

Reconstruyendo los mecanismos de transmisión de la política monetaria

JANE D'ARISTA^{*}

Resumen

Este artículo examina los instrumentos utilizados por el FED para implementar la política monetaria en los Estados Unidos. Se sostiene que la influencia de las fuerzas de mercado sobre las iniciativas de la política monetaria para la determinación del ritmo de expansión del crédito ha determinado que la deuda de los distintos sectores de la economía alcance niveles insostenibles. La estabilidad financiera y el crecimiento económico de los Estados Unidos se encuentra limitado por la ruptura en la efectividad de la implementación de la política monetaria, por lo tanto, es necesario el restablecimiento de controles cuantitativos como mecanismos de transmisión de la política monetaria. Sin embargo, este restablecimiento debe considerar los distintos y significativos cambios que han reformado el sistema financiero estadounidense en las tres últimas décadas, y que requieren la existencia de una relación más estrecha entre las iniciativas de política y las acciones de los participantes en el sistema financiero. Así, un sistema de reserva basado en activos permitiría alcanzar este objetivo y proporcionaría un marco de política adecuado para el siglo XXI.

Abstract

This article surveys the tools used by the FED to implement monetary policy in the United States. It argues that the influence of the market forces over monetary policy initiatives in determining the pace of credit expansion has determined that the debt of the different sectors of the economy reaches unsupportable levels. Financial stability and economic growth of U.S. is limited by the breakdown in the effectiveness of monetary policy implementation, therefore, it is necessary to reinstate quantity controls as transmission instruments of the monetary policy. Nevertheless, this reinstatement must take into consideration the many and substantial changes that have reshaped the U.S. financial system over the last three decades, and requires the existence of a closer relationship between policy initiatives and all actions of the participants in the financial system. Thus, an asset-based reserve system would meet this objective and provide a policy framework appropriate for the 21st century.

I. Una visión general de las herramientas de política: presente, pasado y futuro

Desde los años treinta, ha existido un cambio relativamente pequeño en la manera en que el FED implementa la política monetaria. Las operaciones de mercado abierto – reconocidas en primer lugar como una herramienta de política por el Acta Bancaria de 1933 – han constituido por varios años el principal instrumento para modificar la oferta y el costo del dinero; y, el crédito. Las ventanillas de descuento que otorgan préstamos de corto plazo a los bancos fueron

^{*} Funcionaria del Centro de Mercados Financieros. Esto constituye una versión preliminar.

en otro tiempo el canal fundamental para la política pero actualmente están siendo usadas esencialmente cuando el FED actúa como prestamista de última instancia. Tanto las operaciones de mercado abierto como las ventanillas de descuento alteran el monto de crédito disponible para el sistema bancario a través de cambios en la disponibilidad y costo de las reservas requeridas de los bancos. Los requerimientos de reserva son, por lo tanto, el apoyo para ambos instrumentos de política -- se debe señalar que las acciones del FED empiezan a operar a su manera a través del sistema financiero para modificar los costos y condiciones en los mercados monetario y de crédito de los Estados Unidos, e influenciar la actividad económica.

El rol imaginado para el Sistema de la Reserva Federal cuando fue creado en 1913 fue más modesto. La preocupación fundamental así, fue la terminación de la restricción impuesta por el patrón oro sobre el volumen de creación de dinero mediante la introducción de un nuevo procedimiento para la emisión de billetes que daría como resultado el concepto de una "moneda flexible", en el sentido de que se puede expandir o contraer para satisfacer o acomodar las necesidades del comercio y del crecimiento económico. Dentro de este marco, el FED descontó la moneda elegible (*trade bills*) de los bancos miembros y emitió billetes respaldados por una mezcla de moneda elegible y tenencias de oro. Otra importante consideración del Acta de 1913 fue el requerimiento de que todos los bancos nacionales y los bancos estatales miembros, mantengan sus reservas en los bancos de la Reserva Federal regionales, en lugar de hacerlo en los grandes bancos privados en las ciudades principales. Mientras el acta del Banco Nacional de 1863 y las leyes estatales ya requerían a los bancos que mantuvieran reservas, se pensó que la inversión segura de los fondos por parte de los administradores del Sistema y su capacidad para prestarlos de manera sistemática entre las regiones, terminaría con las corridas bancarias recurrentes y los pánicos financieros que habían plagado la economía de los Estados Unidos a lo largo de la segunda mitad del siglo XIX y en el siglo XX.

Este esquema original para la política monetaria mostró ser insuficiente para ocuparse de las corridas bancarias y las quiebras en los años iniciales de la Depresión. Fue claro que solo las reservas no pudieron proporcionar la liquidez adecuada en los tiempos de tensión financiera. Por entonces -- el Director de la Junta de la Reserva Federal-Marriner S. Eccles, argumentó en el debate del Acta Bancaria de 1935, "... en el análisis final, en una depresión, no existe liquidez, excepto aquella liquidez que puede ser creada por la Reserva Federal o el banco central a través de su poder de emisión ..." (Congreso de los Estados Unidos, 1935).

Pero esta verdad medular de la banca central había sido ya descubierta previamente por un oficial de la Reserva Federal -- Benjamin Strong, Gobernador del Banco de la Reserva Federal de Nueva York desde 1914 hasta su muerte en 1928. El entendió que el contar con ventanillas de descuento, restringía la capacidad del FED para tomar la iniciativa; que si los bancos privados no buscaban

activamente el crédito del banco central – como no lo hicieron durante la recesión de la Primera post-Guerra Mundial o después, durante los años iniciales de la Depresión -- la economía tiene la posibilidad de estancarse o no crecer a su nivel potencial. Utilizando los importantes flujos de oro hacia los Estados Unidos, ocurridos durante y después de la Guerra, para aumentar el nivel del oro de respaldo de los billetes de la Reserva Federal y reducir la necesidad de la moneda elegible facilitada por los préstamos bancarios, el Gobernador Strong inventó las operaciones de mercado abierto y las usó exitosamente como un instrumento de política de estabilización hasta finales de los años veinte. Con la caída de 1929, las salidas de oro minaron la capacidad del FED para respaldar las operaciones de mercado abierto hasta que la legislación de emergencia en 1932 autorizó el uso de los papeles del Tesoro de los Estados Unidos como respaldo de los billetes de la Reserva Federal. Esta autorización, reafirmada en las Actas Bancarias de 1933 y de 1935 y, hechas permanentes en los años cuarenta, proporcionaron el marco para las operaciones del sistema todavía en uso en la actualidad (D'Arista, 1972).

