

Ensayos Económicos

Reimaginando la banca central

Perry Mehrling

El debate sobre la supervisión financiera integrada:

¿Qué hay de nuevo?

Edgardo Demaestri y Gustavo Ferro

Desigualdad, profundidad financiera e impacto en la cuenta corriente

Jorge Carrera, Esteban Rodríguez y Mariano Sardi

Banca pública, banca privada y crisis: el Banco de la Nación Argentina como prestamista de última instancia entre la Primera Guerra Mundial y la posguerra

Andrés Regalsky y Mariano Iglesias

El debate sobre las crisis de subconsumo en la economía política clásica

Manuel Calderón

Jornadas Monetarias y Bancarias 2015

Premio Prebisch

Pateando el tablero: los países emergentes como dinamizadores de la economía internacional y sus instituciones

Germán Reyes y Facundo Sirimarco

Ganadores de los trabajos de la edición 2015

72

Junio de 2015



ie | BCRA
INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

Reimaginando la banca central

Perry Mehrling*

Institute for New Economic Thinking
Barnard College, Universidad de Columbia

Resumen

La crisis financiera global ha dejado en claro la necesidad de un respaldo de última instancia para el nuevo sistema emergente de crédito basado en el mercado. En tiempos normales el banco central respalda al mercado, y sólo en tiempos de crisis se convierte en el mercado. Asumir esta nueva responsabilidad inevitablemente implica asumir también la responsabilidad de garantizar la robustez del sistema de operadores privados por medio de la regulación y supervisión, para reducir la probabilidad de que sea necesario contar con el respaldo de última instancia. La discusión sobre el rol de los bancos centrales comúnmente distingue tres áreas de responsabilidad: prestamista de última instancia, regulación y supervisión, y política monetaria para la estabilización macroeconómica. Por lo tanto, es lógico organizar la tarea de reimaginar preguntándonos de qué manera la globalización financiera emergente desafía la función de los bancos centrales en cada una de estas tres dimensiones. Reimaginar la tarea de los bancos centrales es un desafío técnico que requiere un compromiso sostenido con las realidades institucionales de los mercados monetarios modernos, tanto a nivel local como internacional. Pero también es un desafío de economía política porque implica reimaginar la interrelación que existe entre la asistencia del banco central y el sistema de operadores privados, así como la interrelación entre el interés monetario y el interés público, y también entre el interés público nacional y el global.

Clasificación JEL: G2, L5.

Palabras clave: banco central, crisis financiera, política monetaria, mercados de capitales, regulación y supervisión, *shadow banking*.

* Las opiniones vertidas en el presente trabajo son del autor y no se corresponden necesariamente con las del BCRA o sus autoridades. Email: pmehrling@barnard.edu.

Re-imagining Central Banking

Perry Mehrling

Institute for New Economic Thinking
Barnard College, Columbia University

Summary

The global financial crisis has revealed to all the necessity of last resort support for the emerging new system of market-based credit. In normal times the central bank supports the market; only in crisis times does it become the market. Embracing this new responsibility inevitably involves embracing also the responsibility for ensuring robustness of the private dealer system through regulation and supervision, in order to reduce the probability that last resort support will be needed. Discussion about the role of central banking commonly distinguishes three areas of responsibility: lender of last resort, regulation and supervision, and monetary policy for macroeconomic stabilization. It is natural therefore to organize the re-imagination task by asking how emergent financial globalization challenges the role of central banks in each of these three dimensions. Re-imagining central banking is a technical challenge, requiring sustained engagement with the institutional realities of modern money markets, both domestic and international. But it is also a political economic challenge. Re-imagining central banking is fundamentally about re-imagining the interface between the central bank backstop and the private profit-seeking dealer system, as well as the interface between each individual central bank and the larger international monetary system. It is about re-imagining the interface between the money interest and the public interest, as well as the interface between national and global public interest.

JEL: E58, F33, G01, G18.

Keywords: capital markets, central bank, financial crisis, monetary policy, regulation and supervision, shadow banking.

I. ¿Por qué necesitamos volver a imaginar la banca central?

La urgencia de la tarea surge, como es obvio, de la experiencia que nos dejó la reciente crisis financiera global, durante la cual los bancos centrales intervinieron de maneras absolutamente nuevas y en un grado muy superior al de toda su historia, al menos en tiempos de paz. Durante el proceso, los bancos centrales inventaron nuevas herramientas, porque las antiguas y conocidas no estaban funcionando. Ahora que la crisis ha terminado queda la importante tarea intelectual de entender cómo se adaptan estas nuevas herramientas a las utilizadas antes de la crisis. En este sentido, Borio y Disyatat (2009) diferencian entre la antigua “política de tasa de interés” y la nueva “política de manejo del balance”, instándonos a entender a esta última, por un lado, como nada más que una extensión de las técnicas tradicionales de intervención cambiaria a un grupo más amplio de activos financieros y, por el otro, como nada menos que el uso del balance del banco central para implementar una política de administración de la deuda que tradicionalmente recae en el Tesoro. El presente trabajo puede interpretarse en parte como una reconsideración crítica pero también empática de esta evaluación temprana.

