

La Crisis Actual y el Futuro de la Banca Central

Roberto Chang

Rutgers University y NBER

Julio 2010

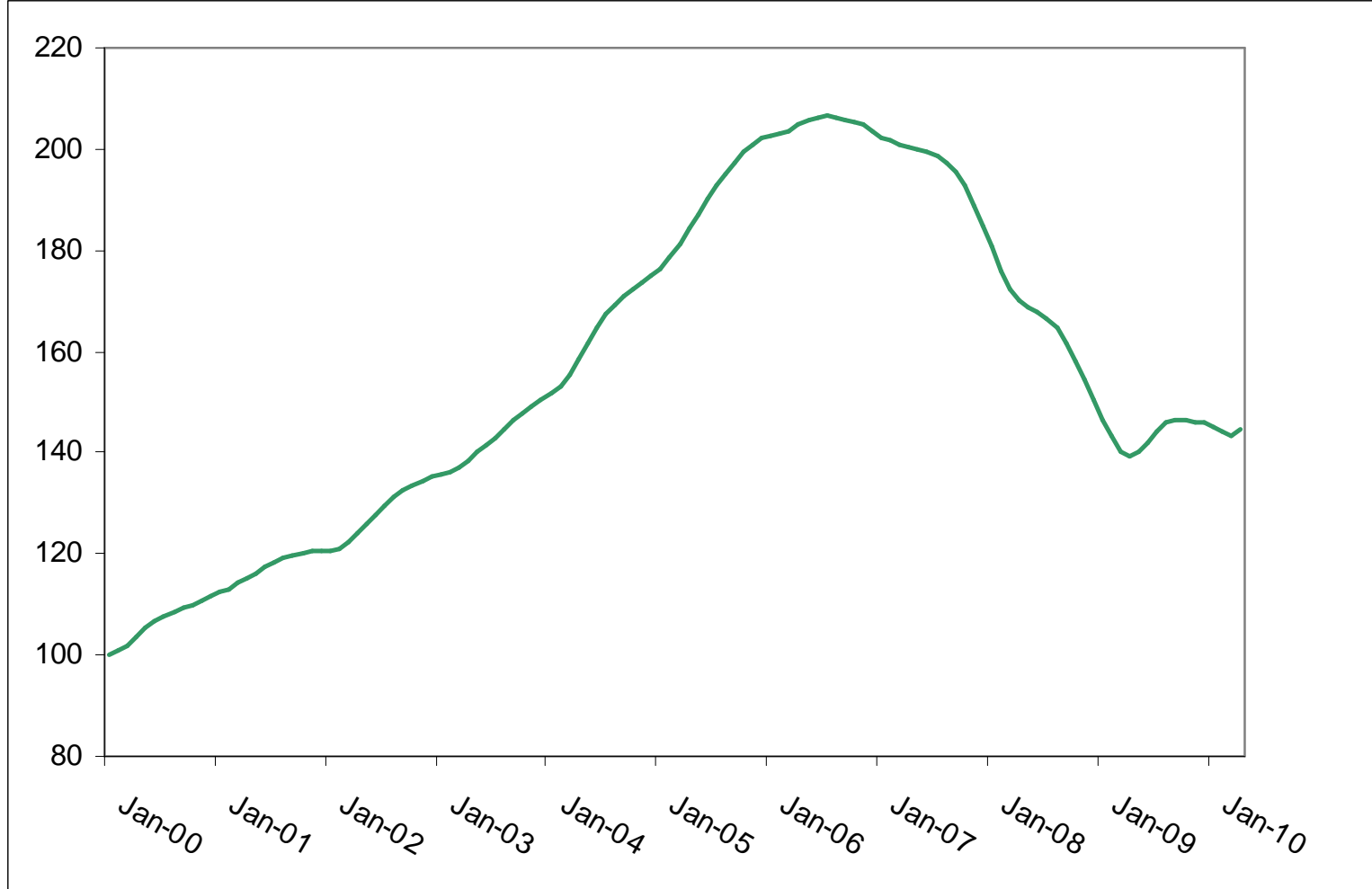
Plan de Esta Charla

- Génesis de la crisis
- Respuesta de la Reserva Federal
- Consecuencias para el futuro de la banca central

Génesis de la Crisis

Un Consenso Emergente

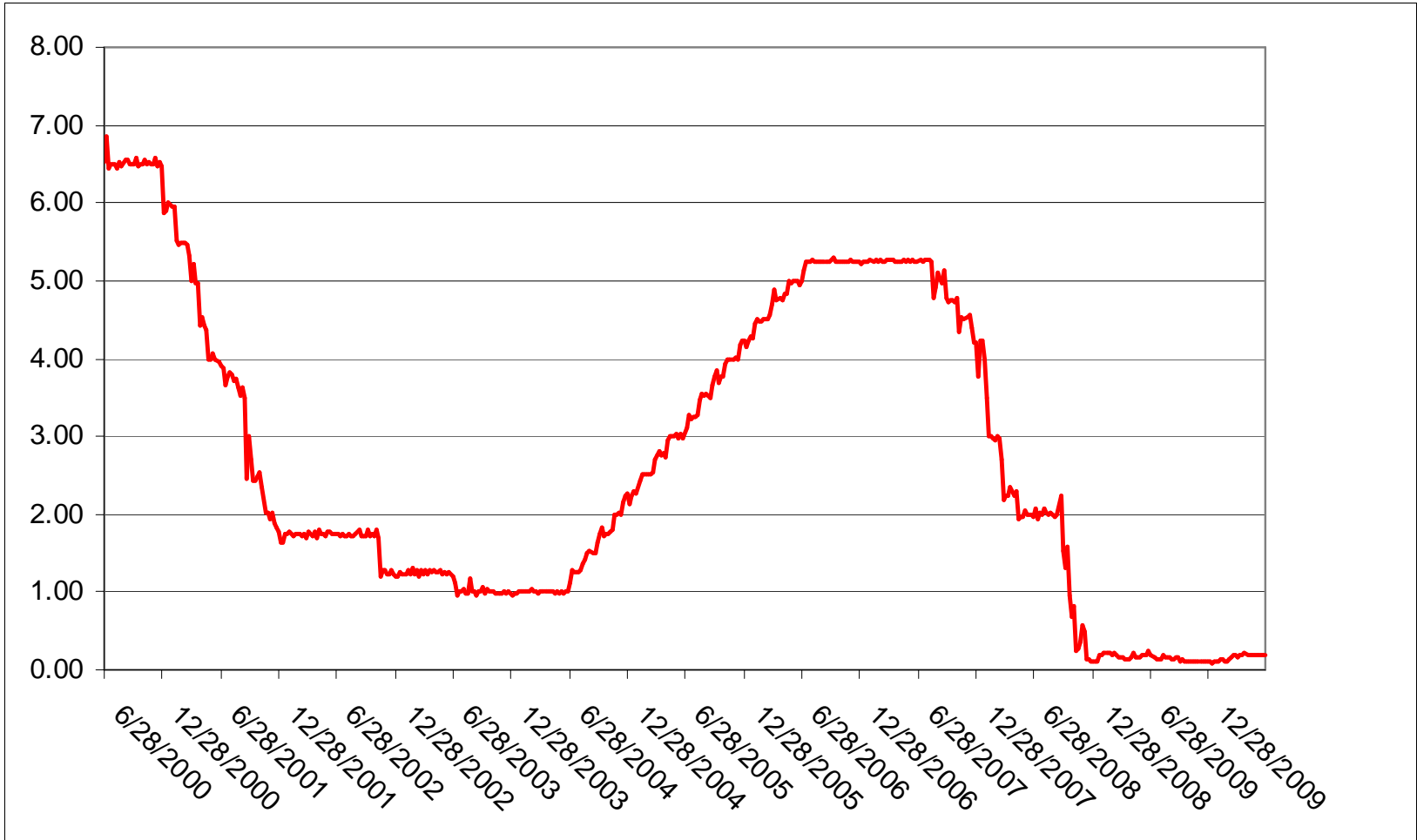
- Aunque todavía hay mucho debate, un consenso sobre el origen de la crisis parece estar emergiendo (Brunnermeier 2009, Allen-Carletti 2010).
- El *shock* inicial: colapso de una “burbuja” inmobiliaria en los Estados Unidos, hacia principios del 2007.