El FED condujo las operaciones de mercado abierto mediante la compra y venta de los papeles del Tesoro de los Estados Unidos en el mercado secundario en transacciones con los llamados “negociantes primarios” (fn). Estas compras y ventas simultáneamente modificaron tanto el lado de los activos como el de los pasivos del balance del FED, aumentando o disminuyendo tanto sus tenencias de activos (papeles del Gobierno) como sus obligaciones por las reservas bancarias. Bajo el sistema de reserva fraccionaria, los bancos y, desde la promulgación del Acta de Control Monetario en 1980, todas las instituciones de depósito deben mantener un porcentaje determinado de sus depósitos, ya sea en efectivo en sus bóvedas o como saldos que no generan intereses en sus bancos de la Reserva Federal regionales. Cuando el FED cambia la oferta de reservas, modifica el volumen de efectivo y depósitos en el sistema. Y debido a que los bancos crean depósitos para sus clientes cuando ellos prestan, restringiendo o aumentando su capacidad de agregar a su base de depósitos, afectan su capacidad de expandir el crédito.

En el pasado, estas transacciones proporcionaron un mecanismo de transmisión altamente efectivo para la política monetaria. Pero, mientras los instrumentos en sí mismos todavía se mantienen en su lugar, el contexto institucional en el cual son implementados ha cambiado dramáticamente a lo largo de las últimas dos décadas. El FED y el Congreso han respondido a estos desarrollos pero lo han realizado de manera que debilitaron la capacidad del FED para alcanzar sus objetivos. Y, reflejando la erosión en la efectividad de los instrumentos de política, los objetivos de política se han limitado y ahora ignoran los mandatos del Congreso para mantener el pleno empleo y la producción. El énfasis en el crecimiento fue modificado por el requerimiento de que sea no-inflacionario y, en años recientes, el único objetivo sobreviviente de política se ha vuelto la estabilidad de precios. Para perseguir este objetivo, el FED mide ahora la efectividad de la implementación de la

política, en términos de su capacidad para asegurar que su tasa de interés de corto plazo clave se negocie cerca de su tasa objetivo anunciada.

Pero, si el FED ha abandonado la responsabilidad de alcanzar objetivos económicos más amplios, también ha renunciado a su responsabilidad para prevenir una expansión excesiva de crédito. El volumen total de crédito vencido se ha duplicado en cada una de los dos últimas décadas. Mientras la estabilidad de precios ha sido alcanzada – como, en parte, de la política del dólar fuerte que ha debilitado otras monedas y cuando los precios de las exportaciones a los Estados Unidos – la expansión sin precedentes del crédito ha contribuido a una inflación de los precios de los activos y a un creciente peso de la deuda de los consumidores y de los sectores de negocios, que puede mostrarse tan dañina como el nivel comparable de la inflación en los precios de los bienes.

Esta investigación sostiene que una restricción importante sobre la perspectiva estadounidense de la estabilidad financiera y del crecimiento económico futuros es la ruptura en la efectividad de la implementación de la política monetaria. Su influencia ha sido debilitada por los cambios institucionales y operativos ocurridos en el funcionamiento del sistema financiero norteamericano, las iniciativas adoptadas para promover la liberalización financiera mediante la relajación de restricciones cuantitativas sobre los bancos; los ajustes en los procedimientos operativos para reflejar la reducción de los saldos de reservas de los bancos con el FED; y, el aumento descomunal de la inversión extranjera en activos financieros norteamericanos que han alimentado una expansión insostenible de la deuda. La reconstrucción de un mecanismo de transmisión efectivo para la política monetaria requerirá una reevaluación de los procedimientos operativos que restablezcan y extiendan los controles cuantitativos para cubrir todos los segmentos de los mercados financieros norteamericanos. Lo que este objetivo implica es el requerimiento de un nuevo sistema de administración de las reservas del banco central que imponga reservas sobre los activos en lugar de sobre los depósitos.

II. La erosión del mecanismo de transmisión de la política monetaria

El alcance del cambio institucional

Impulsado inicialmente por los requerimientos de financiamiento del Acta de Garantía de los Ingresos de Jubilación de los Empleados (ERISA, 1974), el cambio en los ahorros de los hogares, desde los bancos hacia los fondos de pensiones y otros inversionistas institucionales, ha transformado el sistema financiero de los Estados Unidos. Los activos de todas las instituciones de depósito han caído drásticamente desde alrededor del 60 por ciento del total de activos del mercado de

crédito mantenido por el sector financiero, a menos del 24 por ciento desde 1978; mientras que la participación de los inversionistas institucionales – fondos mutuales, *trusts* de inversión, compañías de seguros y los fondos de pensiones en sí mismos – ha aumentado desde un 32 por ciento a cerca del 60 por ciento en el mismo período. A fines del año 2000, los inversionistas institucionales predominantes fueron los fondos de jubilación de empleados locales, privados y estatales y fondos mutuales. Los fondos de pensiones mantienen US\$ 7.7 trillones de activos financieros, incluyendo acciones, y tenencias de los fondos mutuales de instrumentos del mercado monetario, acciones y bonos totalizan US\$ 6.4 trillones. Los activos totales de los bancos comerciales, instituciones de ahorro y uniones de crédito estuvieron en el mismo nivel de los fondos mutuales: US\$ 6.4 trillones.

Los activos principales que poseen los inversores institucionales son papeles. Así, el cambio en los ahorros individuales desde los bancos hacia los fondos de pensiones y mutuales produjo un aumento simétrico en préstamos a través de los mercados de capitales. Las corporaciones fueron inducidas a prestar menos desde los bancos y emitir más papeles comerciales y bonos de corto y largo plazos. Los flujos de crédito a los individuos también se movieron dentro de los mercados de capitales debido a que más hipotecas fueron garantizadas por empresas auspiciadas por el gobierno (GSE's tales como Fannie Mae y Freddie Mac) y consorcios de hipotecas relacionados federalmente y, porque los emisores de papeles respaldados por activos (ABS) usaron técnicas de titularización para financiar préstamos de automóviles y otros préstamos de consumo. A lo largo de la década de los noventa, los pasivos de los GSE's – usados en la mayoría de los casos para financiar vivienda unifamiliar – aumentaron a US\$ 4.4 trillones en tanto que aquellos de los emisores ABS alcanzaron US\$ 1.8 trillones.

Dados estos cambios en los instrumentos y canales utilizados para el ahorro y la inversión, no es sorprendente que las actividades de las instituciones también hayan cambiado. La gestión de activos se ha transformado en la función predominante de los mercados financieros norteamericanos y el comercio se ha vuelto la actividad principal. El préstamo bancario continúa siendo una función importante y una que es peligrosa para los prestatarios de pequeños negocios que no tienen acceso a los mercados de capitales, pero los bancos también administran fondos mutuales y ofrecen servicios de administración de activos a través de los departamentos de fideicomisos.

Además, los bancos norteamericanos más grandes han sido, durante muchos años, los creadores de mercado predominantes en comercio exterior y, más recientemente, han desarrollado un nuevo nicho altamente rentable en la estructura financiera conformada para proporcionar seguros financieros como negociantes de derivados y vendedores de garantías que respaldan las emisiones de papel comercial

y otros papeles. Explotando su relación especial con el banco central, ofrecen estos servicios bajo el entendido de que su capacidad para desenvolverse está respaldada por el acceso a un prestamista de última instancia. El tamaño y la importancia del comercio exterior y de los mercados de derivados, el rol predominante de los bancos norteamericanos en estos mercados y el tamaño de sus compromisos fuera de balance en relación a su capital, aseguran que el FED de hecho intervendrá para hacer efectivo este derecho. Cuando el mercado de derivados se posesionó y el dólar cayó 17 por ciento frente al yen en el último trimestre de 1998, el FED validó este supuesto mediante la inyección de liquidez tanto como fue posible en el mercado.