Pero el desafío de reimaginar la tarea de los bancos centrales no se debe solo a la crisis. En retrospectiva, la crisis puede ser vista como la primera prueba completa del sistema emergente de globalización financiera que se venía construyendo paso a paso desde hacía tres décadas, por lo menos. La dimensión “financiera” de esta construcción ha significado la integración siempre creciente de los mercados de capitales con los mercados monetarios. El llamado “*shadow banking*”, que implica el financiamiento de los préstamos del mercado de capitales a través del mercado monetario, es la forma institucional por antonomasia de esta nueva construcción (Mehrling *et al.*, 2013). En tanto, la dimensión de la “globalización” ha implicado la integración siempre creciente de los mercados de dinero de todo el planeta con el mercado central de fondeo en dólares. No sólo es el dólar la moneda de reserva del mundo sino que el mercado monetario en dólares es el mercado de dinero del mundo y está ligado a todos los demás mercados de fondeo mediante los mercados cambiarios, todos los cuales cuentan con diversos niveles de soporte de los bancos centrales nacionales (Mehrling, 2013). Cualquiera de estos desarrollos por sí solo hubiese justificado una revisión de la tarea de los bancos centrales, aunque no hubiese habido crisis.

Por supuesto que buena parte de lo que debemos volver a imaginar se refiere a temas estrictamente técnicos, pero es importante entender que este desafío no es meramente técnico. En realidad, el desafío de economía política tiene la misma envergadura, o quizá hasta sea más grande. En los peores momentos de la crisis, los bancos centrales actuaron esencialmente por sí solos, y el contagio por lo que se percibió como una extralimitación ha sido significativo, y hasta es posible que esté cobrando fuerza. En Estados Unidos, en particular, la banca central siempre ha sido una actividad muy sospechada, porque involucra a los tres grandes cucos de la política de Estados Unidos: las Grandes Finanzas (*Big Finance*), el Gran Gobierno (*Big Government*) y el Gran Mundo (*Big Wide World*). Otros países enfrentan sus propios desafíos de economía política pero el papel central del dólar en el sistema de financiamiento global y el rol central del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos como respaldo último de ese sistema convierten al desafío de economía política estadounidense en una preocupación global de mayor envergadura. La tarea de reimaginar es también una tarea de relegitimación.

En tiempos de paz, cuando el rol especial de los bancos centrales para facilitar las finanzas en tiempos de guerra desaparece de la memoria, la legitimidad de los bancos centrales deriva de su éxito al poner límites a lo que Ralph Hawtrey denominó la “inestabilidad inherente del crédito” (Hawtrey, 1913). Antes del ciclo económico, existe el ciclo de crédito, en el cual una fase de reactivación económica impulsada por el crédito tiende a retroalimentarse en su camino ascendente, a través de una expansión eufórica pero insostenible hasta que choca contra alguna limitación de oferta o algún otro factor, a partir de lo cual comienza una fase recesiva que se refuerza a sí misma. La tarea más importante de los bancos centrales es ponerle un piso a estos ciclos desfavorables, dando sostén a la actividad económica durante el período de necesaria reestructuración que sigue a cualquier etapa de auge, es decir, la función de “prestamista de última instancia” clásica. Una tarea más refinada consiste en “remar contra la corriente”, con la idea de desacelerar los auges insostenibles para reducir la ineficiencia alentada por la euforia y extender el período de expansión, mientras que se reduce el período de contracción, o sea la tarea de “política monetaria” clásica.

En la banca central clásica, la inestabilidad es una característica endógena del sistema de crédito, un rasgo inherente a todas las formas de crédito y la justificación central para una gestión experta en favor del interés público. Un desafío eterno para esa gestión es la tendencia del mecanismo específico de la inestabilidad

a cambiar con el transcurso del tiempo a medida que cambia la estructura de la economía subyacente. Es así que Hawtrey (1932) estaba principalmente preocupado por un ciclo impulsado por los inventarios comerciales financiados con crédito, mientras que a Hyman Minsky (1986) lo preocupaba un ciclo de inversiones de negocios financiadas con crédito. Para nuestros tiempos, el canal de crédito del préstamo bancario ha sido sustancialmente reemplazado por el canal del mercado de capitales, mientras que los flujos libres de capitales internacionales brindan financiamiento global a la expansión crediticia doméstica y se mantiene claramente la inestabilidad inherente del crédito, como lo ha demostrado sobradamente la crisis financiera. El desafío de los tiempos modernos consiste en idear mecanismos de estabilización, tanto de última instancia como en la parte buena del ciclo, para el manejo experto del mecanismo de inestabilidad moderno.

El peligro siempre presente, tanto en nuestra época como en la de Hawtrey, radica en la posibilidad de recompensar una mala conducta. Este es un problema técnico, por supuesto, pero también es un problema de economía política. Los banqueros inevitablemente insisten en la importancia sistémica de su propia supervivencia personal durante el ciclo desfavorable, incluso mientras resisten la interferencia supuestamente errónea en la fase ascendente. El desafío de economía política ya era lo suficientemente complejo en los tiempos en los que el ciclo de crédito era interno y se basaba en los bancos. Con la práctica aprendimos cómo un banco central que persigue el bien común podía, en principio, condicionar las agendas egoístas de los bancos con fines de lucro. Pero el problema es mucho más difícil en la actualidad cuando el ciclo de crédito involucra a los mercados de capitales a nivel global. Los bancos centrales nacionales, por más espíritu público que tengan, no pueden compararse con las agendas interesadas de los bancos modernos diseminados por todo el mundo, mucho menos con sus negocios en las penumbras no bancarias y, de todos modos, lo que es interés público a nivel nacional puede ser muy diferente de lo que es el interés público a nivel internacional.