**USA: Índice de Precios de Inmuebles
(S&P/Case-Shiller 20 City Composite Index)**

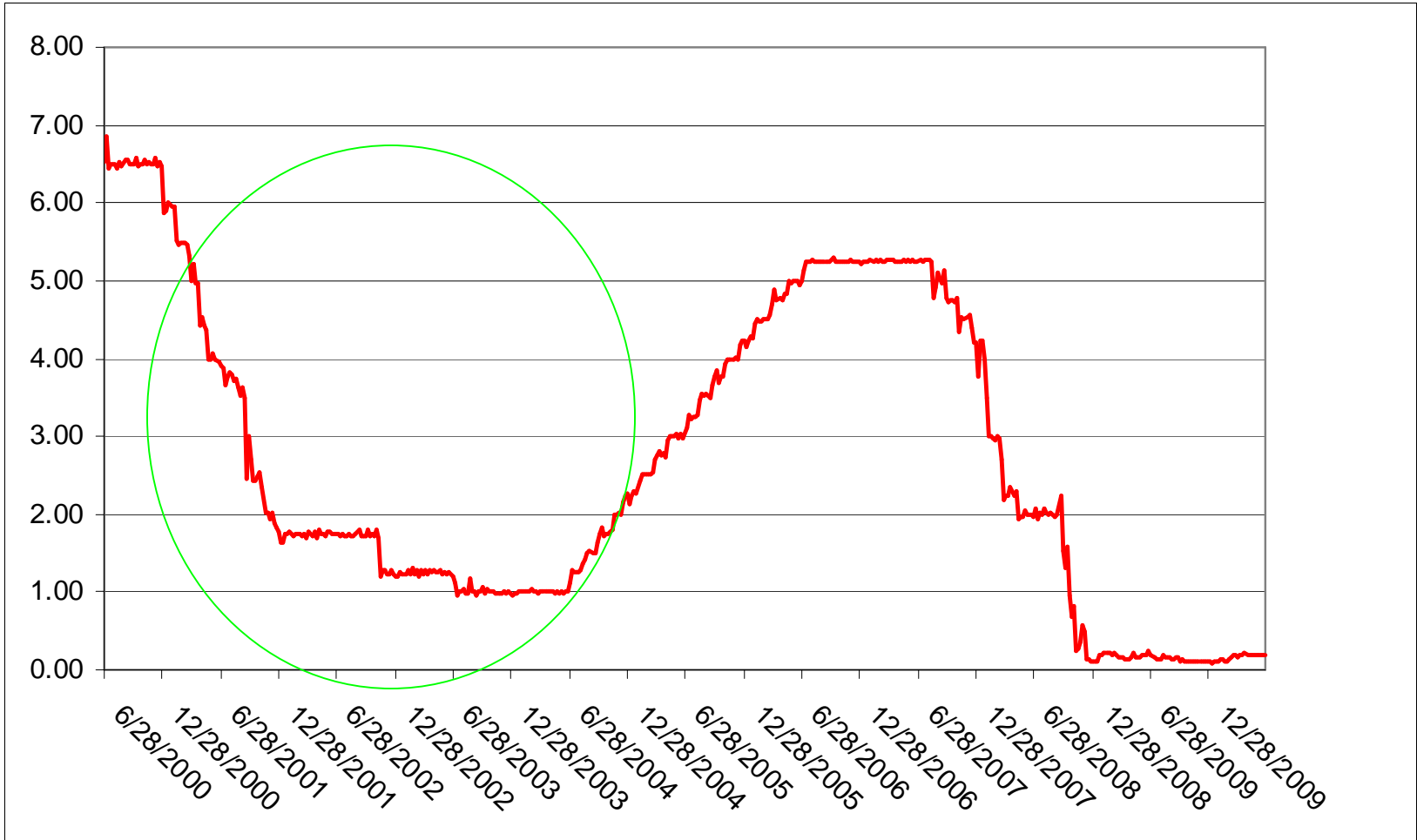
Fuente: MacroMarkets

- La burbuja inmobiliaria habría sido posible por las bajas tasas de interés, las cuales a su vez se debieron a la política de la Reserva Federal y el exceso de ahorro por parte de China y otras economías emergentes.



US: Tasa de Fondos Federales (Porcentaje)

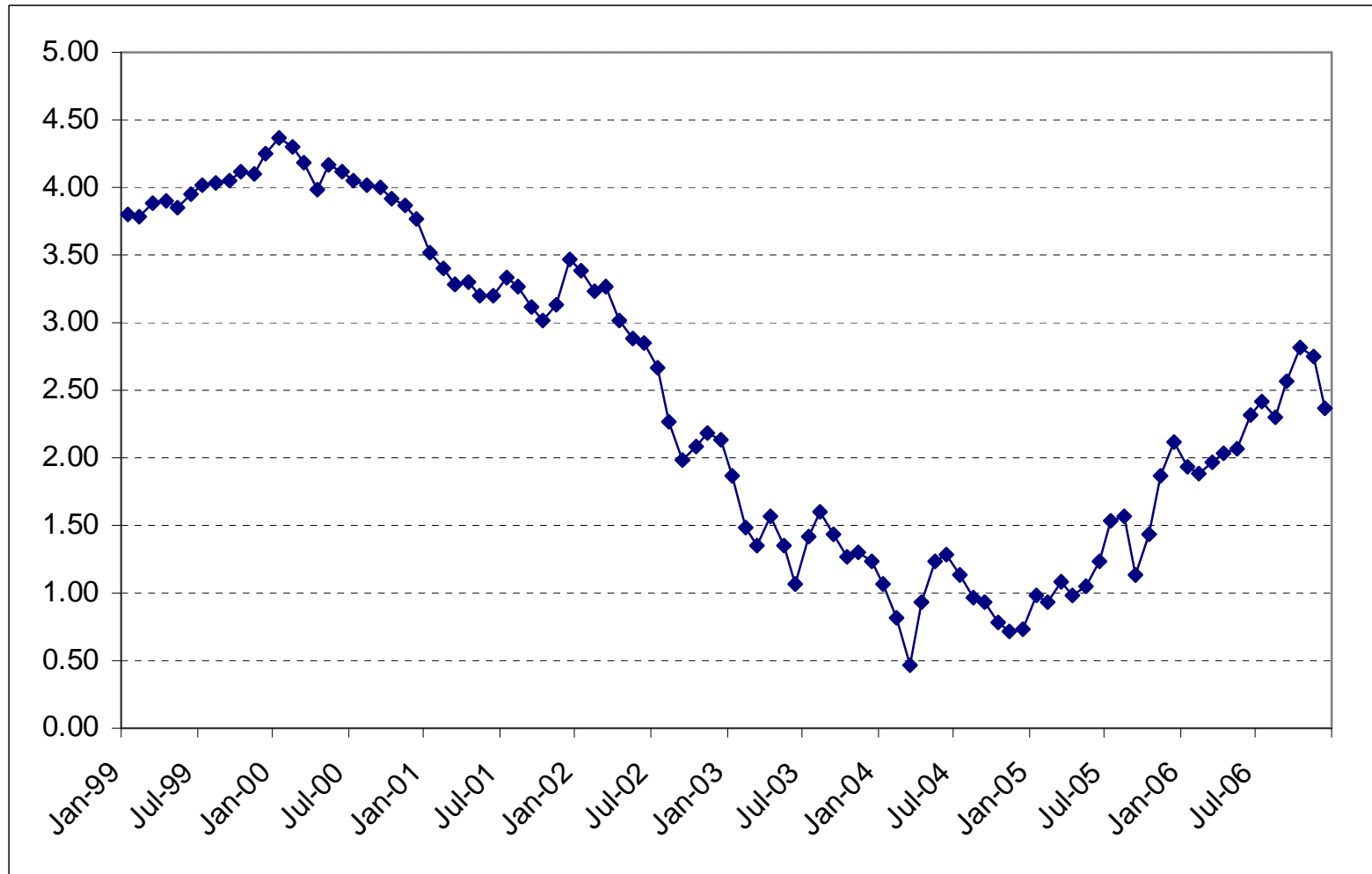
Fuente: FRED, St. Louis Fed



US: Tasa de Fondos Federales (Porcentaje)

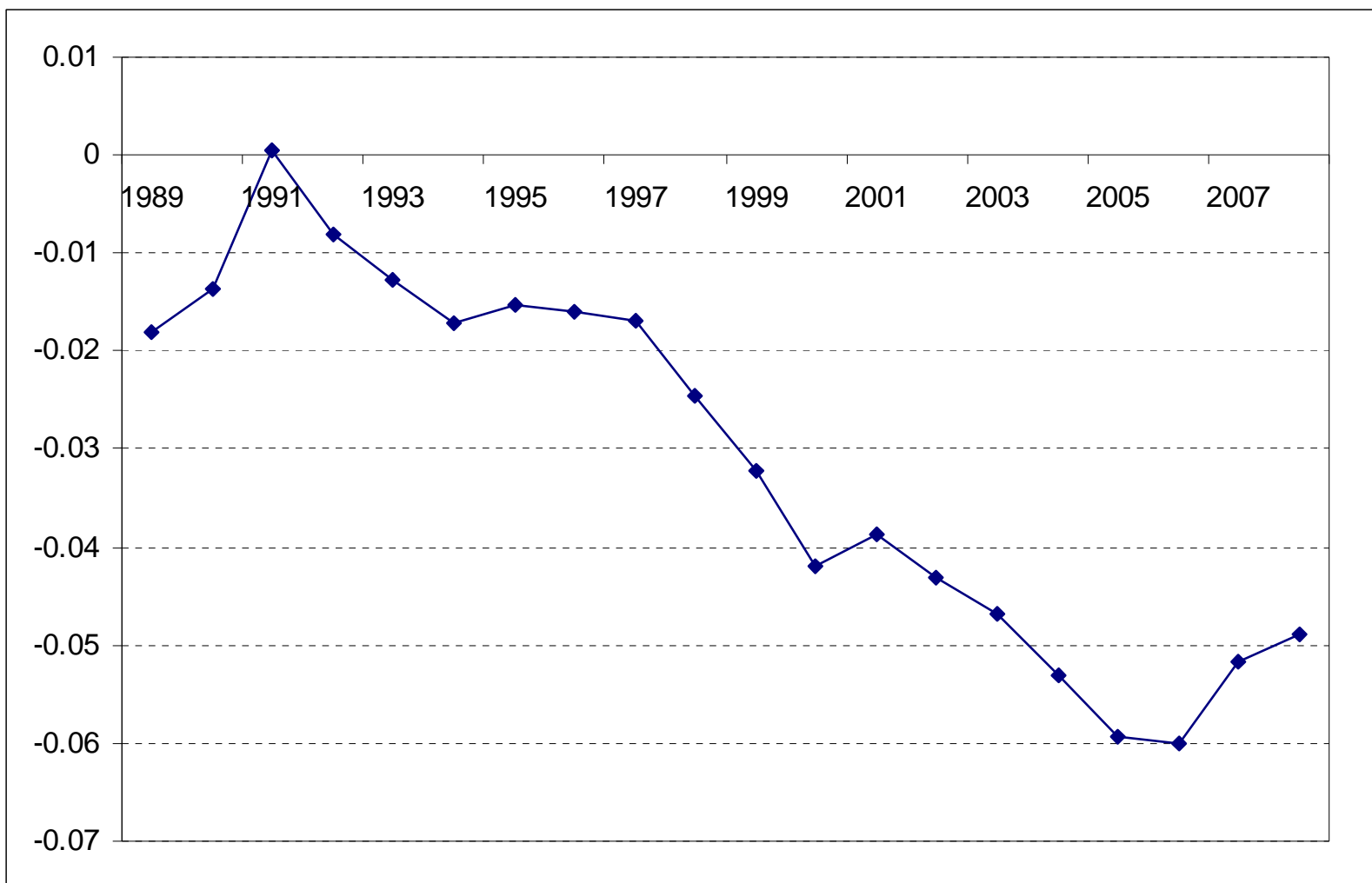
Fuente: FRED, St. Louis Fed

Tasas de Interés Reales, 1999-2006



10-Year 3-7/8% Treasury Inflation-Indexed Note. Fuente: FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis

USA: Cuenta Corriente (% de PBI)