Pero mientras las implicancias de los cambios operativos de los bancos se vuelven más aparentes al rol del FED como prestamista de última instancia, las maneras a través de las cuales el nuevo énfasis en la gestión de activos y en el otorgamiento de seguro financiero afectan la implementación de la política monetaria, son menos claras. Las recientes preocupaciones acerca de los efectos de los cambios en la riqueza de los hogares sobre la confianza del consumidor y el gasto sugieren que las respuestas de política no pueden ignorar los precios de los activos. Además, el uso creciente de deuda hipotecaria para otras formas de consumo e inversión, aumenta el interés acerca de la prudencia y de la indiferencia permanente del FED a los desequilibrios en la manera en que el crédito es canalizado.

No obstante, el hecho de que varios de los cambios institucionales que han tomado lugar han erosionado la capacidad del FED para influir directamente en la cantidad de crédito, expandido ya sea por bancos o instituciones financieras no bancarias, fue muy bien comprendido por las autoridades monetarias a inicios de 1993. En el simposio sobre “Mercados de Capitales Inestables: Implicancias para la Política Monetaria” auspiciado por el Banco de la Reserva Federal de la Ciudad de Kansas, el Presidente del FED, Alan Greenspan, realizó los siguientes comentarios sobre los efectos del desmejoramiento del rol especial de los bancos, el aumento en los ahorros canalizados a través de los inversionistas institucionales y el crecimiento en la titularización:

“Como un resultado de sus desarrollos, el efecto claramente directo que las operaciones de mercado abierto tienen, por una sola vez, sobre los flujos crediticios otorgados a los negocios y constructoras de vivienda es amplio. Sin embargo, la Reserva Federal puede todavía afectar las tasas de interés de corto plazo, y así tener un impacto sobre el costo del financiamiento de los bancos; de otros intermediarios; y, directamente de los mercados de capitales. En tanto que este efecto puede ser más indirecto, o demorarse; o requerir grandes movimientos en tasas para lograr un efecto dado sobre el producto; la Reserva Federal y otros bancos centrales todavía tienen los instrumentos precisos para implementar la política monetaria” (FRBKC, 1993, p.3).

Pero, tal como Hans Tietmeyer, entonces Vicepresidente del Deutsche Bundesbank, puntualizó:

“... los cambios en los mercados financieros generalmente han hecho más difícil el cumplimiento del mandato de estabilidad por parte de las autoridades monetarias ... En algunos países, la innovación financiera y la desregulación han distorsionado los objetivos intermedios utilizados en la conducción de la política monetaria y han alterado los mecanismos de transmisión de la política monetaria a la economía real” (Ibid., p.407).

Eliminación de los controles cuantitativos como un objetivo de la liberalización financiera

La liberalización financiera es parte de un objetivo político más amplio que busca limitar la influencia del gobierno e impulsar el rol de los mercados en la consecución de resultados económicos. Seguidores de esta visión afirman que los mercados libres asignarán el crédito de manera más eficiente y productiva que los gobiernos, y que sus esfuerzos exitosos para eliminar los controles cuantitativos y dismantelar las barreras entre los sectores financieros, sean necesarias para impulsar la equidad competitiva.

Los controles cuantitativos incluyen: techos a las tasas de interés de los depósitos; límites directos a la expansión del crédito; requerimientos de reserva y liquidez; y, controles de capital. El Acta de Control Monetario de 1980 puso fin a los techos de tasas de interés en los Estados Unidos y otros países desarrollados abandonaron este instrumento de política en los ochenta e inicios de los noventa. Los límites directos sobre aumentos en los préstamos bancarios fueron utilizados solo por los Estados Unidos como parte del esfuerzo para controlar las salidas de capital en los años sesenta. Sin embargo, fueron un principal instrumento monetario para el Reino Unido y otros países europeos durante los años setenta. Las regulaciones que requerían que los bancos calcen el vencimiento de activos y pasivos también fueron utilizadas extensamente por los países europeos y el Japón pero no por los Estados Unidos. Por otro lado, las regulaciones norteamericanas que limitan el monto de créditos a los prestatarios como porcentaje del capital – una provisión en el Acta del Banco Nacional de 1863 – han sido conservadas y fueron adoptadas por otros países desarrollados después de que estallaron las crisis a causa del sobreendeudamiento que erupcionó en los setenta y ochenta.

La presión sobre los países en desarrollo para que eliminen los controles de capital ha sido un tema contencioso a lo largo de la década de los noventa. Debe notarse, sin embargo, que fueron suprimidos solo recientemente por los países

industriales. Los Estados Unidos abolieron los controles de capital en 1974 y el Reino Unido lo hizo en 1979. Otros países europeos y el Japón los siguieron pero más lentamente. A fines de los ochenta, todos los países de la Unión Europea han emprendido la liberalización de la cuenta de capitales para cumplir las condiciones de la unión monetaria.

Los requerimientos de reserva – el principal control cuantitativo usado por la autoridad monetaria estadounidense y el instrumento ligado más cercanamente a la implementación de política – no han sido eliminados pero han sido seriamente debilitados. Irónicamente, fue el esfuerzo del FED para mejorar el control monetario en los ochenta, mediante la imposición de requerimientos de reserva sobre los préstamos de las oficinas en el exterior de bancos norteamericanos a sus casas matrices que contribuyó al respaldo escalonado de requerimientos en los noventa, porque ellos habían entregado una ventaja competitiva significativa a los bancos extranjeros que prestan dentro del mercado norteamericano desde sus oficinas matrices. Debido a que el FED no pudo imponer controles sobre los bancos no estadounidenses que operaban *off-shore*, los bancos extranjeros tuvieron una ventaja en el costo al prestar a los negocios norteamericanos, los cuales solían aprovechar de una participación importante del mercado de crédito comercial e industrial norteamericano (McCauley y Seth, 1990). Esto sucedió cuando las ganancias de los bancos norteamericanos habían sido erosionadas por los préstamos vencidos a los países en desarrollo, de ahí que la presión subió para acentuar la posición competitiva de los bancos mediante la reducción de sus costos.

El FED fue compasivo con este argumento. Además de la negociación del Acuerdo de Basilea (1988) que establece estándares adecuados de capital para todos los bancos multinacionales de los países miembros del BIS a niveles aplicables a los bancos norteamericanos, el FED sostuvo un desfase de los requerimientos de reserva sobre los depósitos a plazo para hacer comparable el costo de los CDs domésticos con las fuentes de recursos en eurodólares. También redujo los requerimientos de reserva sobre los depósitos a la vista desde el 12 por ciento al 10 por ciento en 1992 (Feinman, 1993). En lo sucesivo, la reducción de los requerimientos de reserva se convirtió en un objetivo de la liberalización financiera para todos los países de la OECD y en 1994, se exigió a México que redujera éstos y otros controles cuantitativos como una condición para ingresar a la OECD.