Es muy probable que el sueño de encontrar un análogo completo y global del equilibrio político doméstico entre el interés privado y el interés público siga siendo eso, un sueño. Pero las analogías parciales no sólo son factibles sino que pareciera que están emergiendo en diversas formas organizacionales subglobales de cooperación entre bancos centrales, tanto al nivel más alto de la jerarquía (líneas de swap de los bancos centrales) como a uno más bajo (cooperación regional como la iniciativa Chiang Mai y el Sistema Monetario Europeo). A los fines del presente documento, damos por sentadas estas estructuras emergentes de un nuevo

sistema monetario internacional y nos focalizamos, en cambio, en la reinversión o reimaginación del papel de los bancos centrales dentro de ese sistema.

II. ¿Qué hacen los bancos centrales?

La discusión sobre el rol de los bancos centrales comúnmente distingue tres áreas de responsabilidad: prestamista de última instancia, regulación y supervisión, y política monetaria para la estabilización macroeconómica. Por lo tanto, es lógico organizar la tarea de reimaginar preguntándonos de qué manera la globalización financiera emergente desafía la función de los bancos centrales en cada una de estas tres dimensiones.

II.1. Prestamista de última instancia

En trabajos anteriores, caractericé la evolución de la intervención del banco central como prestamista de última instancia durante la crisis en tres etapas (Grad *et al.*, 2011). En primer lugar, se produjo una agresiva expansión monetaria cuando la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) recortó la tasa objetivo de los Fondos Federales del 5% al 2% en los meses previos al colapso de Bear Stearns. Luego, cumplió su función de prestamista de última instancia cuando liquidó sus tenencias de letras del Tesoro y prestó los fondos obtenidos a una amplia variedad de contrapartes utilizando una amplia variedad de garantías. Finalmente, después de la caída de Lehman Brothers y AIG, llegó lo que he denominado como la etapa del operador de última instancia (*dealer of last resort* - Mehrling, 2011).¹

En esta tercera etapa, la Reserva Federal le puso un piso a la crisis interviniendo como creador de mercado, primero en el mercado de dinero de corto plazo, en el que actuó como contraparte central entre prestatarios y prestamistas que ya no estaban dispuestos a hacer negocios entre sí, y luego, en el mercado de capitales de largo plazo, especialmente en el de títulos respaldados por hipotecas en el que la FED compró el 90% de las nuevas emisiones durante un tiempo para volver a ponerlo en marcha. En el proceso, el balance de la FED creció hasta llegar a tener tres veces el tamaño previo al de la crisis, mientras que los mercados crediticios bilaterales privados se achicaron por una diferencia aún mayor. Esta etapa de intervención como operador de última instancia es el concepto más nuevo que requiere la tarea de reimaginación.

¹ Ver también Buiter (2007) y Tucker (2009).

En un sentido importante, el operador de última instancia es simplemente una versión moderna de la posición clásica de Bagehot respecto del prestamista de última instancia, que exigía prestar libremente a una tasa alta contra una garantía que fuera buena en tiempos normales. La analogía lógica con el operador de última instancia de la actualidad instaría a negociar libremente a un spread comprador-vendedor amplio, contra valores seguros del mercado de dinero y del mercado de capitales. Haciendo una analogía con la tasa de interés elevada de la regla de Bagehot, el propósito del spread amplio (o externo) es garantizar que la intervención sostenga, pero de ningún modo reemplace, al mercado hasta que se recupere y comience a negociar otra vez a un spread más reducido (interno).² Este tipo de intervención tiende a ser, en principio, autoliquidable. Es decir, al finalizar la crisis, las contrapartes de ambos lados del balance del banco central deberían poder encontrar mejores precios haciendo negocios entre sí de manera directa. Y cuando las contrapartes se encuentran, el crédito privado debería expandirse en línea con la contracción del balance del banco central, volviendo, en principio, la situación a la normalidad.

De alguna manera, este canal de autoliquidación para la salida funcionó, como en el caso de la *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF). Sin embargo, era difícil identificar esa salida en los datos agregados porque quedaba eclipsada por otras intervenciones, en especial por el *Quantitative Easing*, que buscaba estimular la economía de una manera más general a través de las tasas de interés y los precios de los activos. Este último tipo de intervención se relaciona con la función de política monetaria, y no con la de prestamista de última instancia, y por lo tanto, requiere un análisis separado. Entonces, lo importante aquí es entender las consecuencias de la intervención como operador de última instancia tanto en términos de tamaño como de composición del balance del banco central.

Tabla 1 / Balance de la Reserva Federal antes y después de la crisis

(4 de julio de 2007), en billones de US\$				(6 de julio de 2011), en billones de US\$,			
Activo		Pasivo		Activo		Pasivo	
Títulos del Tesoro	0,79	Circulante	0,82	Títulos del Tesoro	1,6	Circulante	1,0
		Reservas	0,01	Títulos respaldados por hipotecas	1,0	Reservas	1,6
Otros	0,12	Otros	0,08	Otros	0,2	Otros	0,2
Total	0,91	Total	0,91	Total	2,8	Total	2,8

² Las operaciones de última instancia a precios alejados de los fundamentales también sirven para reducir al mínimo los problemas de riesgo moral.

En la Tabla 1 vemos cómo se triplicó el tamaño general del balance y el cambio en su composición con la incorporación de los títulos respaldados por hipotecas. Sin embargo, la función del banco central como operador de última instancia no resulta evidente bajo esta forma de presentación de las cifras. Para ver la conexión entre la banca central y los mercados financieros modernos resulta más revelador presentar los números como una serie de *swaps*, agregando las letras del Tesoro de corto plazo y los bonos del Tesoro de largo plazo en ambos lados del balance, y reacomodando las cifras como se muestra en la Tabla 2.

