préstamos. De igual manera, las ventas de activos de la Fed reduce las reservas y la pérdida de reservas sobre el lado de los activos de la hoja de balance de los bancos teóricamente les obliga a reducir depósitos o a la venta de activos.

Cuadro 3
Operaciones del mercado abierto actuales

Instituciones de Depósitos		Sistema de Reserva Federal	
Activos	Pasivos	Activos	Pasivos
EXPANSIÓN			
		1) + Títulos gubernamentales (o repos o descuentos)	1) + Reservas bancarias
2)+ Reservas			
3) + Préstamos	3) Depósitos		
CONTRACCIÓN			
		1) - Títulos gubernamentales (o repos o descuentos)	1) - Reservas bancarias
2)- Reservas			
3) - Préstamos	3) - Depósitos		

Actualmente, sin embargo, las instituciones de depósito no tienen que reducir sus obligaciones totales o vender activos cuando pierden reservas, y no lo hacen. Ellas pueden sustituir préstamos con acuerdos de recompra con otras instituciones financieras por depósitos y agregar, más que restar, activos -especialmente si la política de tasas de interés aumenta la atracción de flujos externos que aumenta la disponibilidad de crédito. Este debilitamiento del efecto de cambios en las reservas vigentes puede también resultar en poco cambio en las hojas de balance de los bancos cuando la Fed trata de expandir el crédito agregando reservas. En 2008, por ejemplo, los bancos permitieron que las reservas se apilaran como

activos estériles –especialmente después de que la Fed empezó a pagar intereses sobre de ellas- más que hacer préstamos que crearían depósitos. Con el capital erosionado por la caída de los precios de sus tenencias en títulos y del colateral, para sostener derivados y otros compromisos y préstamos fuera de balance, los bancos han perdido la confianza no solamente de sus contrapartes, sino también la capacidad de administrar su propia hoja de balance para preservar su capital. Aún más, debido a la necesidad de aumentar 1 dólar de nuevo capital por cada 12 dólares de nuevos préstamos, el hecho de que las reservas no estén sujetas a los coeficientes de los requisitos de capital y de que ellas (a diferencia de otros activos) mantengan su valor, aumentó la posibilidad de que los bancos iniciaran el atesoramiento de reservas.

Implementar una política expansiva bajo el sistema propuesto de administración de reservas. Implementar una política expansiva operando el sistema propuesto, la Fed agregaría reservas mediante la participación en un acuerdo de recompra con una institución financiera. La expansión de las reservas ocurriría en dos pasos como se muestra en el cuadro 4.

El banco central compra como un activo de las instituciones financieras –por ejemplo GE capital, Fannie Mae, Met Life de Morgan Chase- acordando revender el activo en un periodo de tiempo determinado. La Fed paga por el activo abonando en la cuenta de reserva del vendedor en su banco de la Fed local. La Fed ha agregado un dólar de pasivos a su hoja de balance (el repo) y creado un dólar de activos (reservas del sector financiero)¹⁵. Sobre el lado del activo de la hoja de balance de la institución

¹⁵ Incidental a la transacción –por lo que no se muestra en la gráfica 4- la Fed recibe intereses o ingresos sobre el activo comprado a través del acuerdo de recompra.

Cuadro 4
Operaciones de mercado abierto utilizando requerimientos de reserva
basados en activos

	Instituciones Financieras		Sistema de Reserva Federal	
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos
EXPANSIÓN				
PASO 1	1000	900 (a clientes, inversionistas, prestamistas) 100 reservas	100 reservas	100 (efectivo, depósitos, repos y descuentos)
	1000	1000	100	100
PASO 2	-1 activo		+1 reserva	+1 repo
	-1 activo	+1 reserva		
	1000	1001	101	101
PASO 3	+10 activos	+ 9 pasivos (a clientes, inversionistas, prestamistas)		
	1010	1010		
CONTRACCIÓN				
PASO 1	1000	900 (a clientes, inversionistas, prestamistas) 100 reservas	100 reservas	100 (efectivo, depósitos, repos y descuentos)
	1000	100	100	100
PASO 2	-1 repo		-1 reservas	-1 repo
	+1 activo	-1 reserva		
	1000	999	99	99
PASO 3	-10 activos	-9 pasivos de clientes		
	990	990		

financiera, la transacción se equilibra; la suma de un dólar de un acuerdo de recompra compensa la venta de un dólar de activos a la Fed. Sin embargo, el repos con la Fed (a diferencia de un activo adquirido por la Fed) no genera intereses. Mientras que, del lado de pasivo de sus balances, la institución financiera ha ganado un dólar de reservas libres de intereses.