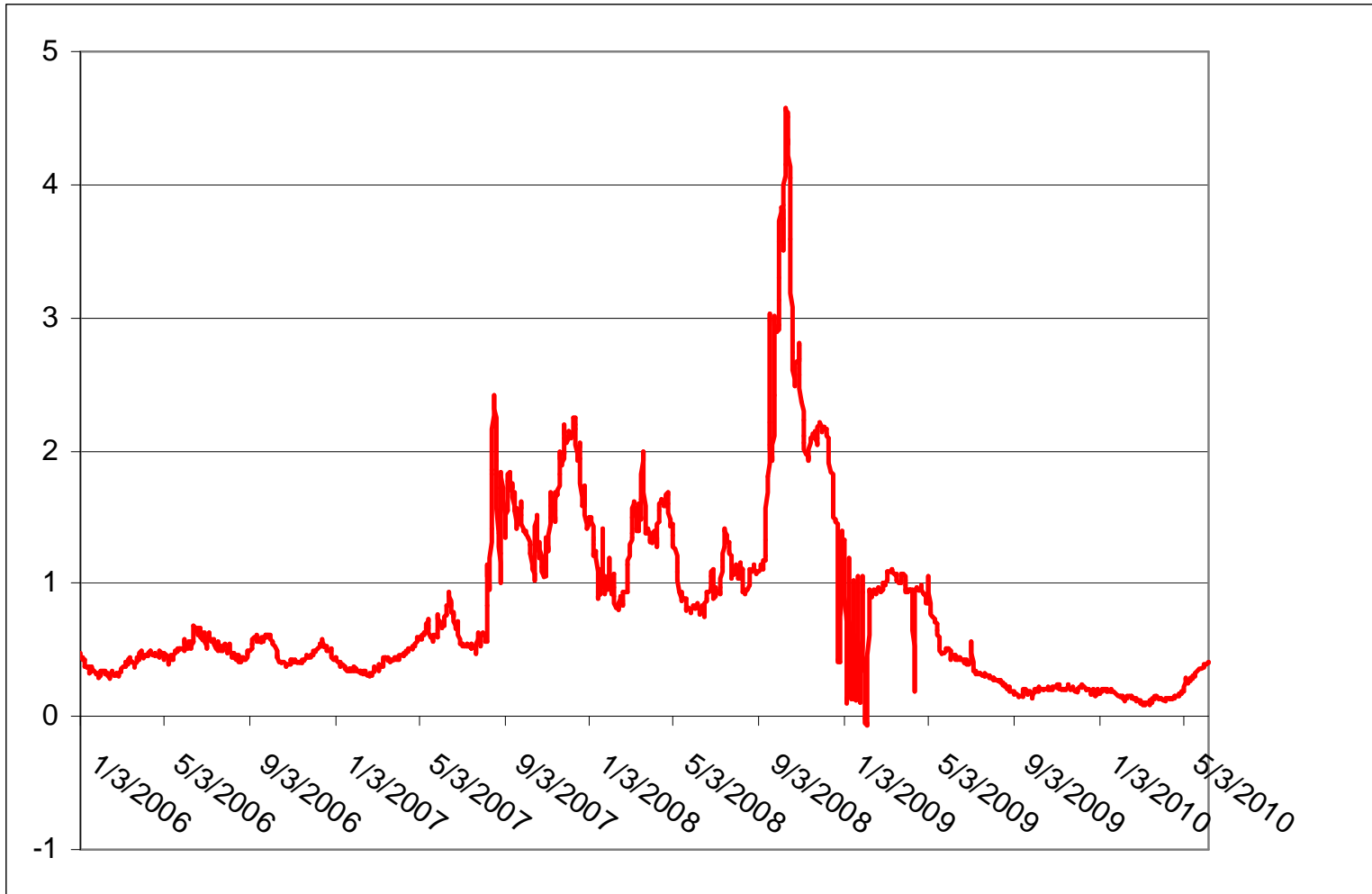
Fuente: Bureau of Economic Analysis (BEA)

Mecanismos de Amplificación

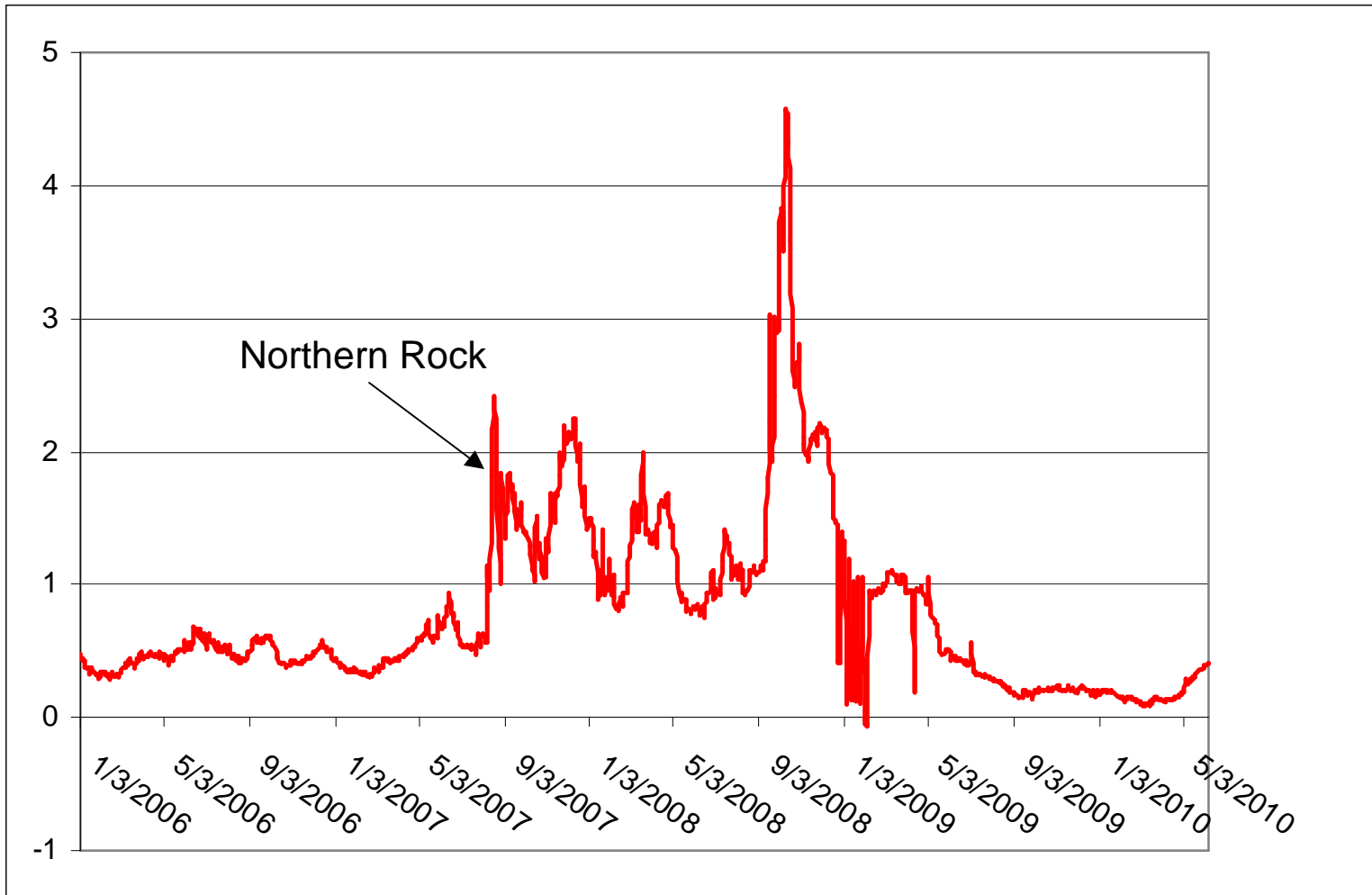
- **Pregunta Clave:** Cómo es que un shock de este tamaño (US\$ 200-400 mil millones) se multiplicó 10-30 veces, y se transformó en una crisis global.
- **Respuesta del Consenso:** Cambios en el sector bancario y en la relación de los bancos con instituciones financieras no bancarias.

Brunnermeier (2009) identifica dos factores claves:

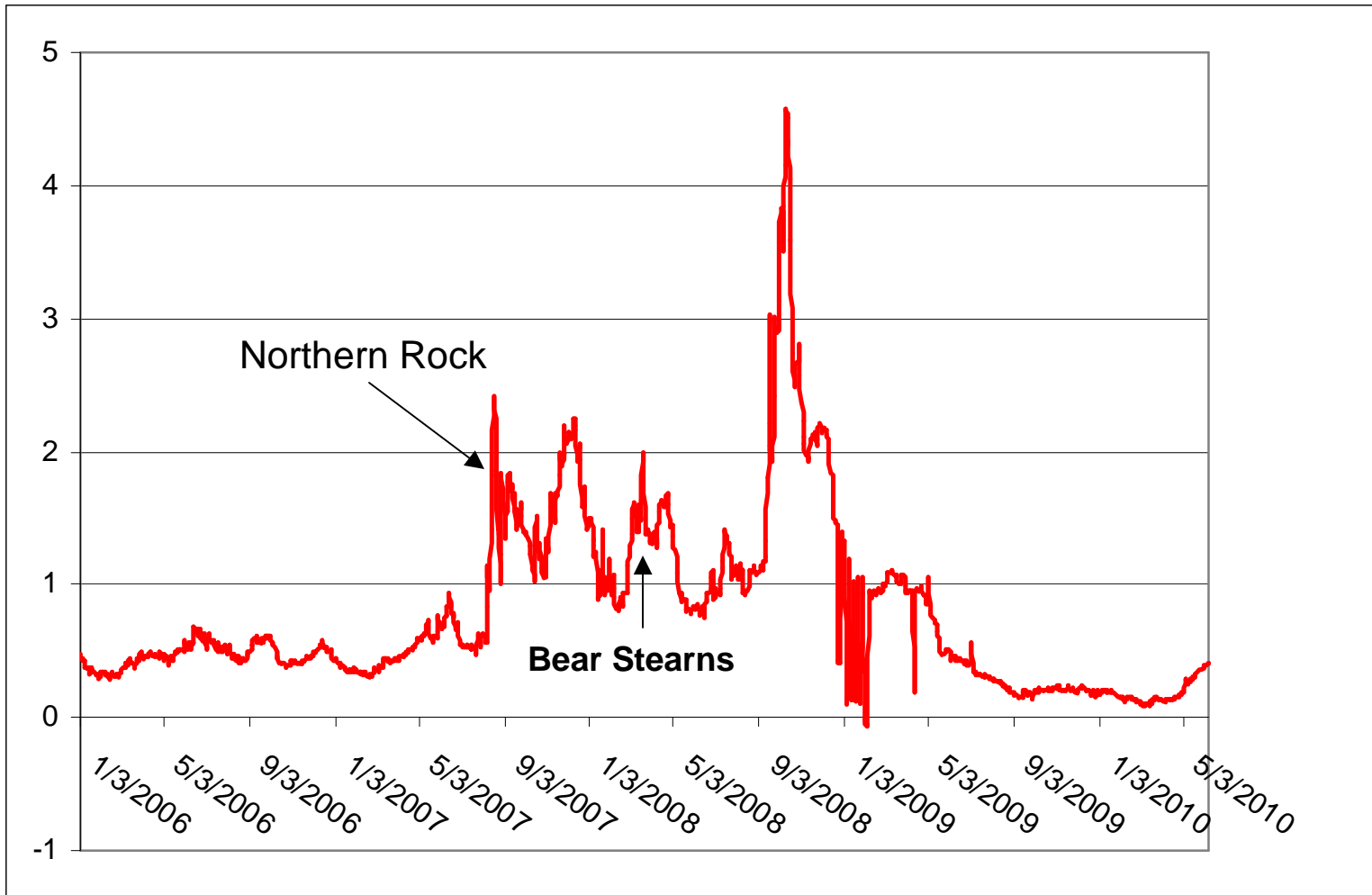
- Bancos empiezan a “originar y distribuir”
 - Mayor financiamiento a corto plazo, en parte posible por la creación de SIVs (structured investment vehicles), que crearon obligaciones contingentes.
- ➔ La caída del mercado inmobiliario creó una demanda súbita por liquidez y arrastró a los bancos comerciales y de inversión.