Tabla 2 / Presentación alternativa del balance de la Reserva Federal

(6 de julio de 2011), en billones de US\$, reformulado

Activo		Pasivo	
[Letras del Tesoro	2,6	Circulante/Reservas]	2,6
[Bonos de Tesoro	2,6	Letras del Tesoro]	2,6
[Títulos riesgosos	1,0	Bonos del Tesoro]	1,0
Otros	0,2	Otros	0,2

Si analizamos los números de esta manera, es posible distinguir tres exposiciones fundamentales al riesgo. La primera línea muestra una especie de *overnight index swap* (OIS), por el cual la FED recibe la tasa de letras del Tesoro a tres meses y paga la tasa de interés *overnight*. La segunda línea muestra una especie de *swap* de tasas de interés, por el cual la FED recibe una tasa de largo plazo fija y paga una tasa de corto plazo variable. Y la tercera línea es una especie de *credit default swap*, por el cual la FED recibe una tasa riesgosa y paga una tasa libre de riesgo.³ En los tres casos, la Reserva Federal ha asumido exposiciones al riesgo y, por lo tanto, fijó precios para esas exposiciones en un momento en el que los operadores privados con fines de lucro no podían o no querían hacerlo.

Lo que hay que resaltar aquí es que estas exposiciones y su escala surgieron como consecuencia de la intervención como operador de última instancia (Mehrling, 2011). Aún más, surgieron más o menos en este orden: primero el *swap* del mercado de dinero y luego los *swaps* del mercado de capitales. En ambos casos, la FED cotizó un *spread* externo y luego dejó que su balance absorbiera los inventarios de exposición al riesgo. La primera etapa involucró al mercado de fondeo de corto plazo, cuya disfunción aguda fue registrada por

³ Compare Borio y Disyatat (2009, Tabla 1, p. 7), que propone una tipología de la política de balances que distingue entre “Reservas Bancarias”, “Deuda pública/títulos”, “Deuda privada/títulos” y “Divisas”. En la tipología de exposición del *swap*, la exposición a las “Divisas” se contabilizaría como un *swap* de monedas.

el *spread* LIBOR-OIS (Swagel, 2009) hasta que fue contenida por la expansión de la exposición de la FED al *Overnight Index Swap* (OIS). Sin embargo, a medida que se fueron recuperando los mercados de dinero, no se permitió que desapareciera la exposición al OIS sino que fue renovada y expandida, reemplazando los préstamos de corto plazo por bonos riesgosos de largo plazo, en un intento por detener la disfunción del mercado de títulos respaldados por hipotecas residenciales (RMBS, por sus siglas en inglés).

Luego, las tres exposiciones fueron expandidas mediante el *Quantitative Easing* hasta alcanzar el tamaño del balance actual, el cual se ilustra en la Tabla 3 para completar la información, aunque la política monetaria se analizará en una sección posterior. El punto importante a enfatizar aquí se refiere a la cuarta línea del balance reformulado, que muestra la actual “estrategia de salida” de la FED, mediante los pases pasivos combinados con la Cuenta General del Tesoro (transitoriamente más grande debido a la temporada impositiva). El balance reformulado muestra claramente cómo la estrategia de salida actual de la FED se focaliza en la reducción de su posición de OIS y no en las posiciones de *swap* de tasa de interés (IRS, por sus siglas en inglés) o de *credit default swap* (CDS), que aparentemente intentaría conservar hasta el vencimiento.⁴ Obsérvese que si la FED tuviera letras del Tesoro podría reducir fácilmente su posición de OIS vendiendo esas letras, pero la realidad es que no las tiene. En consecuencia, se ve obligada a recurrir al endeudamiento a plazo el cual se netea contra su exposición implícita a las letras del Tesoro. Todo esto es mucho más claro en las cuentas de exposición de *swaps* que en las cuentas estándar.

Tabla 3 / Balance actual de la Reserva Federal

(23 de abril de 2014), en billones de US\$				(23 de abril de 2014), en billones de US\$, reformulado			
Activo		Pasivo		Activo		Pasivo	
Títulos del Tesoro	2,3	Circulante	1,3	[Letras del Tesoro	3,9	Circulante/reservas]	3,9
Títulos respaldados por hipotecas	1,7	Reservas	2,6	[Bonos del Tesoro	4,2	Letras del Tesoro]	4,2
		Pases pasivos	0,2	[Títulos respaldados por hipotecas	1,7	Bonos del Tesoro]	1,7
		Otros	0,1	[Letras del Tesoro	0,3	Pases pasivos/otros]	0,3
Total	4,2	Total	4,2				

⁴ Una interpretación alternativa sobre la operatoria de pases pasivos es que tiene por objeto brindar un respaldo directo de liquidez al sector no bancario, en lugar de depender del respaldo indirecto mediante la intermediación bancaria.