Los controles cuantitativos contribuyen a la estabilidad financiera de dos maneras. Constituyen un instrumento para controlar la expansión del crédito dentro del sistema como un todo y también para promocionar la solvencia de las instituciones individuales. Así, a menudo se refieren como instrumentos de política “macroprudencial” y, se argumenta, que han sido reemplazados por los requerimientos de adecuación de capital que sirven para los mismos propósitos. Los

requerimientos de capital son vistos como apoyos de la solvencia institucional, al tiempo que aseguran que las fuerzas del mercado, en lugar de la autoridad monetaria, determinarán el monto de préstamos que las instituciones pueden expandir ya sea suministrando o reteniendo el capital necesario para respaldarlos.

La sustitución de capital por requerimientos de reserva presenta problemas para el control monetario. Los requerimientos de capital imponen un sesgo procíclico sobre el crédito bancario debido a que los mercados inevitablemente ofrecen más capital durante un *boom* y menos durante una depresión. Así, tal como el Presidente Greenspan lo puntualizó, movimientos más grandes en las tasas de interés serán requeridos para compensar esa tendencia. Además, la sustitución de los requerimientos de capital por requerimientos de reserva como un instrumento de política tiende a debilitar el nexo entre las acciones del banco central y la respuesta de las instituciones financieras. El confiar en los movimientos en las tasas de interés para implementar la política hace que el prestatario, en lugar del prestamista, sea el objetivo directo de las acciones de política. Es ahora el prestatario quien debe ser persuadido de contraerse o expandirse.

Implicancias de la reducción de los saldos de reservas de los bancos con el FED

El rol de los requerimientos de reservas como un instrumento de política continuó debilitándose a lo largo de la década de los noventa. Los saldos de reservas de los bancos con el FED cayeron desde niveles máximos de entre US\$ 35 y US\$ 40 billones en el período 1986-1989, a US\$ 29 billones en 1993 y continuaron disminuyendo en lo sucesivo a un mínimo de US\$ 5.3 billones en Abril de 2001 (FRS Release H.4.1). Si bien las reservas requeridas ascendieron sobre los US\$ 36 billones a finales de Marzo, los bancos fueron capaces de satisfacer más del 80 por ciento de sus requerimientos con tenencias de efectivo de las bóvedas – un desarrollo impulsado por el crecimiento en ATMs. Actualmente, el 94 por ciento del crédito total de la Reserva Federal (US\$ 623.7 billones) respalda sus obligaciones por moneda circulante, incluyendo el dinero mantenido fuera de las fronteras de los Estados Unidos.

Pero las reservas requeridas totales también han caído debido al uso de cuentas en tránsito (*sweep*) de los bancos para reducir sus pasivos de reserva. Esta técnica involucra mover los depósitos de los clientes desde sus cuentas de transacción hacia fondos de mercado de dinero que no están sujetos a los requerimientos de reserva. El FED sanciona las cuentas en tránsito porque es partidario de los reclamos de los bancos respecto a que el costo de los saldos de reserva que no generan intereses afecta su capacidad de competir por financiamiento. Entre 1993 y 1999, el volumen de las cuentas en tránsito creció más de 60 veces, llegando a US\$ 300 billones.

La reducción en los saldos de reservas de los bancos con el FED ha despertado inquietudes acerca de su capacidad para implementar la *tasa objetivo*. Estudios presentados en la conferencia sobre “Innovación financiera y Transmisión Monetaria”, auspiciada por el Banco de la Reserva Federal de Nueva York (Abril 2001), tomaron nota de algunos de los cambios en los procedimientos operativos del FED asociados con la caída en los saldos de reservas:

- Puesto que empezó anunciando la *tasa objetivo* en 1994, el FED ha confiado crecientemente en el anuncio en sí como parte del proceso de implementación. No puede respaldar el anuncio con operaciones de mercado abierto. Es más usual esperar que el mercado realice el ajuste hacia el nuevo nivel de tasa basado en la creencia de los participantes del mercado de que el FED puede efectivamente imponer la tasa. Este proceso se conoce ahora como “operaciones de palabra abierta”.
- Debido al lento crecimiento en los depósitos (y, consecuentemente, de los saldos de reservas) resultante del uso de los acuerdos de recompra de los bancos como “seudo depósitos”, el FED ahora confía más en los acuerdos de recompra *overnight* que en las compras absolutas para implementar la política. Los *overnight* repos representaron el 58 por ciento de las transacciones del FED para el período 1998-2000; por encima del 26 ½ por ciento en el período 1994-1998 y 10 por ciento antes de esto.
- La reducción en las emisiones de deuda del Tesoro también han complicado la conducción de la política monetaria. El FED ahora utiliza deuda titularizada de largo plazo como colateral para acuerdos de recompra y recientemente anunció que está considerando expandir el colateral para incluir no solo emisiones de GSE, sino también hipotecas respaldadas por titularizaciones garantizadas por los GSEs, así como ciertas obligaciones de deuda de los estados y de los gobiernos extranjeros.

En tanto que estos desarrollos no ofrecen evidencia definitiva de que su capacidad para imponer su *tasa objetivo* se ha debilitado, la probabilidad de que la incapacidad del FED para controlar la cantidad de crédito ha debilitado la economía norteamericana, se ha vuelto mucho más evidente. Las cargas de la deuda han subido a niveles sin precedentes, surgiendo preguntas importantes acerca de la relevancia de los objetivos actuales y objetivos de la política monetaria así como de la efectividad de los instrumentos de política existentes. Puesto que los ahorros externos han jugado un gran rol en la alimentación de la expansión del crédito de los Estados Unidos, la efectividad de las técnicas operativas e instrumentos actuales en la moderación de los efectos de estos influjos es también un tema de creciente interés.

Los efectos de los flujos de capital sobre los mercados de crédito norteamericanos en los noventa.

El sector externo ha sido un oferente neto de crédito muy grande para los prestatarios norteamericanos en la década de los noventa, influenciando fuertemente el monto y la asignación de nuevo financiamiento en los mercados de crédito. Mientras el financiamiento externo en los Estados Unidos fue más del 155 por ciento (un aumento de US\$ 450 billones a US\$ 739 billones) durante la década (FRS, *Flujo de Fondos*), gran parte del endeudamiento en dólares por parte de residentes no americanos continúa tomando la forma de *off-shore*. Este endeudamiento no se presenta, ya sea como flujos de fondos norteamericanos o como cuentas de transacción internacionales. Lo que se mide es la brecha entre los propietarios estadounidenses de activos externos y los propietarios extranjeros de activos norteamericanos – una brecha que alcanzó los US\$ 1.5 trillones a finales de 1999, en tanto que la deuda externa neta norteamericana subió al 16 por ciento del PIB (Departamento de Comercio de los Estados Unidos, 2000).