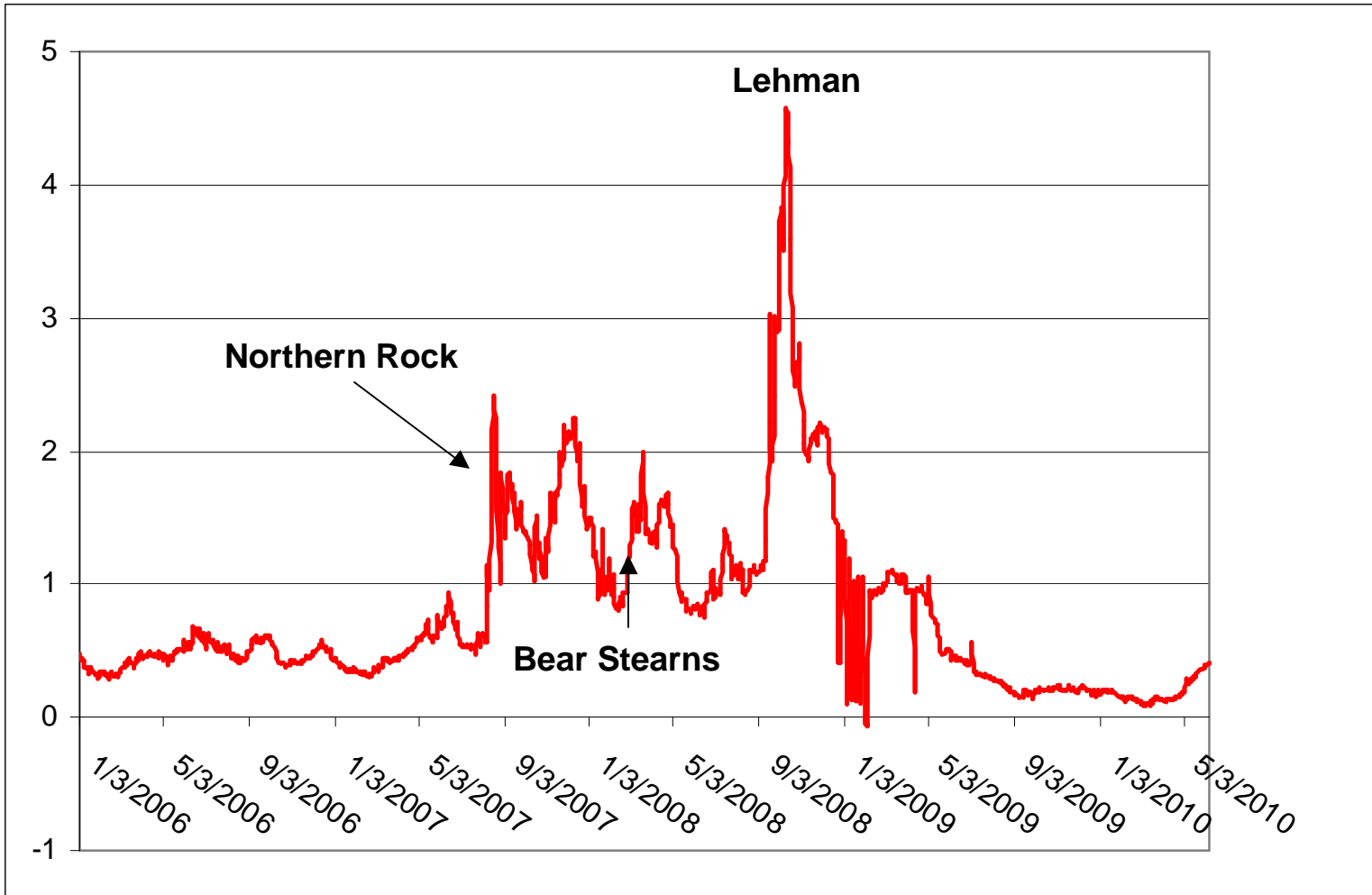
TED Spread (LIBOR Versus T-Bill, porcentajes)



TED Spread (LIBOR Versus T-Bill, porcentajes)

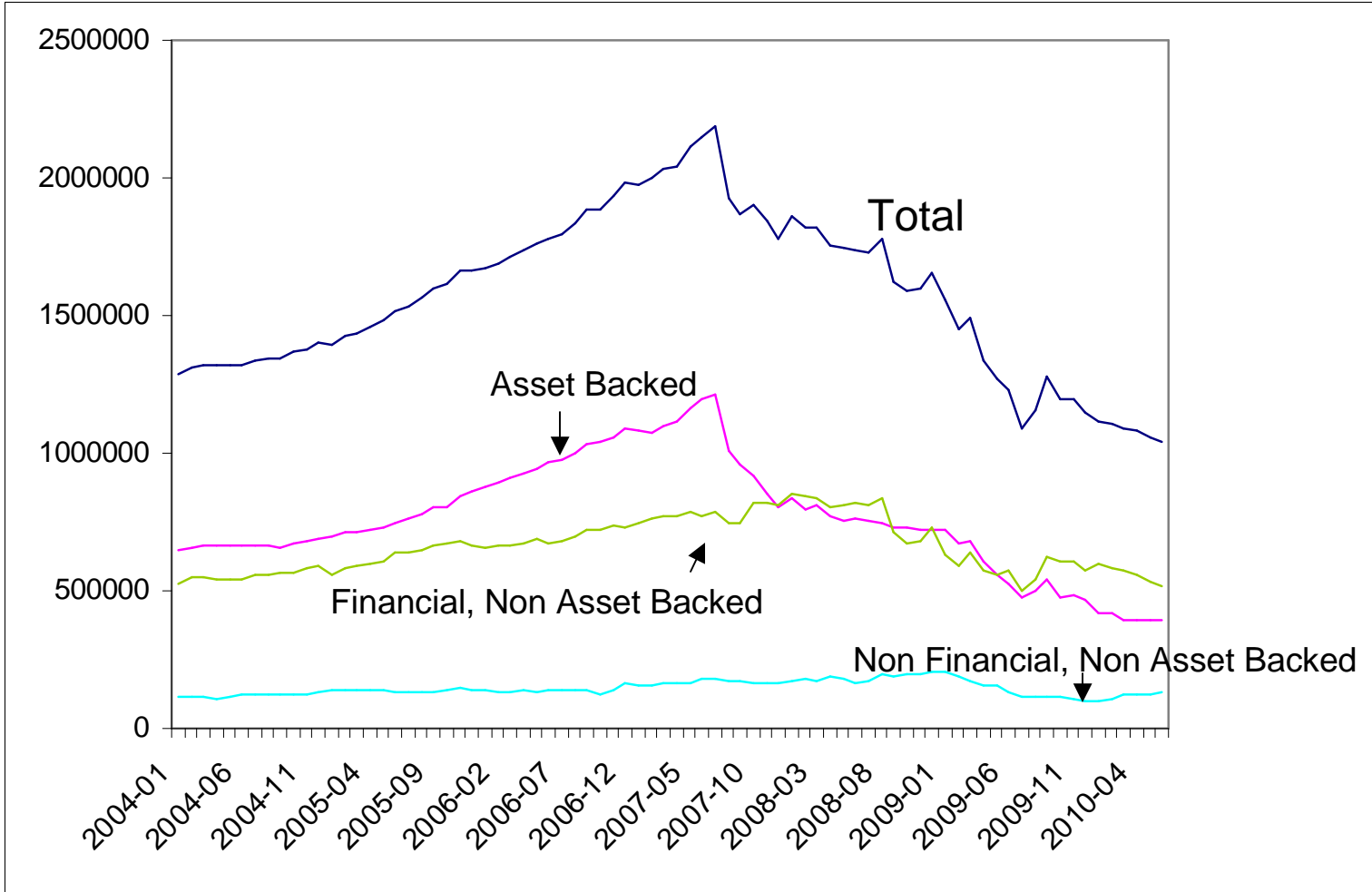


TED Spread (LIBOR Versus T-Bill, porcentajes)