La pregunta central que se nos plantea al analizar el tema a través de la lente de la exposición de *swaps* es si la estrategia de salida debería focalizarse primero en la posición de OIS o si sería mejor que se focalice en las posiciones de *swaps* de tasa de interés o *credit default swaps*.⁵ Desde un punto de vista meramente operativo, canjear bonos por letras en primer término (es decir, salir de las posiciones IRS) haría que resulte más sencillo salir de la posición de OIS en segundo término. Pero desde una perspectiva más profunda, podría sostenerse que un sistema de crédito basado en el mercado requiere que el mercado fije los precios de los activos financieros como requisito previo al financiamiento del mercado. Los activos funcionan como garantía del financiamiento y si el mercado no cree en los precios de los activos entonces va a resultar muy difícil conseguir fondos, y si el sector privado no financia las tenencias privadas de las posiciones de activos de la FED, entonces la salida es de facto imposible. Durante la crisis, la FED se vio en esencia obligada a incorporar el sistema de *shadow banking* a su propio balance y allí permanecerá hasta que los balances privados estén dispuestos a recuperarlo.

Hasta ahora nuestra discusión se focalizó en el balance de la Reserva Federal sin tomar en consideración a los demás bancos centrales pero, de hecho, la mayoría de los restantes bancos centrales importantes experimentaron cambios similares en sus balances, porque la crisis fue global. Y la crisis fue global porque el financiamiento del mercado de dinero es global, pero el impacto del colapso del *shadow banking* sobre el sistema bancario tradicional fue nacional, dependiendo de qué banco domiciliado en un país tuviera la responsabilidad de refinanciar los fondos del mercado de dinero de una determinada entidad integrante del sistema de *shadow banking*. Detrás de cada uno de estos bancos con domicilio en un determinado país había un banco central nacional que descubrió que era responsable del refinanciamiento en moneda extranjera. Por lo tanto, la crisis demostró que la globalización financiera requiere un prestamista (y operador) de última instancia global.

Dado que el financiamiento del sistema global de *shadow banking* dependía del mercado de eurodólares, la cuestión del prestamista global de última instancia fue realmente una cuestión de encontrar un soporte para ese mercado. Aunque

⁵ Borio y Disyatat (2009) de hecho respaldan la idea de salir primero de la posición de OIS con dos argumentos. Primero, esa salida permitiría la deseada reversión del Esquema 2 (tasa de interés de mercado de reservas) al Esquema 1 (debajo de la tasa de interés de mercado de reservas). Segundo, la liquidación de los otros *swaps* significaría probablemente aceptar pérdidas de capital, con repercusiones de economía política desconocidas.

la tasa *spot* de eurodólares no se separó de la tasa *spot* de los fondos federales, los eurodólares a plazo experimentaron fuertes divergencias. Después de la caída de Bear Stearns, esa divergencia tuvo un techo durante un tiempo, presumiblemente debido al accionar de los bancos centrales extranjeros con un soporte implícito de la FED. Pero con posterioridad a la caída de Lehman y de AIG, el soporte implícito de la FED pasó a ser explícito y se ubicó en el orden de los US\$ 600.000 millones en *swaps* de liquidez para bancos centrales.

Por lo tanto, es evidente que para volver a imaginar la tarea de los bancos centrales hace falta, como mínimo, desarrollar esta facilidad de *swap* de los bancos centrales, y ya se han dado los primeros pasos en esa dirección. La decisión de octubre de 2013 de crear líneas de *swap* ilimitadas permanentes entre el C6 —la FED, el Banco Central Europeo, el Banco de Japón, el Banco de Inglaterra, el Banco Nacional de Suiza y el Banco de Canadá— es parte de esta tarea de reimaginar, como también lo son las nuevas facilidades expandidas de seguro de liquidez del Banco de Inglaterra (Banco de Inglaterra, 2013).⁶ Lo que está emergiendo es un sistema de operador de última instancia para el mercado mundial de dinero que funciona mediante un consorcio de bancos centrales, y no exclusivamente de la FED. Dado el soporte de la línea de *swaps*, ahora no hay nada que impida a un banco central prestar en dólares a sus propios bancos con domicilio en el país creando sus propias obligaciones en dólares.⁷ El siguiente paso consiste en integrar otras divisas al sistema, no tanto mediante la expansión de la membresía del C6 sino a través de la implementación de *swaps* bilaterales entre miembros determinados de este grupo o con el FMI. Queda mucho trabajo por hacer, pero la experiencia que nos dejó la crisis ha marcado un rumbo claro para la tarea de reimaginar la función de prestamista de última instancia para un mundo financieramente globalizado. Este sistema emergente reconoce el hecho esencial de que la liquidez es un bien público, en realidad un bien público global.

⁶ A las facilidades de seguro de liquidez se las caracteriza correctamente como experimentales. Es importante entender que la dimensión más relevante de la experimentación se relaciona con el precio. Aquí la idea de que los bancos centrales quieren proveer un *spread* externo, y no interno, es crucial para evitar una evaluación errónea del precio.

⁷ Quizás es oportuno señalar que el sistema emergente no parece ser el sistema multipolar imaginado por muchos autores académicos. Todavía es un sistema muy arraigado en el dólar pero con la responsabilidad de un soporte distribuido entre los C6, en vez de que el peso solo recaiga en la FED. La crisis dejó en claro que ningún banco central, la FED incluida, está preparado para cumplir el rol de prestamista de última instancia a nivel global.