Los inversionistas extranjeros han provisto por encima del 10 por ciento de los fondos totales prestados en los mercados de crédito norteamericanos en cada año, a partir de 1992. El año máximo fue 1996, cuando los prestamistas extranjeros otorgaron el 30.2 por ciento del crédito total, aunque su participación cubrió, igualmente, el 20 por ciento en 1995 y 1997. Ellos proveyeron un sustancial apoyo al mercado de bonos corporativo, continuaron siendo los compradores predominantes a partir de mediados de 1990. En el 2000, adquirieron el 46 por ciento (US\$ 181 billones) de las nuevas emisiones netas y, a finales de año, fueron propietarios de cerca del 20% de los bonos corporativos vencidos, por encima del 12.8 por ciento en 1990. Las compras externas de acciones aumentaron significativamente en el 2000 (US\$ 172 billones), pero las inversiones en acciones han rezagado las compras de bonos para la mayor parte de la década. Los inversionistas extranjeros actualmente poseen cerca del 8 por ciento de las acciones norteamericanas vencidas, solo ligeramente por encima del nivel de 7 por ciento en 1990.

Los papeles del Tesoro de los Estados Unidos han sido la inversión predilecta para los extranjeros –particularmente para los bancos centrales extranjeros que mantienen cerca de US\$ 900 billones de reservas en dólares en activos financieros norteamericanos. Como resultado de los respaldos de compra del Tesoro, sin embargo, el sector externo ha acelerado las compras de papeles GSE como sustitutos para las emisiones del gobierno, comprando más del 35 por ciento de las nuevas emisiones netas de las agencias en el 2000. No obstante, su participación en la deuda del Tesoro vencida alcanzó el 36 por ciento durante la década – subió desde el 18.3 por ciento en 1990 – mientras que su participación en emisiones de

agencia creció del 3.6 por ciento al 12 por ciento durante el mismo período, proporcionando un apoyo adicional para los préstamos hipotecarios.

A finales del 2000, el apetito de los inversionistas extranjeros por activos financieros norteamericanos se mantuvo intenso, reforzado por diferenciales de tasas de interés persistentes que favorecieron los activos en dólares respecto a activos financieros nominados en otras monedas importantes. Pero, el flujo continuado de capitales dentro de los Estados Unidos también dependió de las voluminosas importaciones de los consumidores norteamericanos y de la confianza continua respecto a que las autoridades norteamericanas mantendrían una fuerte política del dólar amigable a las importaciones.

Estas condiciones no pueden continuar indefinidamente. Si tasas de interés norteamericanas inferiores debilitan el dólar o las desaceleraciones domésticas reducen las importaciones, la nueva inversión extranjera en activos financieros norteamericanos disminuirá. El resultado: menos fondos estarán disponibles para refinanciar los altos niveles de deuda que se extienden a todos los sectores norteamericanos fuera de los gobiernos federales, estatales y locales. Con los mercados de crédito norteamericanos confiados en el sector externo para obtener una participación sustancial del financiamiento durante la última década, influjos menores desestabilizarían inevitablemente la actividad económica.

La burbuja de la deuda norteamericana

A finales de los años 80, la deuda total vencida norteamericana en los mercados de crédito fue de US\$ 4.7 trillones. En 1990, había subido a US\$ 27 trillones – un aumento de más de 5 veces en dos décadas. Mientras todos los sectores experimentaron un incremento en la deuda en los ochenta, los hogares, corporaciones e instituciones financieras fueron responsables de la mayoría de las cargas de la nueva deuda en los noventa. El aumento en la deuda pública fue modesto: un incremento de 35 por ciento en la deuda Federal – incluyendo los respaldos de compra que empezaron en 1998 y culminaron en una caída del 8 por ciento en el 2000 – y un aumento del 29 por ciento para la deuda de los gobiernos local y estatal. Mientras tanto, la deuda de los hogares ascendió al 98 por ciento entre 1990 y 2000, la deuda corporativa creció 88 ½ por ciento y el sector financiero registró un aumento sin precedentes y asombroso del 222 por ciento en su deuda vencida.

Deuda de los hogares

Utilizando la información de los *Flujos de Fondos*, la deuda vencida de los hogares de US\$ 7.2 trillones fue equivalente al 101.2 por ciento del ingreso

disponible a finales del 2000, por encima del 87 por ciento en 1990. El endeudamiento de los hogares continuó aumentando aún cuando la economía se desaceleró en el último trimestre de 2000, con nuevo endeudamiento a tasas anualizadas equivalentes al 8 por ciento del ingreso disponible. La brecha entre el endeudamiento y las nuevas inversiones en activos financieros fue de US\$ -274.5 billones para el año, ya que la tasa de ahorro personal cayó profundamente en territorio negativo. Mientras tanto, los precios decrecientes de las acciones provocaron una caída en la riqueza neta de los hogares de US\$ 8441.5 billones o alrededor del 2 por ciento. Con los pagos del servicio de la deuda como una parte del ingreso creciente, la erosión en su colchón financiero exacerbará los problemas del servicio de la deuda que las familias pueden encontrar en el evento de la pérdida de sus trabajos, y se presenten desafíos inusuales para las autoridades monetarias y fiscales que persiguen políticas efectivas para contrarrestar una desaceleración.

Deuda de las empresas

La inversión financiera neta también se volvió repentinamente negativa para el sector empresarial en el cuarto trimestre de 2000, extendiéndose a US\$ -221.2 billones para todo el año en su conjunto. El aumento neto en obligaciones se estancó en gran parte a partir del endeudamiento del mercado de crédito. Nuevas emisiones netas de acciones fueron negativas con retiros que ascendieron a US\$ -153.1 billones para el año.

Los respaldos de compra de acciones han jugado un rol significativo en el aumento del precio de las acciones. A pesar de los aumentos en las ofertas públicas primarias (IPOs) de las compañías de tecnología de Estados Unidos y emisores extranjeros, las recompras fueron mayores en cada uno de los años a partir de 1994, con un emisión neta negativa que alcanzó un máximo de US\$ -267 billones en 1998. Motivados por la necesidad de adquirir consorcios de acciones para honrar opciones de acciones emitidas a los empleados – y para asegurar que estas opciones fueran “en dinero” – así como para desviar posiciones opuestas, la reducción continua en la oferta de acciones contribuyó a aumentos de precios que cumplieron los objetivos corporativos.

El apetito de los sectores externos por bonos corporativos proporcionó condiciones favorables para el financiamiento de respaldos de compra de acciones. Pero ya que la deuda fue sustituida por acciones, medidas analíticas empezaron a registrar una posición mucho más débil para el sector corporativo. Los cambios fueron particularmente dramáticos en los últimos dos años de la década. La deuda como parte de la riqueza neta subió desde el 51 por ciento en 1998 a 56 por ciento en el 2000 y, aumentó desde el 33 por ciento al 38 por ciento como participación del valor de mercado de las acciones vencidas durante el mismo período.