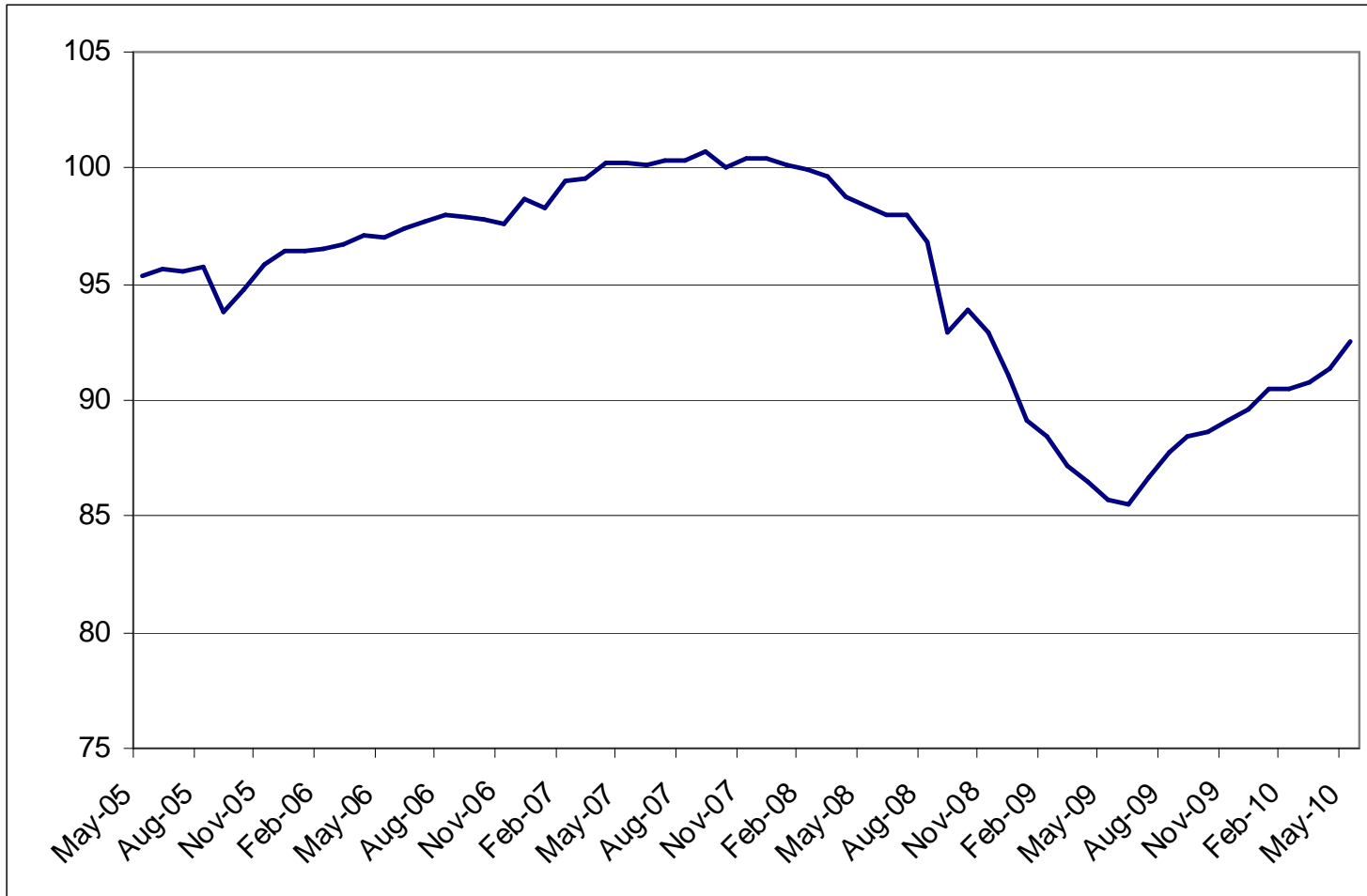


TED Spread (LIBOR Versus T-Bill, puntos porcentuales)

- En los Estados Unidos, el daño estuvo mayormente restringido al sector inmobiliario y mercados relacionados (CDOs, collateralized debt obligations) hasta el colapso de Lehman.

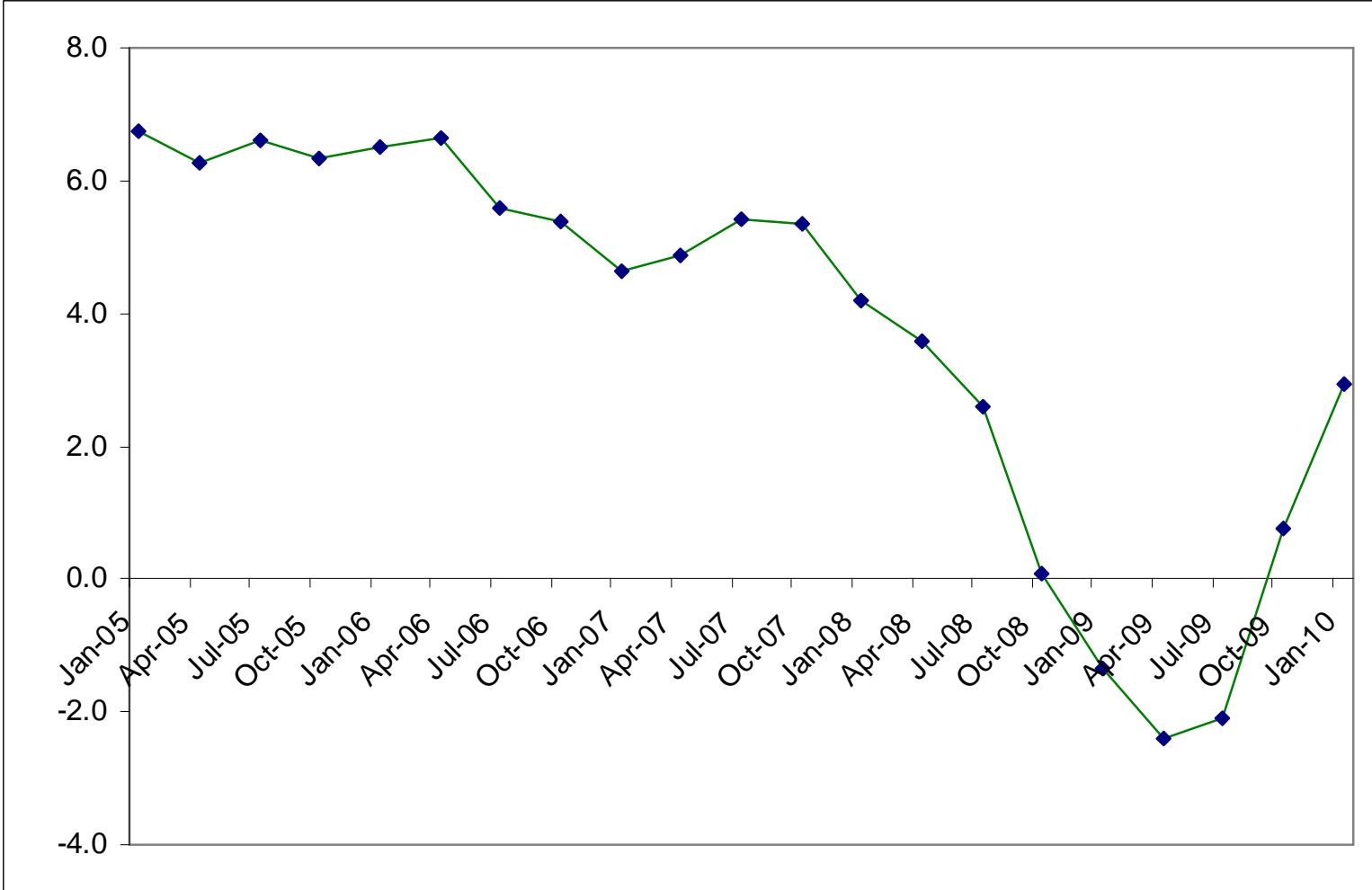


**Mercado de Papel Comercial
(Millones US\$)**



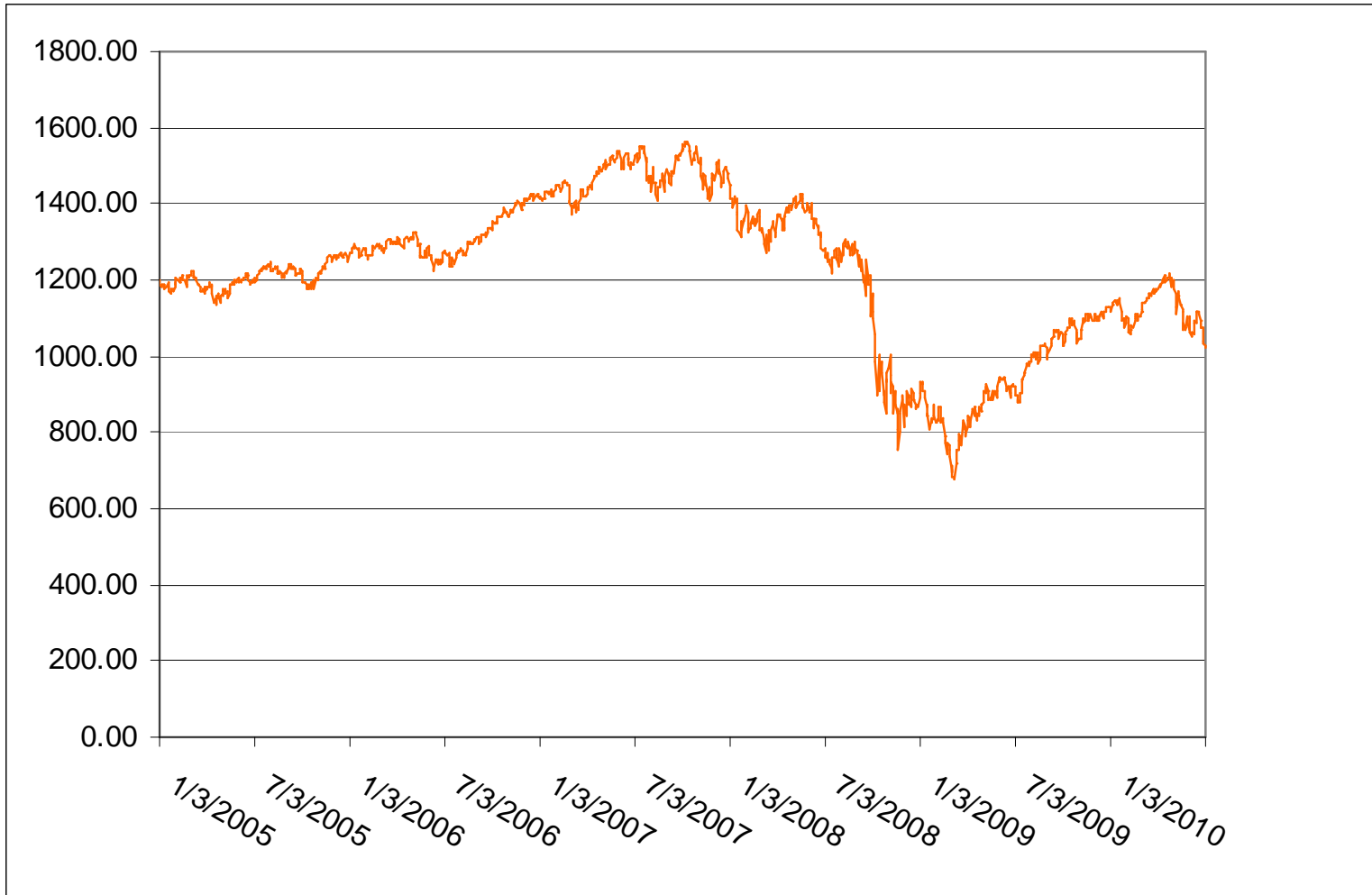
US: Índice de Producción Industrial

Fuente: FRED, St. Louis Fed.