II.2. Regulación y supervisión

La aceptación por parte de los bancos centrales de que tienen que cumplir con la tarea de proporcionar este bien público vital aporta la lente a través de la cual miraremos las cuestiones de regulación y supervisión de aquí en adelante. Los bancos centrales ahora reconocen que la crisis financiera del nuevo sistema crediticio basado en el mercado inevitablemente afectará sus propios balances por lo que tienen incentivos para construir estructuras de supervisión y regulación que reduzcan la posibilidad de que se produzcan crisis financieras en primer lugar. A la fecha, el principal impulsor de las discusiones de política ha sido encontrar los caminos para aumentar los colchones de capital en todo el sistema con el objeto de salvaguardar el presupuesto público, lo que incluye una coordinación global significativa para evitar el arbitraje regulatorio entre las jurisdicciones. Este esfuerzo tiene buenas intenciones, y en algunos lugares es necesario, pero definitivamente no es suficiente. Los colchones de capital hacen poco para brindar protección contra una espiral descendente impulsada por problemas de liquidez y, en la actualidad, los amortiguadores existentes parecen estar funcionando, más que nada, para suprimir la expansión del crédito. Reimaginar la tarea de los bancos centrales implicar ir más allá de los colchones de capital.

La Tabla 4 ofrece un marco para repensar el papel subvalorado de la liquidez en este problema (Mehrling *et al.*, 2013, Figura 1).

Tabla 4 / Sistema crediticio basado en el mercado

Bancos de fondeo de capital		Operador global del mercado de dinero		Administrador de activos	
Activo	Pasivo	Activo	Pasivo	Activo	Pasivo
Títulos respaldados por hipotecas (RMBS)	Fondeo del mercado monetario	Fondeo del mercado monetario	"Depósitos"	"Depósitos"	Capital
Credit default swaps (CDS)					Credit default swaps (CDS)
Swaps de tasa de interés (IRS)					Swaps de tasa de interés (IRS)
Swaps de monedas (FXS)					Swaps de monedas (FXS)
Operador de derivados					
Activo	Pasivo				
Credit default swaps (CDS)	Credit default swaps (CDS)				
Swaps de tasa de interés (IRS)	Swaps de tasa de interés (IRS)				
Swaps de monedas (FXS)	Swaps de monedas (FXS)				

En este mapa idealizado del sistema *shadow banking*, el financiamiento de los préstamos del mercado de capitales a través del mercado monetario se lleva a cabo en los llamados Bancos de Fondeo de Capital (CFB, por sus siglas en inglés). Para enfocarnos en los problemas de liquidez, suponemos que los problemas de solvencia de estos bancos fueron resueltos mediante un sistema robusto de transferencia del riesgo que utiliza derivados. Por su diseño, el CFB cubre todos los riesgos crediticios, el riesgo de tasa de interés y el riesgo del tipo de cambio, de manera que el único riesgo que queda es el riesgo de renovación del fondeo.

Tal como ilustra la tabla, en un sistema crediticio basado en el mercado, la clave de la renovación del fondeo está en el sistema del operador que crea mercados, incluyendo al Operador Global del Mercado de Dinero, que crea mercados monetarios, y al Operador de Derivados, que crea los mercados de riesgo que fijan el precio de las garantías. El reciente avance regulatorio para organizar las operaciones de *swaps* en mercados regulados, representa un primer paso positivo hacia una mayor robustez del sistema de operadores privados. El argumento central de esta medida ha sido la importancia de la transparencia de precios pero debería quedar claro que también es importante desde el punto de vista de la liquidez. La centralización del riesgo es clave para poder administrarlo. ¡Una lección que aprendimos con la crisis financiera global es que descentralización del riesgo no es sinónimo de diversificación del riesgo!

En un sistema crediticio basado en el mercado, se busca dar apoyo a los mercados de activos y no a las instituciones individuales. Un mercado regulado tiene el incentivo de poner en práctica regulaciones que garanticen el desempeño de sus miembros, así como de tener reservas de liquidez suficientes y líneas de crédito para que el mercado pueda seguir funcionando aun cuando los miembros individuales colapsen, en tanto el banco central queda por detrás como prestamista/operador de última instancia (la fijación de un precio para esta asistencia del banco central es clave para evitar el riesgo moral). El problema de “demasiado grande para caer” deriva sustancialmente del hecho de que hasta ahora no ha habido ningún mecanismo de compensación central por lo que la única manera de dar soporte a los mercados (un objetivo de bien público legítimo) ha sido dando soporte a los operadores individuales (que no es un objetivo de bien público legítimo). En el futuro, con un apoyo adecuado al sistema de operaciones en su conjunto, los operadores individuales podrán fracasar sin temor a desencadenar una espiral de liquidez descendente.

A pesar de todo, el avance hacia sistemas centralizados de compensación de contrapartes es sólo el primer paso. En la actualidad, el sistema de transferencia del riesgo en el mundo real está lejos de la perfección supuesta en la Tabla 4, que ilustra el caso ideal. De hecho, si pudiéramos identificar una falencia como el talón de Aquiles del sistema de *shadow banking* anterior a la crisis, ésta sería el sistema de transferencia de riesgo, que en gran parte involucró el cambio de objetivos de instrumentos y mecanismos, tales como la división de valores en tramos (*tranching*) y la securitización, que originalmente fueron diseñados para usos bastante diferentes. No puede sorprendernos, entonces, que la innecesariamente compleja estructura financiera resultante haya colapsado cuando se la sometió a presiones.

En este sentido, el avance en los círculos regulatorios hacia la reducción de la complejidad está claramente en el camino correcto aunque, quizás, todavía no se entiende en profundidad que los derivados pueden ser parte de la solución y no sólo del problema (en mi sistema de *shadow banking* idealizado, se supone que los derivados realizan una transferencia perfecta del riesgo, de modo que el Banco de Fondeo de Capital queda perfectamente cubierto). Tener en cuenta el objetivo amplio de facilitar la determinación del precio de mercado de las dimensiones clave del riesgo podría ayudar a encauzar un ataque, de otro modo disperso, al descuidado “arbusto financiero”, un ataque que, de otra manera, podría terminar podando los tallos vitales en lugar de quitar la madera muerta e innecesaria. Hay una necesidad legítima de transferencia del riesgo; el desafío está en encontrar mejores maneras para realizar dicha transferencia.