Más alarmante, la deuda como participación de los activos tangibles aumentaron desde el 40 por ciento en 1990 al 45.8 por ciento en 1998 y alcanzaron el 50.1 por ciento a finales del 2000. Aunque vasto en términos absolutos, el aumento de 88 ½ por ciento en la deuda corporativa vencida desde 1990, aparentemente, ha producido una expansión muy pequeña en la capacidad productiva doméstica que en los períodos previos de la expansión del crédito.

Deuda del sector financiero

Mientras tanto, el aumento extraordinario en el endeudamiento de las empresas financieras proporcionó evidencia lúcida de los cambios en los productos de los sectores financieros norteamericanos, prácticas y estructura durante los noventa. Ya que la deuda del sector financiero subió de US\$ 5.8 trillones a US\$ 8.4 trillones, sus obligaciones vencidas alcanzaron un nivel equivalente al 56.4% por ciento de la deuda total vencida de los sectores no financieros, no federales, quienes son sus principales clientes.

Como se discutió arriba, los cambios en las prácticas de mercado y productos – principalmente el uso creciente de técnicas de titularización – son responsables de gran parte del aumento en la deuda del sector financiero. En particular, el apalancamiento del sector financiero está siendo manejado por la actividad hipotecaria ampliada de los GSEs y de los consorcios hipotecarios relacionados federalmente, tales como Fannie Mae, Freddie Mac y Ginnie Mae. Ellos fueron responsables del 53 por ciento del endeudamiento total de las instituciones financieras en el 2000 y, desde 1990, su deuda vencida se ha triplicado a un nivel de US\$ 2.9 trillones – más del aumento de US\$ 2.5 trillones en deuda hipotecaria residencial.

Los emisores de papeles basados en activos (ABS) incluyen actualmente a los nuevos prestatarios dominantes entre las instituciones financieras privadas. Como se anotó, estas empresas incluyen compañías de automóviles y minoristas que emiten papeles contra consorcios de préstamos de autos y para consumo. Las emisiones de ABS alcanzaron el 51 por ciento del endeudamiento neto por parte de los sectores financieros privados (por ejemplo, no-GSF) en el 2000 y su deuda vencida se disparó al 542 por ciento, a más de US\$ 1.5 trillones durante la década.

Otros segmentos de la industria financiera también han incrementado sus exposiciones de deuda, aunque no tan dramáticamente sobre un porcentaje base como los emisores ABS. Adicionalmente, se necesitó el crédito para apoyar el comercio de propiedades y las actividades de toma de posición de los bancos así como los negociantes de papeles y para proporcionar apalancamiento para los fondos de inversión. Un factor importante que alimentó este ascenso en los US\$

824.2 billones (221.4 por ciento) fue el crecimiento en acuerdos de recompra de papeles vencidos desde 1990. Similares a los negociadores-agentes de bolsa, las instituciones de depósito se han vuelto cada vez más confiadas en los acuerdos de repos para financiamiento. En cambio, la tasa de aumento para los depósitos vencidos fue solo 33.9 por ciento, si bien el monto (US\$ 1.2 trillones) fue mayor que para los repos.

En conjunto, la participación del sector financiero en endeudamiento anual ha saltado de alrededor del 20 por ciento en 1980 a cerca del 50 por ciento en los últimos años de los 90's, alcanzando el máximo a una tasa anualizada del 55 por ciento en el último trimestre de 1999. Las instituciones financieras ahora piden prestado más que sus clientes. La escala del apalancamiento dentro de este sector es sin precedentes. Mientras que las repercusiones de oscilaciones cíclicas permanecen poco claras, parece probable que una recesión puede causar pérdidas inusuales para las instituciones financieras, dados los niveles insoportables de deuda acarreados por los prestamistas y sus clientes. A la luz de estos desarrollos, es evidente que las fuerzas del mercado no pueden ser dejadas bajo el control de la tasa y usos de la expansión del crédito.

III. Creando un sistema de reserva basado en activos

La necesidad de reestructurar el proceso y los instrumentos de la implementación de la política monetaria surge a partir del deterioro del rol del sector bancario en la creación de crédito, las innovaciones que han reducido el nivel de las reservas requeridas y la influencia ahora poderosa de los flujos de capital sobre la expansión del crédito en un mundo de creciente integración financiera. Como resultado de estos desarrollos, la capacidad del FED para influir en la expansión del crédito ha sido todo menos suelta. El principal objetivo de cualquier propuesta de reforma debe ser el aumentar la efectividad de la política monetaria mediante la ampliación del control monetario sobre todas las instituciones financieras. Pero el tener a las instituciones no depositarias bajo la influencia del FED requerirá un ajuste significativo en un sistema de reserva que ha sido ajustado para que se adecue al único rol que los bancos desempeñan en el sistema financiero. Cuando un banco realiza un préstamo, crea un depósito para desembolsar las ganancias del préstamo. Bajo el actual sistema de reservas, el monto de nuevo endeudamiento bancario está restringido por la disponibilidad de las reservas que apoyan un nivel dado de depósitos.

A diferencia de los bancos, otras instituciones financieras no crean nuevas obligaciones para los clientes cuando ellos agregan activos. No están estructuradas para involucrarse en creación de dinero. No obstante, el aumento continuo en los flujos de ahorro interno y externo dentro de las obligaciones de los inversionistas

institucionales durante las últimas décadas ha resultado en un rol predominante en la expansión del crédito para estas instituciones, debilitando con severidad el nexo cerrado entre la oferta de dinero y crédito. Como se discutió, el creciente descuido en este vínculo es en gran parte responsable de la expansión insostenible del crédito durante las últimas dos décadas.

Un sistema de reservas aplicable a todos los sectores financieros, incluyendo las instituciones involucradas en manejo de activos, requerirá que las reservas sean mantenidas contra activos en lugar de pasivos. Esto a su vez, requerirá ajustes en los balances que involucran tanto al sector financiero como a la Reserva Federal.

Estructuras de los balances para un sistema de reserva basado en activos

Balances del sector financiero

Las reservas de las instituciones financieras serán acreditadas en el lado pasivo de sus balances, con un nivel determinado de reservas requerido para apoyar un nivel dado de activos. Este cambio tiene importantes implicaciones:

- Al definir las reservas como obligaciones, el FED aclara el hecho de que representan una obligación en la parte del sector financiero que sirve como un mecanismo de transmisión para iniciativas de política cuyo propósito principal es el de afectar la actividad económica.
- Debido a que las reservas se mantienen como pasivos para el FED, el tema de pagar intereses sobre las reservas se vuelve sujeto de discusión. De hecho, su status como pasivos sugiere que las instituciones financieras deben pagar intereses sobre las reservas al FED. Sin embargo, como se discutió abajo, el método propuesto para implementar la política plantea el tema de si el FED o el sector financiero debe o no recibir el interés sobre activos adquiridos por el FED a través de acuerdos de recompra con las instituciones financieras. Nuestro punto de vista es que la rentabilidad no necesita ser un tema bajo un sistema de reserva basado en activos y que incrementaría la eficiencia para lograr los objetivos de política si las reservas fueran mantenidas como pasivos que no generan intereses para el FED.
- El definir las reservas como pasivos del sector financiero opuestas a los activos puede también resultar en la eliminación del efectivo de las bóvedas como un sustituto para las cuentas de reserva con el FED. Las tenencias de efectivo son activos, no pasivos. Como tal, son un componente del

portafolio de activos totales del sector financiero contra el cual las reservas pueden ser mantenidas.