US: Tasa de Crecimiento del PBI (% respecto a año atrás)

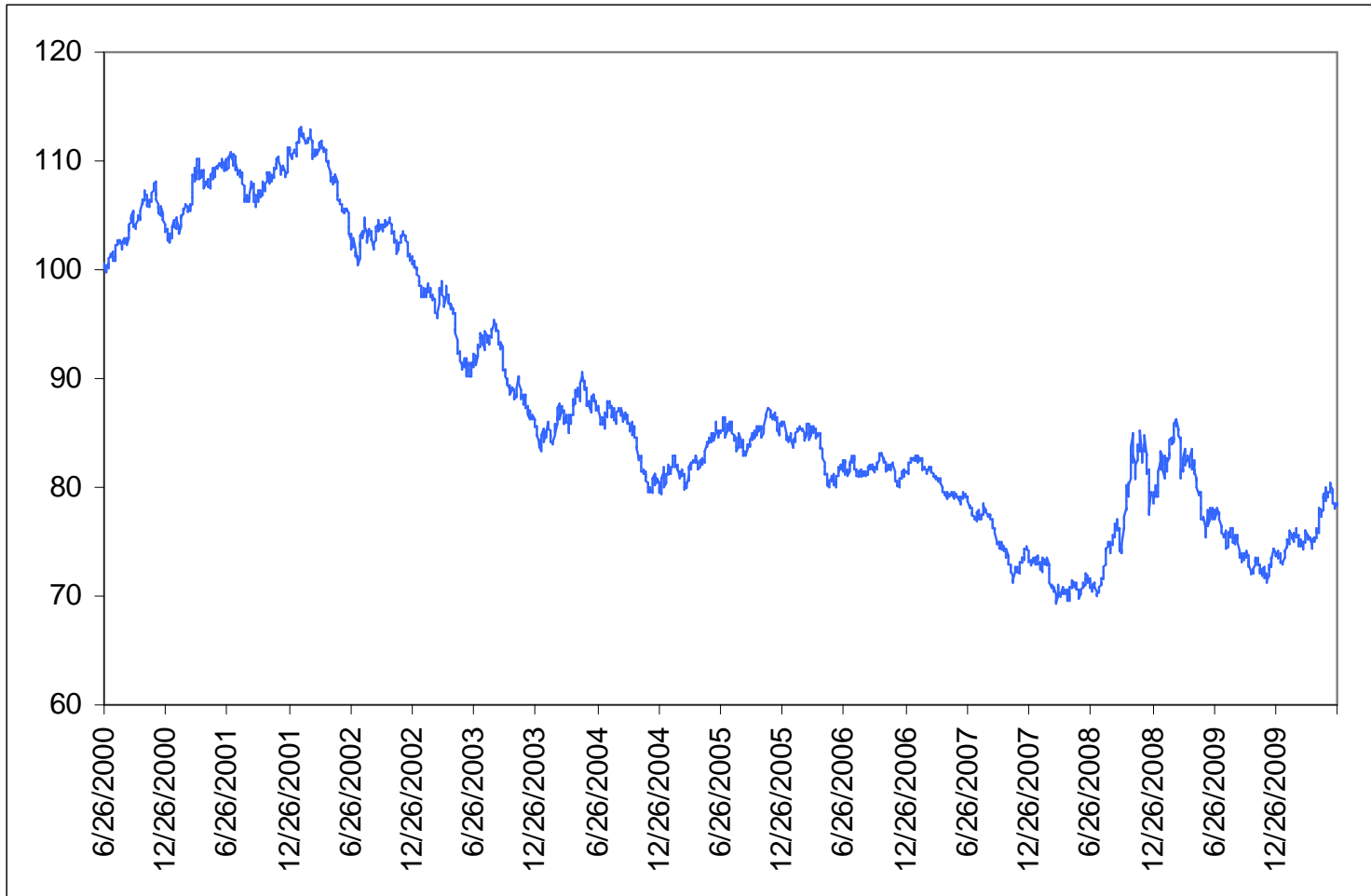
Fuente: FRED, St. Louis Fed



Indice S&P 500

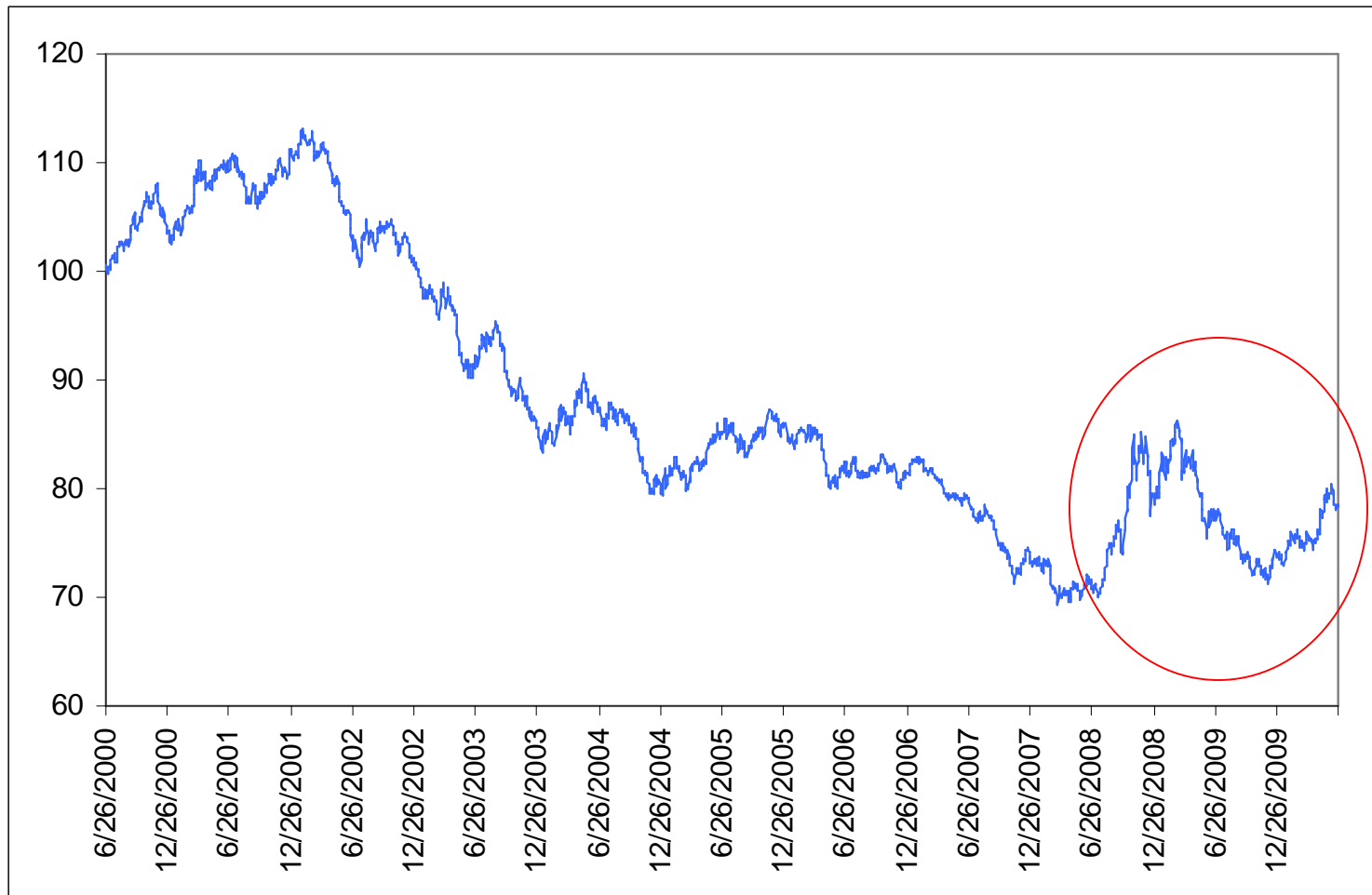
- De manera notable, el desplomo de la economía estuvo asociado con una apreciación del dólar norteamericano

➔ Señal de “carrera por liquidez”



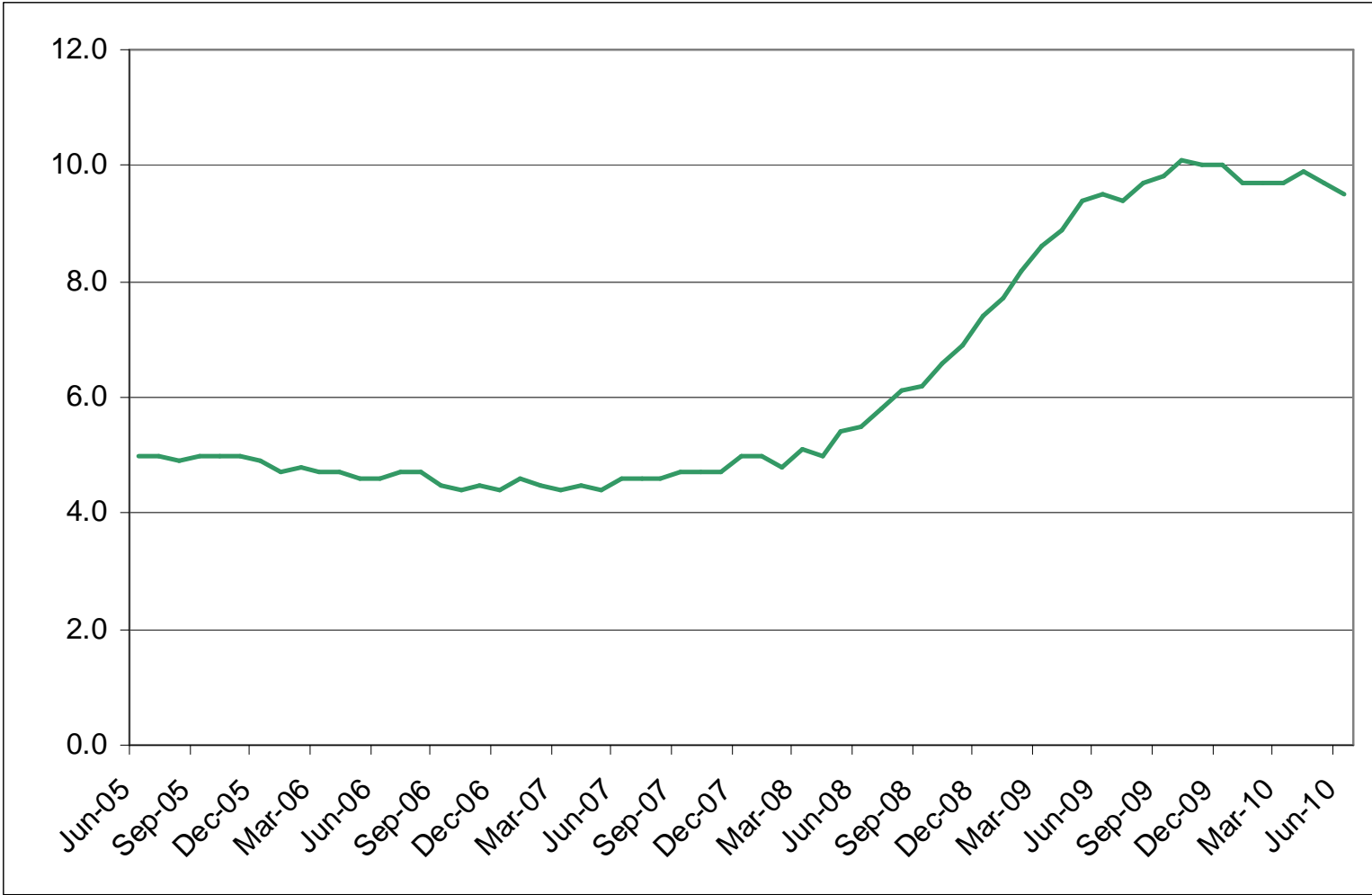
Indice del Valor del Dólar Relativo a Otras Monedas Dominantes