II.3. Estabilización

Antes de la crisis, el debate sobre la política de estabilización había alcanzado un extraordinario grado de sofisticación y también de consenso focalizado estrictamente en el uso de la política de tasa de interés para alcanzar la meta de inflación anunciada. En teoría, la política de metas de inflación debía funcionar estabilizando las expectativas del nivel de precios a largo plazo y brindando, de este modo, un ancla para que los mercados crediticios privados encontrarán el equilibrio. Lamentablemente, ese consenso terminaría perdiendo de vista la inestabilidad inherente del crédito, un fenómeno descartado en los supuestos de los modelos de equilibrio general que guiaban la política. Mientras tanto, la crisis demostró con creces que el crédito basado en el mercado es tan proclive a la inestabilidad como el crédito basado en los bancos. La primera respuesta

a la crisis consistió en reimaginar la función de prestamista de última instancia, seguida por la supervisión y regulación para garantizar un prestamista privado robusto de primera instancia. La tarea de reimaginar la política monetaria es lo que viene luego.

En un mundo de mercados financieros altamente desarrollados, nos enfrentamos a la pregunta crucial de si los bancos centrales tienen algún tipo de influencia en tiempos comunes, cuando no hay crisis. De hecho, el marco estándar de Brainard-Tobin depende sobre todo de las imperfecciones del mercado. Tal como dice Tobin (1969, p. 26) explícitamente: “Si la tasa de interés del dinero, así como las tasas de todos los demás activos financieros, fueran flexibles y endógenas, entonces... no habría lugar para una política monetaria que afectara la demanda agregada”. Sin embargo, esto es una característica de su modelo y no del mundo real. El marco de Borio y Disyatat (2009) se diferencia marcadamente del de Brainard-Tobin en un aspecto crucial porque introduce el límite de liquidación en el mecanismo de pagos, una restricción que el banco central puede relajar porque el medio de pago último es su propio pasivo. Incluso en un mundo de mercados financieros desarrollados, esta característica es la fuente clave de la influencia de los bancos centrales sobre la tasa de interés *overnight*, porque esta tasa es sencillamente el precio de posponer el pago por un día.

El esquema funciona así: todos los días, los agentes con un déficit en la compensación deben encontrar la forma de convencer a los agentes con un excedente para que los ayuden a resolver la situación, ya sea comprando uno de sus activos (a un determinado precio) u otorgándoles crédito (también a un determinado precio). Al tener como objetivo la tasa *overnight*, la política monetaria opera esencialmente relajando o endureciendo la restricción de pago, lo que equivaldría a decir que le facilita o complica a los agentes deficitarios la posibilidad de retrasar la liquidación. Luego, el arbitraje conecta la tasa *overnight* con las tasas de más largo plazo, y también conecta las tasas en una moneda con las tasas en otras monedas.⁸ Por lo tanto, el control de la tasa *overnight* es la fuente de influencia indirecta en los mercados financieros a un nivel más amplio, y el arbitraje termina siendo el mecanismo de transmisión esencial de esa influencia.

⁸ Para evitar una posible interpretación errónea, debemos dejar en claro que, en la práctica, el arbitraje no es suficiente para que se cumpla la hipótesis de expectativas de la estructura temporal de tasas de interés o la paridad del interés no cubierta. Estas también son propiedades de los modelos idealizados, pero no del mundo real.

Aunque pueda no haber sido explicitado en el tratamiento de Borio y Disyatat, esto es totalmente consistente con lo que ellos plantean. Dando un paso más allá de estos autores, también podemos sostener que la posición especial que ocupan los bancos centrales en el sistema de pagos se traduce en una fuente potencial directa de influencia sobre los precios de otros activos (y no sólo sobre la tasa *overnight*), simplemente porque el banco central siempre puede comprar un activo pagándolo con sus propios pasivos. Esta es la esencia de las finanzas típicas de los tiempos de guerra, en las que el banco central ata el precio de la deuda pública, comprando deuda según lo necesita y utilizando para ello sus propios pasivos. También es la esencia del llamado *Quantitative Easing*. En ambos casos, el banco central funciona como operador de primera instancia (y no de última), fijando el *spread* interno (y no el externo) y creando mercados de manera directa.

Desde este punto de vista, es posible hacer una clara diferenciación entre el operador de última instancia y el *Quantitative Easing*. Lo que hicieron los bancos centrales cuando llevaron a los mercados monetarios colapsados y a los mercados de capital disfuncionales a sus propios balances fue actuar como operadores de última instancia, lo cual puede entenderse y justificarse como la provisión de un bien público, en este caso, la liquidez. Los bancos centrales se convirtieron en el mercado porque el mercado desapareció. Expandieron sus balances y se transformaron en *shadow banks* públicos como forma de ponerle un piso al sistema de *shadow banking* privado que estaba derrumbándose. Si se hubieran detenido ahí, la salida hubiera sido relativamente sencilla, una vez que el mercado privado se recuperara. Pero no se detuvieron allí.