Asumiendo requerimientos de reserva fraccional de un 10%, la adquisición de un dólar de pasivos de reserva hace posible para las instituciones financieras apoyar 10 dólares adicionales de activos y al hacerlo adquieren solamente nueve dólares de pasivos adicionales de los clientes. Aún si no pudiera atraer los pasivos adicionales de los clientes, la institución financiera necesitaría comprar un dólar de activos para balancear sus cuentas. Como es el caso bajo los actuales procedimientos, las reservas serían distribuidas a través del sistema financiero por medio de compras y ventas entre las instituciones financieras privadas en el mercado de fondos Federales. El sistema puede no maximizar el potencial expansionista del aumento de reservas debido a la naturaleza voluntaria de este proceso. Pero agregar un monto determinado de pasivos sin intereses ofrecería un poderoso incentivo -nada que perder y más ingreso que ganar- para que las instituciones financieras adquieran activos productivos, llevando así a un relativamente predecible aumento del crédito.

Al proveer este incentivo, el sistema de administración de reservas propuesto remediaría, como se ha señalado, una gran falla en el modelo existente. Bajo el actual sistema, la Fed puede *push on a string*¹⁶, creando exceso de reservas que no serán usadas en el tipo de contracción del crédito *credit crunch* desarrollado durante la recesión de 1990-1991, y nuevamente en 2008. Bajo el sistema propuesto, este empuje (la cuerda) se convierte en estímulo. En un entorno deflacionario, este cambio puede ser la diferencia entre la recuperación y la prolongada recesión. Con los instrumentos disponibles en el sistema propuesto, la Fed puede crear reservas para fomentar las cancelaciones de deudas impagas y títulos de deuda, permitiendo al sector financiero reemplazarlos con activos

¹⁶ La frase *to push on a string*, traducida al español como empujar una cuerda, se refiere a la naturaleza asimétrica de la política monetaria. Igual que se puede jalar un objeto con una cuerda, pero no se puede empujar un objeto con una cuerda, un banco central puede frenar el otorgamiento de crédito al subir las tasas de interés, pero no puede forzar una expansión crediticia al bajar las tasas de interés. (N.T.)

que si generan ingresos. Esto canalizaría liquidez directamente a los hogares y a los negocios, ayudando a evitar el estancamiento que se desarrolla cuando las instituciones financieras se resisten a emitir nuevos créditos y no pueden cancelar la deuda de deudores en problemas sin poner en peligro su propia sobrevivencia. Por medio de este fortalecimiento de los balances del sector privado, la política monetaria puede poderosamente reforzar las iniciativas fiscales diseñadas para revivir la demanda y la inversión.

Implementando una política contraccionista bajo el sistema propuesto. Como se muestra en el cuadro, la Fed llevaría los acuerdos de recompra al vencimiento sin renovar o comprometerse a revertir los acuerdos de recompra, causando una reducción de las reservas vigentes. Esto tendría lugar a través de un proceso de dos pasos como sigue:

La Fed extingue sus pasivos con el vendedor del repo regresando el colateral y adeudando a la cuenta de reserva de la institución financiera. Entonces el banco central reduce su balance en un dólar de pasivos (repos) y un dólar de activos (reservas). La institución financiera ha cambiado un dólar de activos que no generan intereses el repo con la Fed, por un dólar de activos generadores de interés (el colateral del repo). El monto de estos activos no ha sido cambiado pero ha perdido un dólar de pasivos que no generan intereses (el depósito de la reserva).

La pérdida de un dólar de depósito de reserva requiere que la institución venda activos iguales a un múltiplo dado por el requerimiento de reserva fraccional. Si el requerimiento es del 10%, entonces debe vender 10 dólares de sus activos y reducir sus pasivos con los clientes en 9 dólares. Nuevamente un cambio en la oferta de reservas dispara los ajustes como domino a través del sistema financiero vía el mercado de fondos Federales. Al final del proceso, la contracción puede haber ocurrido tanto en la oferta total de crédito como en el valor del total de activos en el mercado.