Fuente: FRED, St. Louis Fed



Indice del Valor del Dólar Relativo a Otras Monedas Dominantes

Fuente: FRED, St. Louis Fed

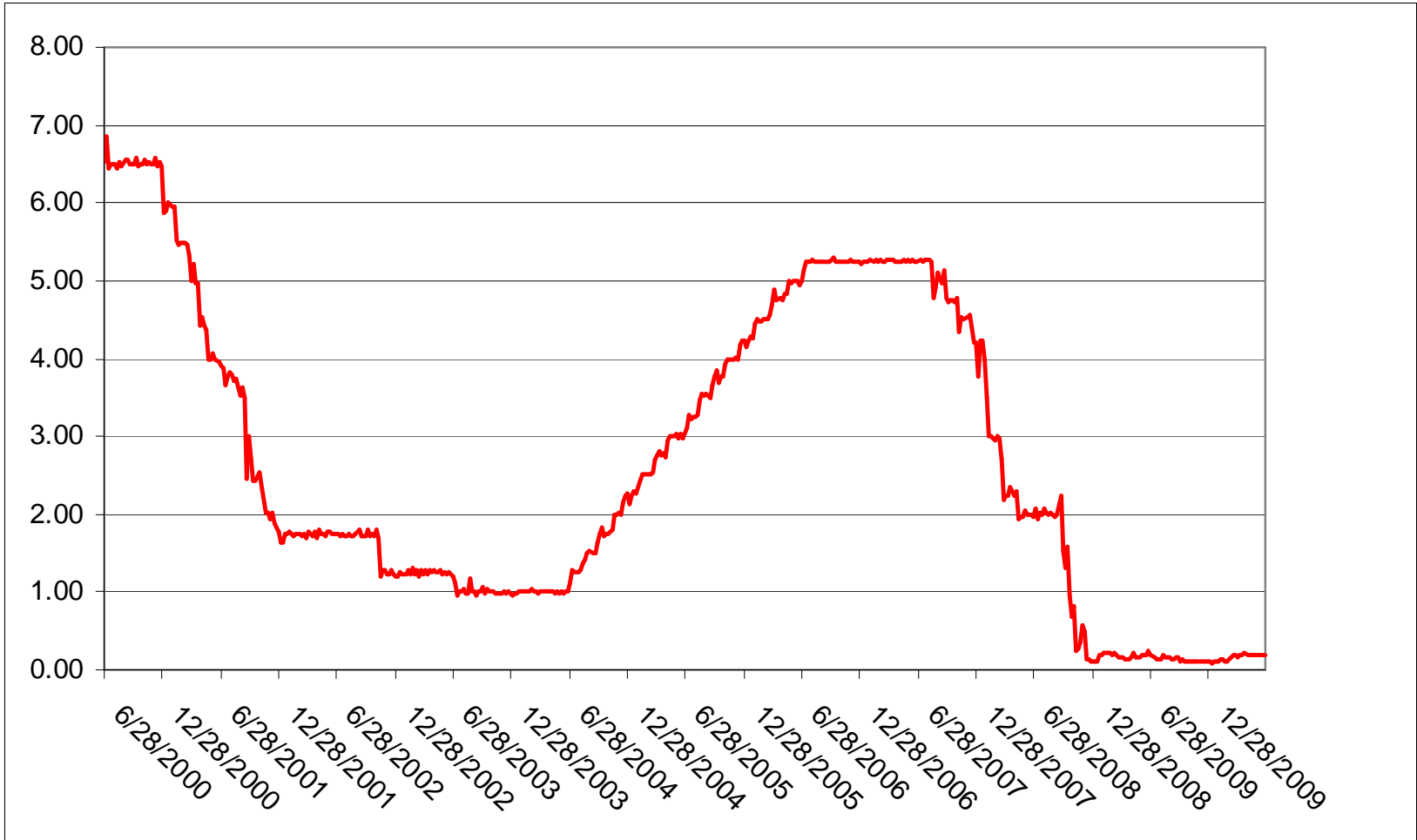


US: Tasa de Desempleo

Fuente: FRED, St. Louis Fed

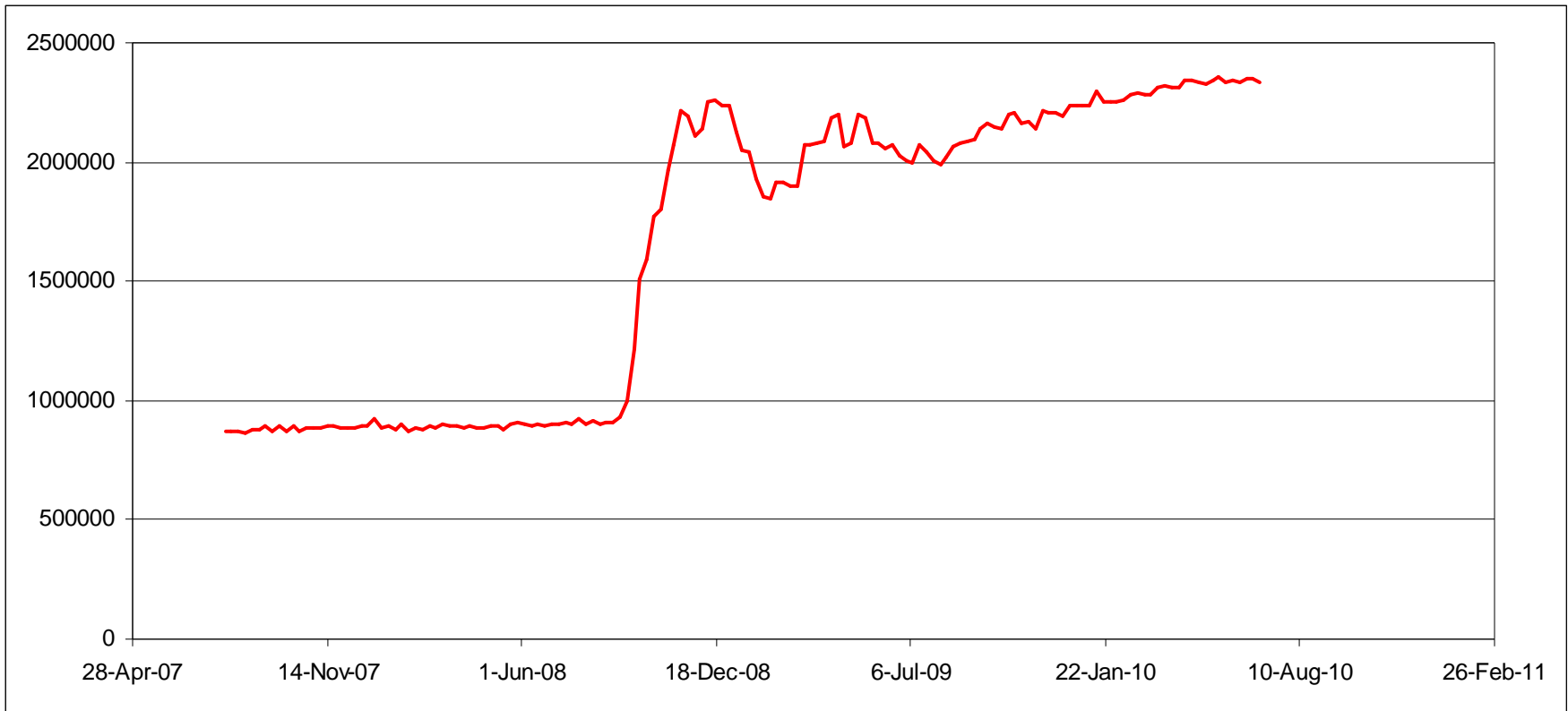
La Respuesta de Política

- Claramente, la respuesta de la Reserva Federal y otros bancos centrales fue proveer amplia liquidez.
- El instrumento convencional (manejo de tasa de interés interbancaria) se usó al límite, por lo que tuvo que recurrirse a mecanismos “heterodoxos”, sobre todo después de Lehman.