El problema de salida actual no se debe a la función de los bancos centrales como operadores de última instancia sino al *Quantitative Easing*. Sometidos a presiones para estimular la economía, los bancos centrales buscaron que las tasas de mercado fueran más bajas, no sólo sobre el financiamiento de corto plazo sino también sobre los bonos de largo plazo, tanto riesgosos como no riesgosos. Al hacerlo, los bancos centrales se transformaron en el mercado porque los hacedores de políticas optaron por precios diferentes, es decir, precios más altos. El modelo mental que sustentó esta política fue en esencia el de Brainard- Tobin, pero el mundo en el que se implementó esa política fue el mundo moderno de la globalización financiera y no el mundo de la imperfección del mercado planteada por dicho modelo. En el mundo real, la condición *sine qua non* para la salida de la política de balances es la salida de los niveles de fijación de precios de activos impuestos por la política monetaria.

III. Conclusión

La crisis financiera global ha dejado en claro la necesidad de un respaldo de última instancia para el nuevo sistema emergente de crédito basado en el mercado. En tiempos normales, ese respaldo implica establecer un *spread* comprador-vendedor por fuera del *spread* cotizado por los operadores privados. En tiempos normales el banco central respalda al mercado, y sólo en tiempos de crisis se convierte en el mercado.

Asumir esta nueva responsabilidad inevitablemente implica asumir también la responsabilidad de garantizar la robustez del sistema de operadores privados por medio de la regulación y supervisión, para reducir la probabilidad de que sea necesario contar con el respaldo de última instancia. Mientras que en el sistema crediticio a través de préstamos bancarios la regulación se focalizaba naturalmente en los bancos, en el sistema moderno se centra en los operadores. La continuidad del precio, tanto del precio de los activos de garantía del capital como el precio del fondeo del mercado monetario, es clave para evitar la crisis.

Con estos dos primeros pasos, la reimaginación de la tarea de los bancos centrales está bien encaminada. Pero el tercero, que consiste en reconceptualizar la política monetaria, está todavía en una etapa muy temprana. La Política de Tasa de Interés Cero (ZIRP, por sus siglas en inglés), el *Quantitative Easing* y también las llamadas pautas futuras de política monetaria (*forward guidance*) son todas políticas cuya legitimidad analítica deriva de un marco teórico obsoleto, ideado para abordar las operaciones del viejo sistema de crédito basado en los préstamos bancarios. Ahora, el marco requiere una actualización significativa para adaptarse al mundo moderno. A pesar de la naturaleza flexible y endógena de los precios de los activos y de las tasas de fondeo, el dinero importa. La posición del banco central en la cima del sistema de compensación le brinda una influencia sobre las tasas de interés a corto plazo. El desafío que enfrentamos consiste en reconceptualizar cómo utilizar esa influencia a favor del interés público en pos de lograr la meta de la estabilización.

Por último, reimaginar la tarea de los bancos centrales es un desafío técnico que requiere un compromiso sostenido con las realidades institucionales de los mercados monetarios modernos, tanto a nivel local como internacional. Pero también es un desafío de economía política porque implica reimaginar la interre-

lación que existe entre la asistencia del banco central y el sistema de operadores privados, así como la interrelación entre el interés privado y el interés público, y también entre el interés público nacional y el global.

Referencias

Banco de Inglaterra (2013). “Liquidity Insurance at the Bank of England”. Disponible en <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Documents/money/publications/liquidityinsurance.pdf>

Borio, C. y P. Disyatat (2009). “Unconventional Monetary Policies: An Appraisal”, Documentos de Trabajo N° 292 del BIS (noviembre).

Buiter, W. y A. C. Sibert (2007). “The Central Bank as Market Maker of Last Resort”, Financial Times Maverecon (agosto de 2012).

Grad, D., D. Neilson, y P. Mehrling (2011). “The Evolution of Last-Resort Operations in the Global Credit Crisis” (con D. Grad y D. Neilson). Copia mimeografiada sin publicar. Disponible en http://danielneilson.com/media/pdf/grad_mehrling_neilson-latest.pdf

Hawtrey, R. G. (1913). *Good and Bad Trade; an Inquiry into the Causes of Trade Fluctuations*, Londres, Constable and Co.

Hawtrey, R. G. (1932). *The Art of Central Banking*, Nueva York, Longmans, Green.

Mehrling, P. (2011). *The New Lombard Street, How the Fed became the Dealer of Last Resort*, Princeton, Nueva Jersey, Princeton University Press.

Mehrling, P., Z. Pozsar, J. Sweeney, y D. Neilson (2013). “Bagehot was a Shadow Banker: Shadow Banking, Central Banking, and the Future of Global Finance”, en S. Classens, D. Evanoff, G. Kaufman, y L. Laeven. Hackensack (eds.), *Shadow Banking Within and Across Borders*, Nueva Jersey, World Scientific Publishing Company.

Mehrling, P. (2013). “Essential Hybridity: a Money View of FX”, *Journal of Comparative Economics*, 41, pp. 355-363.

Minsky, H. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven, Yale University Press.

Swagel, P. (2009). “The Financial Crisis: An Inside View”, *Brookings Papers on Economic Activity* (primavera), pp. 1-63.

Tobin, J. (1969). “A General Equilibrium Approach to Monetary Theory”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 1, N° 1 (febrero), pp. 15-29.

Tucker, P. (2009). “The Repertoire of Official Sector Interventions in the Financial System - Last Resort Lending, Market-making, and Capital”. Comentarios en la Conferencia Internacional del 2009 del Banco de Japón sobre “Financial System and Monetary Policy: Implementation”, Banco de Japón, Tokio, 27-28 de mayo.