Implicaciones para la conducción de la política: Bajo el sistema de administración de reservas propuesto, el método de la Fed para implementar las políticas monetarias expansionista y contraccionista estaría estrechamente en paralelo a su proceso de implementación actual de tres maneras. El banco central continuaría comprando y vendiendo activos financieros en transacciones con las instituciones financieras privadas. Las acciones de la Fed tendrían todavía el efecto de simultáneamente cambiar el monto de sus propios activos y pasivos así como de aquellos de las instituciones financieras. Más aún, las reservas continuarían siendo distribuidas a través del sistema financiero por medio de compras y ventas entre instituciones privadas en el mercado de fondos Federales. La Fed continuaría teniendo el poder (poco usado) de cambiar los requerimientos de reserva, aumentando o disminuyendo el monto de reservas necesario para soportar uno o más (o toda) clase de activos como parte de una estrategia de colocación de recursos o una estrategia de estabilización.

Otro aspecto del actual procedimiento de operación que permanecería sin cambio sería la habilidad de la Fed para influir el precio de los activos. Algunos han argumentado que la Fed no tiene y no debiera de ejercer esa influencia. Pero las operaciones de mercado abierto ya tienen un impacto sobre el precio de los activos a través de los cambios en la tasa de interés y en la liquidez, ((y)) ambos pueden disparar cambios en la cartera que difundan sus efectos sobre el mercado de activos. A pesar de que lo hacen de manera indirecta y, como se ha estado argumentando, algunas veces con resultados no deseados, los cambios en la tasa de interés de la Fed ejercen profundos efectos sobre el valor de los activos de los fondos de pensión, de los activos de los fondos mutuos y de los bienes inmuebles, como la reciente experiencia ha mostrado.

En la práctica, todos los esfuerzos por conducir la política monetaria deben tomar en consideración los movimientos de precio de los activos –al menos en algún nivel del proceso analítico o de toma de decisiones. Y, no importa que modalidad de política monetaria se elija, todos los esfuerzos para conducir dicha política deben influir en esos movimientos de precios. En la medida en que los objetivos básicos de la Fed -crecimiento sostenido, bajo desempleo, estabilidad de precios- permanezcan constantes, hay poca diferencia filosófica entre la política que transmite su influencia indirectamente (como en el actual sistema de reserva centrado en la banca) o directamente (como en un sistema de régimen de reserva amplio). El punto es asegurar que el proceso es eficiente y produce los resultados deseados.

En términos prácticos, la influencia de la Fed sobre el mercado de activos probablemente funcionaría mucho más eficientemente bajo un sistema de régimen de reserva amplio. Con todas las instituciones financieras manteniendo reservas y participando en el mercado de fondos Federales, la volatilidad declinaría como un resultado de los ajustes de cartera de esas instituciones comprando y vendiendo reservas más que activos. Esto sería particularmente importante en el caso de trastornos en el mercado, cuando las ventas forzadas de activos aumenta la presión a la caída de los precios y el capital del sector financiero y amenazan el funcionamiento mismo de los mercados. El hecho de que las reservas mantengan su valor mejora su papel como colchón, asegurando que las transacciones se liquidan mediante adeudo con una institución con cuenta de reservas con la Fed y que son aceptadas con confianza.

Moderar los efectos de las entradas y salidas de capital

Las entradas y salidas de capital extranjero cambian la disponibilidad y el precio del crédito en los mercados domésticos. Bajo el procedimiento actual de operación, la Fed no compensa -ni puede- directamente compensar los efectos de los flujos de capital sobre la oferta y la distribución del crédito. Podría solamente cambiar el impacto de los flujos de capital si los extranjeros mantuvieran la mayor parte de sus inversiones en EU en depósitos bancarios y no en bonos del Tesoro y GSE títulos, bonos corporativos y acciones. Debido a esta desventaja, el banco central no puede ser un factor real de moderación cuando los flujos de entrada y de salida causan sustanciales cambios en el volumen de emisiones o en el nivel de precios de las hipotecas o de títulos corporativos o de otras acciones.