El Balance de la Reserva Federal

El sistema propuesto requiere también un cambio simétrico en el balance del FED. Como lo muestra la Figura 2, las reservas del sector financiero serían los únicos activos del banco central. Además de sus pasivos actuales por billetes de la Reserva Federal y depósitos del gobierno, el otro lado del balance del FED incluiría los acuerdos de recompra con instituciones financieras y descuentos a las instituciones financieras. Como se discutió abajo, éstos constituirían los canales principales para implementar la política.

El definir las reservas como activos de la Reserva Federal es consistente con la evolución de la política monetaria durante aproximadamente los últimos 90 años, desde la fundación del sistema. En 1913, el compromiso que hizo que el FED sea aceptado por el sistema bancario fue su rol como un banco de banqueros – un depositario para las reservas que los bancos pagarían en el sistema y que usarían para parar los pánicos financieros. Pero la invención de las operaciones de mercado abierto en 1915 por Benjamin Strong, gobernador del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, dio al FED la capacidad de crear reservas y ejercer un nivel de influencia sobre los mercados financieros que, la actividad económica, no vislumbrada cuando fue promulgada la legislación.

La influencia del FED fue totalmente reconocida y ratificada en las Actas Bancarias de 1933 y 1935, así como el Acta de Pleno Empleo de 1946 y el Acta Humphrey-Hawkins. El status de estas Actas y los supuestos actuales investidos sobre el FED no son consistentes con los acuerdos de contabilidad que tratan los activos del banco central como aquellos de un super banco puro. Claramente, la principal función del FED es crear y extinguir liquidez y tiene la única capacidad de crear las reservas que cumplen esta función. El definir las reservas del sector financiero como activos del banco central es consistente con este rol.

No obstante, este cambio podría implicar modificaciones importantes en la práctica actual. El FED no mantendría más un portafolio enorme de papeles del gobierno como respaldo para sus pasivos de billetes de la Reserva Federal, reservas de los bancos y depósitos del gobierno. Como se discutió abajo, podría adquirir activos financieros a través de acuerdos de recompra y descuentos con instituciones financieras, permitiendo que el volumen de estas obligaciones aumente y disminuya para implementar los cambios en la política. El uso de acuerdos de recompra como un instrumento para la política es de ningún modo una desviación respecto de la práctica actual. El FED empezó usando acuerdos de recompra para estabilizar el

mercado de papeles del gobierno en los años veinte y, como se discutió, las compras *overnight* constituyen ahora el 58 por ciento de las transacciones de mercado abierto del FED, por encima del 10 por ciento en el período 1984-1994.

Otra consecuencia de este cambio en el balance del FED sería su efecto sobre las ganancias. Dado que el FED ya no ganaría intereses sobre las tenencias de los papeles del gobierno y el apoyo que ofrecería para los acuerdos de recompra y descuentos serían reservas que no generan intereses, el banco central ya no tendría ganancias para pagar intereses sobre los repos. Por consiguiente, la implementación de una política expansiva requeriría una institución financiera para someterse a un activo que genera intereses en intercambio por un repo que no genera intereses con el FED. Por supuesto, la institución estaría ganando un pasivo que no genera intereses (el depósito de reserva) que, al menos, le permitiría adquirir activos de igual valor sin aumentar sus pasivos a sus clientes. Así, mientras los costos y beneficios de ambas transacciones expansivas y contractivas de política se discuten más abajo, aquí debe observarse que el sistema propuesto constituye menos que un “impuesto” sobre el sistema financiero, que el requerir a los bancos que mantengan reservas que no generan intereses contra los depósitos.

Pero, nuevamente, el sistema de reserva basado en activos propuesto hace que se plantee el tema de cómo el FED está siendo financiado. ¿Debe permitírsele recibir las ganancias sobre activos financieros mantenidos bajo los acuerdos de recompra o debe devolverlos al sector financiero? ¿Si recibe las ganancias, este ingreso más gastos por servicios sería suficiente para permitir que el FED continúe operando sin las confiscaciones del Congreso? ¿Si no, debe permitírsele cobrar una tasa de interés por debajo del mercado sobre las reservas? Muchos reformadores acogerían la oportunidad de revisar el tema en conexión con cualquier propuesta para examinar los procedimientos operativos del FED.

Pasos en la conducción de la política

Al *implementar una política expansiva* bajo el sistema operativo propuesto, el FED se suma a las reservas, mediante su participación en un acuerdo de recompra con una institución financiera.

- 1) Compra un activo para revenderlo en un período de tiempo dado, y paga por él mediante la acreditación a la cuenta de reserva del vendedor. Así el FED ha agregado US\$ 1 de obligaciones a su balance (el repo) y creó un US\$ 1 de activos (reservas).
- 2) Por el lado de los activos del balance de la institución financiera, la transacción es un lavado: la venta de US\$ 1 de activos es compensada por

la adición de US\$ 1 del acuerdo de recompra. Sin embargo, el repo con el FED a diferencia del activo adquirido por el FED, no genera intereses. Entretanto, por el lado de los pasivos de su balance, la institución financiera ha ganado US\$ 1 de pasivos libres de intereses (el depósito de reserva).

- 3) Suponiendo un requerimiento de reserva fraccionario de 10 por ciento, la adición de US\$1 de pasivos de reserva hace posible a la institución financiera sustentar los US\$ 10 de activos adicionales y, para hacerlo así, mediante la adquisición de solo US\$ 9 de pasivos adicionales por parte de los clientes.
- 4) Como es el caso bajo los procedimientos operativos actuales, las reservas tenderían a ser distribuidas a lo largo del sistema mediante instrumentos de compras y ventas entre las instituciones privadas en el mercado de Fondos Federal. Al final del proceso, el sistema puede no haber tomado ventaja del potencial pleno del aumento de reservas, pero la adición de un monto dado de pasivos libres de intereses, proporcionaría un incentivo poderoso para obtener ganancias produciendo activos e induciendo a un aumento claramente predecible en el crédito.

Al implementar una política contractiva bajo el sistema operativo propuesto, el FED puede permitir un monto cierto de acuerdos de recompra para madurar sin renovación. Debido a que todos los activos del FED serían las reservas del sistema financiero, no sería capaz de involucrarse en acuerdos de recompra reverse. El respaldo para estas transacciones (activos financieros tales como bonos, billetes, papeles comerciales, etc.) únicamente serían mantenidas como obligaciones bajo acuerdos de recompra. No obstante, obligaciones para repos en un rango de vencimientos, permitiría al FED ejecutar tanto cambios de política rápidos como graduales.