En el sistema propuesto de un régimen de reservas amplio, usar acuerdos de recompra como el instrumento principal de operación permitiría a la Fed responder mas efectivamente a los excesos de inversión o retiro de fondos externos en uno o más mercados de activos estadounidenses. Por ejemplo, permitiendo que los repos soportados por tenencias de la clase de activos comprados por los extranjeros sean reemplazados por repos en activos extranjeros efectivamente, lo que equilibraría el flujo de ingreso, dejando las reservas, los niveles de la tasa de interés y las condiciones de crédito, en gran medida, sin cambio. Alternativamente, para contener los efectos contraccionistas de una salida, la Fed podría adquirir los activos vendidos por los inversionistas extranjeros, aumentando el monto de reservas en el sistema. Más aún, la capacidad de la Fed de manejar los acuerdos de recompra en títulos extranjeros eliminaría la necesidad del banco central de tener reservas internacionales como inversión precautoria.

El beneficio de introducir tales transacciones sería mejorar la habilidad de la Fed de mantener condiciones estables en los mercados financieros domésticos. Pero el efectivo aumento de la intervención estadounidense en los mercados cambiarios no necesariamente contribuiría a la estabilidad global. El tema de los flujos de capital es complejo y controversial. Como se argumentó en otras partes, un creciente volumen de flujos especulativos en respuesta a diferenciales en la tasa de interés ha contribuido a ampliar los desbalances globales en años recientes con resultados que ha subrayado la necesidad de una reforma monetaria internacional así también como la nacional ¹⁷. Sin embargo, la incapacidad de la Fed de moderar el impacto de los flujos de capital sobre la expansión del crédito en US ha exacerbado el problema del desbalance de pagos global e incluso ha facilitado la acumulación histórica de deuda interna y externa que ha estado debilitando a la economía estadounidense.

Conclusiones

Al final del día, el principal propósito para reestablecer los instrumentos de política cuantitativa es mejorar el control monetario y todo el comportamiento macroeconómico. Pero un sistema de manejo de reservas que crea y extingue pasivos del sector financiero puede influir sobre la creación de crédito y tenencia de activos, lo que le hace un más eficiente canal para el control monetario porque puede restringir o estimular tipos específicos de activos o sectores institucionales y con ello tratar más específicamente con las burbujas de activos y las crisis crediticias.

En el caso de las crisis crediticias (credit crunch), por ejemplo, si las instituciones financieras fuesen requeridas a cubrir activos a través de la tenencia de pasivos de reserva que mantienen su valor, una caída en el precio de cualquier activo aumentaría el valor

¹⁷ Véase D'Arista 2008 para un acercamiento más extensivo de estos temas.

relativo de las reservas respecto de los activos y permitiría a los intermediarios comprar más de los instrumentos afectados o de otros activos. De igual manera, un aumento en el valor de los activos sin un correspondiente aumento en los pasivos de reserva que les cubren forzaría la venta que limitaría la tasa de incremento en el precio de una o más tipos de activos y con ello el potencial de desarrollar burbujas. Este aspecto de sistema contra cíclico automático haría más para moderar los movimientos en el precio de los activos que sobre los cambios en las tasas de interés o márgenes o requerimientos de capital.

Por último, pero no por ello menos importante, un régimen de manejo de reservas amplio daría a todas las instituciones financieras acceso directo al prestamista de última instancia. Por ejemplo, si fondos mutuos enfrentan corridas de sus inversionistas, ellos podrían evitar la venta de activos (y de esa manera evitar la presión al descenso en los precios) por medio de transferir activos a la Fed bajo acuerdos de recompra y adquirir las reservas necesarias para compensar los retiros de los clientes. Por supuesto, la Fed actuaría, como ahora, en esa capacidad a su propia discreción. Pero no necesitaría intentar convencer a los bancos de prestar a otros los fondos que ella tradicionalmente les presta para controlar perturbaciones sistémicas.