- 1) El FED extingue su obligación al vendedor del repo mediante la devolución de su colateral y debitándole de la cuenta de reserva del vendedor. Así, ha reducido su balance en US\$ 1 de pasivos y US\$ 1 de activos.
- 2) La institución financiera ha intercambiado US\$ 1 de activos que no generan intereses (el repo con el FED) por US\$ 1 de activos que generan intereses (el respaldo para el repo). El valor de sus activos no se ha alterado pero ha perdido US\$ 1 de pasivos que no generan intereses (el depósito de reserva).

- 3) La pérdida de US\$ 1 del depósito de reserva requiere que la institución venda activos equivalentes a un múltiplo dado del requerimiento de reserva fraccionario. Si el requerimiento es de 10 por ciento, debe vender US\$ 10 de activos y reducir sus obligaciones con sus clientes en US\$ 9.
- 4) Nuevamente, el cambio en la oferta de reservas inicia ajustes que se mueven a través del sistema financiero vía el mercado de Fondos Federal. Al final del proceso, ha existido una contracción en la oferta total de crédito y en el valor de los activos totales del mercado de crédito.

Las reglas del juego y sus implicaciones:

Mientras todas las instituciones serían requeridas a mantener reservas contra activos y vender activos si las reservas no fueran adecuadas para alcanzar los requerimientos, la interacción entre el FED y el sistema financiero tendería a involucrar ante todo a aquellas instituciones cuyos pasivos son los principales canales para los pagos del sector privado y las transacciones de ahorros. Por ejemplo, cambios en las reservas de los inversionistas institucionales tales como las compañías de seguros, fondos de pensiones o fondos mutuales serían menos probables que produzcan expansiones o contracciones en el crédito del tamaño de los cambios en las reservas de las instituciones depositarias. Debido a que las instituciones depositarias crean obligaciones de los clientes cuando ellos aumentan los préstamos, efectúan excepcionalmente una contribución activa a la expansión y contracción del crédito esencialmente bajo todos los procedimientos monetarios operativos.

No obstante, cambios en reservas también alterarán el valor de los balances de los inversionistas en ambos lados de los activos y pasivos. Por ejemplo:

- Un aumento en las reservas de los fondos mutuales o fondos de pensiones permitiría un incremento en activos que subirían el valor de las obligaciones de los accionistas o beneficiarios existentes. Pérdidas de reservas que requerirían ventas de activos, reducirían el valor de las participaciones existentes de los fondos mutuales o cuentas de los beneficiarios. Debido a que los efectos de los cambios en las obligaciones de reserva de estos sectores conducen a cambios en la riqueza que indirectamente estimulan o desincentivan nuevo gasto o ahorro, sería más adecuado establecer un requerimiento de reserva fraccionario inferior para estas instituciones.

- En el caso de los aseguradores de vida o de accidentes, las limitaciones contractuales sobre el valor de las políticas haría difícil para estas instituciones adicionar el monto total de activos posibles para otros sectores bajo un sistema de reserva fraccionario. Ellos, también, deben estar sujetos a un menor requerimiento de reserva fraccional pero lo suficientemente grande como para estimular las compras o, requiere ventas de activos y resulta en cargos de primas menores o altos.

Los requerimientos de reserva basados en activos darán a todas las instituciones acceso directo a la ventanilla de descuento del FED y proporcionarán facilidades significativas a la función de prestamista de última instancia para un sistema financiero dominado por inversionistas institucionales en el presente. Además, debido a que algunos sectores pueden encontrar más rentable vender los excesos de reservas en lugar de aumentar activos, el imponer requerimientos sobre todas las instituciones financieras, profundizará el denominado mercado de Fondos Federal y estrechará su nexo a las iniciativas de política monetaria. También aliviará la presión por desestabilizar las ventas de activos permitiendo a todas las instituciones financieras comprar reservas en el mercado abierto.

Pero es evidente que el imponer un nexo muy cercano entre los niveles de reserva y los activos totales del mercado de crédito también creará un vínculo muy estrecho entre el precio de los activos y las iniciativas de política. Mientras los precios de las acciones estuvieran indirectamente afectados, la elegibilidad para respaldar los acuerdos de recompra por el FED estarían limitados a los instrumentos del mercado de crédito y la elegibilidad podría también ser extendida a los índices de acciones lo que implica también, a otros derivados. No existe el propósito de servir mediante la limitación de la capacidad del banco central de interactuar con los participantes en cualquier mercado, en el cual el sistema financiero supervisa los contratos, incluyendo, como ahora, los mercados de tipo de cambios.

Involucrarse en los acuerdos de recompra respaldados por papeles extranjeros obviaría la necesidad para el FED de mantener reservas internacionales. Ello haría evidente que el rol del banco central debería ser uno relacionado con la preservación de las condiciones estables en los mercados financieros domésticos abiertos en lugar de acumular inversiones externas para ser mantenidas como inversiones precautelatorias. Además, los requerimientos de reserva basados en activos proporcionan un instrumento más efectivo para esterilizar inlfujos de capital que los actuales sistemas basados en obligaciones.

El requerimiento de que los papeles del gobierno sean usados para respaldar la moneda vencida – ahora la función predominante de los activos del FED – también sería eliminada bajo el sistema propuesto. El requerir que una obligación del

gobierno respalde otra fue redundante en el momento de su adopción en 1932. La moneda vencida por supuesto debería quedarse como la obligación del Sistema de la Reserva Federal. Pero el FED no necesita préstamos del Tesoro para hacer efectiva esta obligación.

Finalmente, el propósito principal de los instrumentos cuantitativos de política estrenados para mejorar el control general macroeconómico – puede ser, por otro lado, refinado para que se encargue de la expansión excesiva de crédito, a través de la imposición de requerimientos de reserva adicionales cuando los activos de las instituciones individuales o ciertos tipos específicos de activos mantenidos por varias instituciones, aumenta por encima de un monto determinado. Un proceso abierto y democrático para establecer un monto “determinado” no solo requeriría que sea anunciado, pero que involucre un diálogo actual con el Congreso respecto a sus efectos sobre la economía real.

Conclusión

La influencia de la fuerza de mercado sobre las iniciativas de política en la determinación del ritmo de expansión del crédito terminó en niveles insostenibles de deuda para los hogares, negocios e instituciones financieras. Las implicancias de esta falla de mercado para la economía estadounidense acentúa la necesidad de restablecer controles cuantitativos como instrumentos de política. Este restablecimiento debe, sin embargo, tomar en cuenta los diversos y sustanciales cambios que han reformado el sistema financiero de los Estados Unidos durante las últimas tres décadas. Estos cambios requieren una relación más cercana entre las iniciativas de política y todos los participantes en el sistema financiero. Un sistema de reserva basado en activos alcanzaría estos objetivos y proporcionaría un marco de política apropiado para el siglo XXI.