Si fuesen agregadas reformas complementarias en supervisión prudencial y regulación y la muy necesaria reforma de las garantías del sector financiero, la comprensiva reforma del prestamista de última instancia, bajo el régimen de reservas propuesto, haría que las intervenciones en la crisis de la Fed fuesen más coherentes, menos costosas y esperaríamos que menos necesarias. Como los otros beneficios de este sistema propuesto, este mejoramiento de la técnica y la estrategia del manejo de la crisis empezaría dotando de un marco de política que puede tratar efectivamente con la actual

crisis y reconstruir un sistema financiero que pueda, nuevamente, promover el crecimiento sostenido.

Bibliografía

- Andrews, E.L. “In Reversal, Fed Approves Plan to Curb Risky Lending”. *The New York Times*, Diciembre 19, 2007.
- BIS (Bank for International Settlements). *Annual Report*. Basel: BIS, 2002; 2003; 2004.
- _____. *Quarterly Review: International Banking and Financial Market Developments*. Basel: BIS, Junio 2005; Marzo 2006.
- Borio, C. y P. Lowe. “Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus”. *BIS Working Papers*, No. 114. Basel: BIS, 2002.
- D’Arista, J. *The Evolution of U.S. Finance, Vol. 1: Federal Reserve Monetary Policy*, Armonk, NY: M.E. Sharpe, 1994.
- _____. *Rebuilding the Transmission System for Monetary Policy*. Howardsville, VA: Financial Markets Center, 2002.
- _____. “U.S. Debt and Global Imbalances”. *International Journal of Political Economy*, Vol.36, No. 4, Winter 2007-8. Armonk, NY, M.E.Sharpe, 2008.
- _____ y T. Schlesinger. “The Parallel Banking System”. Briefing Paper. Washington, DC: Economic Policy Institute, 1993.
- Federal Reserve System. *Flow of Funds Accounts of the United States*. Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Eccles, M.S. “Statement”. *Banking Act of 1935: Hearings before the Committee on Banking and Currency*. Washington, DC: U.S. House of Representatives, 1935.
- Greenspan, A. “Opening Remarks”. *Changing Capital Markets: Implications for Monetary Policy*. Kansas City, MO: Federal Reserve Bank of Kansas City, 1993.
- _____. *Testimony on the Federal Reserve Board’s Semiannual Monetary Policy Report to Congress*. Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, U.S. Senate, Febrero 16, 2005.
- Palley, T. *Stabilizing Finance: The Case for Asset-Based Reserve Requirements*. Howardsville, VA: Financial Markets Center, 2000.
- _____. “Asset Price Bubbles and the Case for Asset-Based Reserve Requirements”. *Challenge*, vol. 46, no.3, Mayo/Junio 2003. Armonk, NY: M.E. Sharpe, Inc.

- Pollin, R. “Public Credit Allocation Through the Federal Reserve: Why It Is Needed; How It Should Be Done”. En *Transforming the U.S. Financial System: Equity and Efficiency for the 21st Century*, ed. G.A. Dymnski, G. Epstein, y R. Pollin. Armonk, NY: M.E. Sharpe, 1993.
- Thurow, Lester. “Proposals for Re-channeling Funds to Meet Social Priorities”. En *Policies for a More Competitive Financial System*, conference proceedings of the Federal Reserve Bank of Boston, 1972.
- Tietmeyer, H. “Overview”. *Changing Capital Markets: Implications for Monetary Policy*. Kansas City, MO: Federal Reserve Bank of Kansas City, 1993.
- U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis. “The US International Investment Position”. *Survey of Current Business*. Washington, DC: U.S, Department of Commerce, 2006.
- U.S. House of Representatives. *Foreign Experience with Monetary Policies to Promote Economic and Social Priority Programs*. Staff Report of the Committee on Banking and Currency. Washington, DC: Government Printing Office, 1972.
- _____ *International Banking: A Supplement to a Compendium of Papers Prepared for the FINE Study*. Staff Report of the Committee on Banking, Currency and Housing. Washington, DC: Government Printing Office, 1976.
- White, W.R. “The Need for a Longer Policy Horizon: A Less Orthodox Approach”. En: Teunissen, J.J. y Akkerman, A. (eds.), *Global Imbalances and Developing Countries: Remedies for a Failing International Financial System*. The Hague: Forum on Debt and Development (FONDAD), 2007

Fecha de entrega: abril 2008

Fecha de aprobación: noviembre 2009