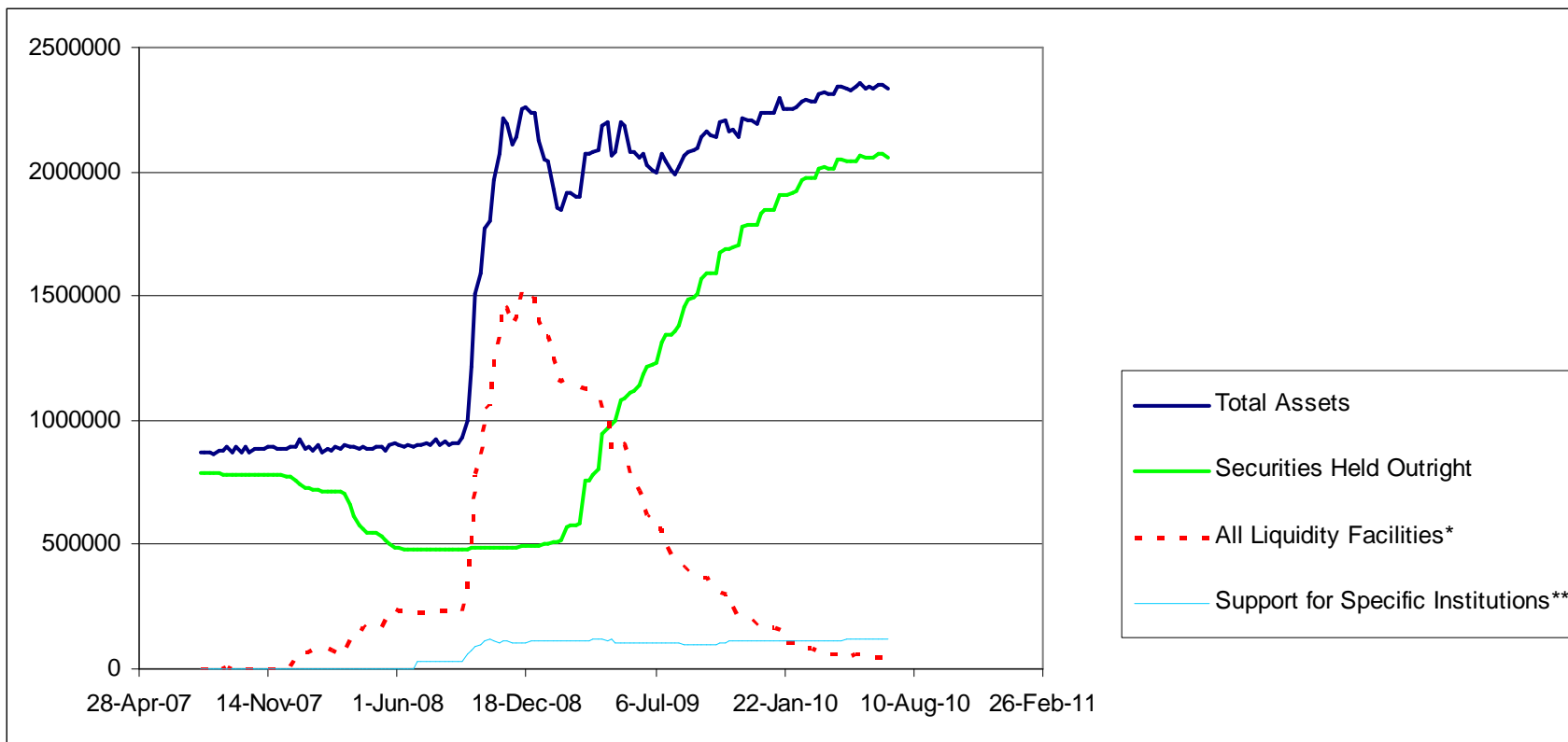


US: Tasa de Fondos Federales (Porcentaje)

Fuente: FRED, St. Louis Fed

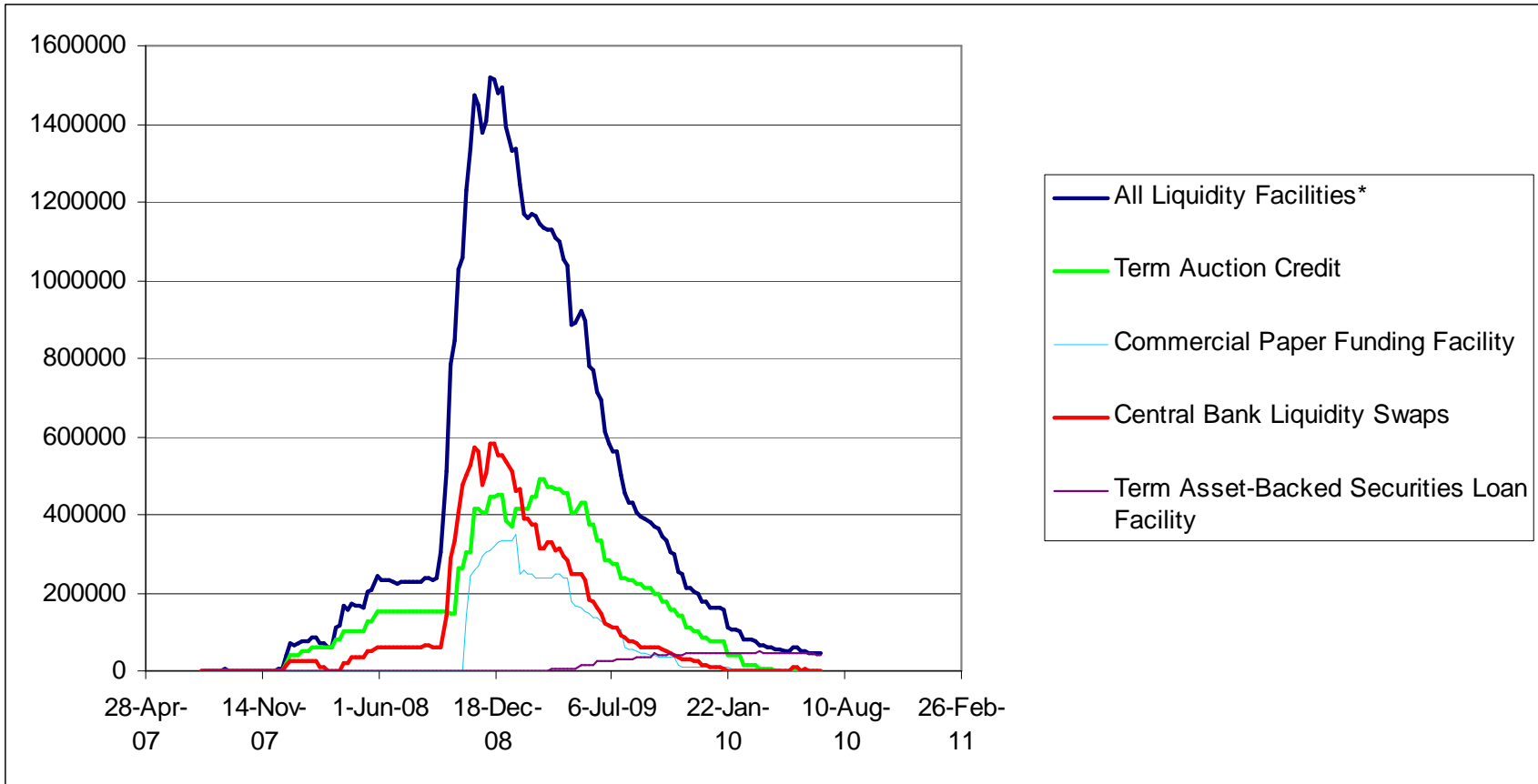


**Activos Totales de la Reserva Federal
(Millones de US\$)
Fuente: Board of Governors**



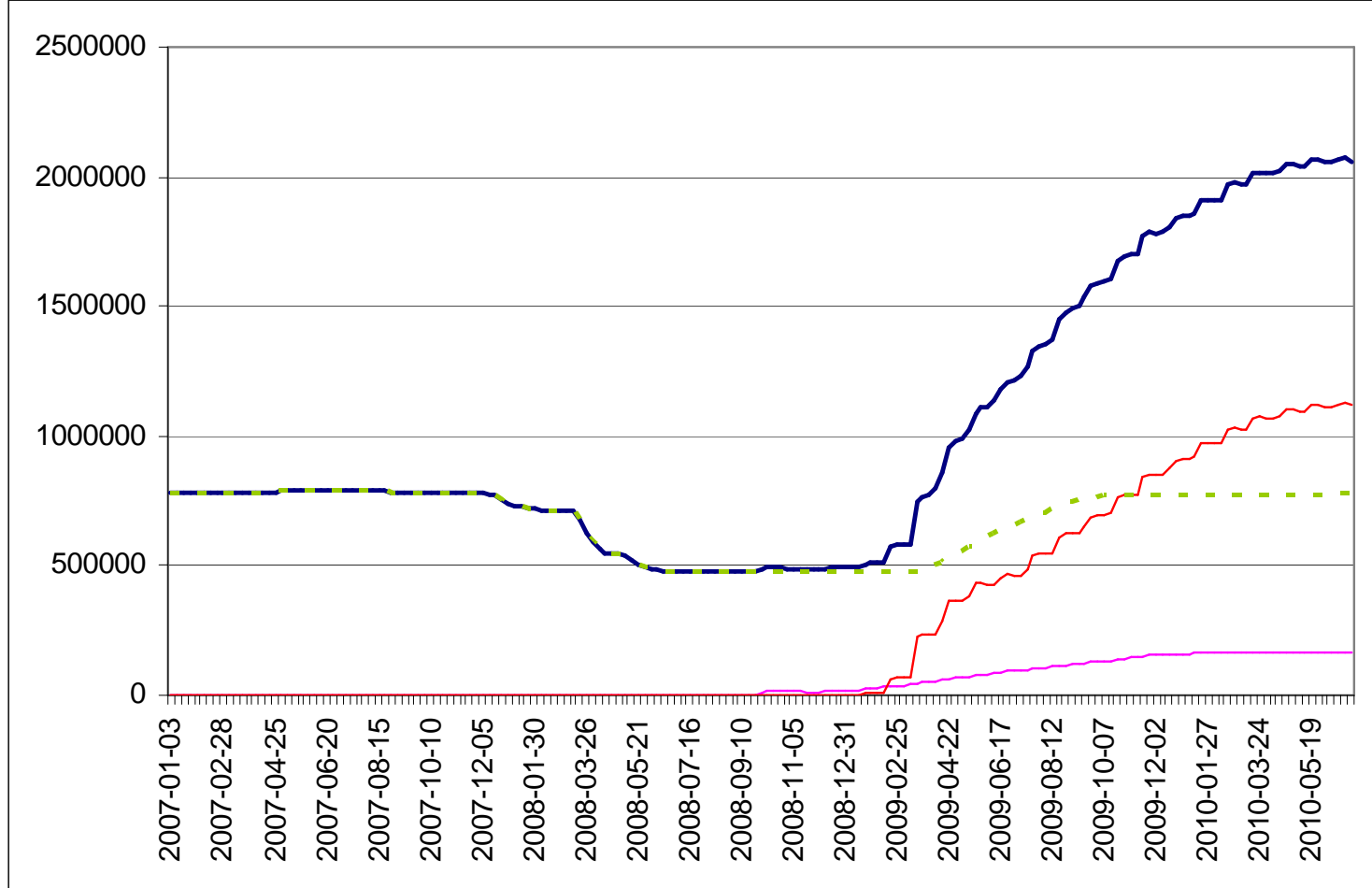
Detalle de Activos de la Reserva Federal (Millones de US\$)

Fuente: Board of Governors



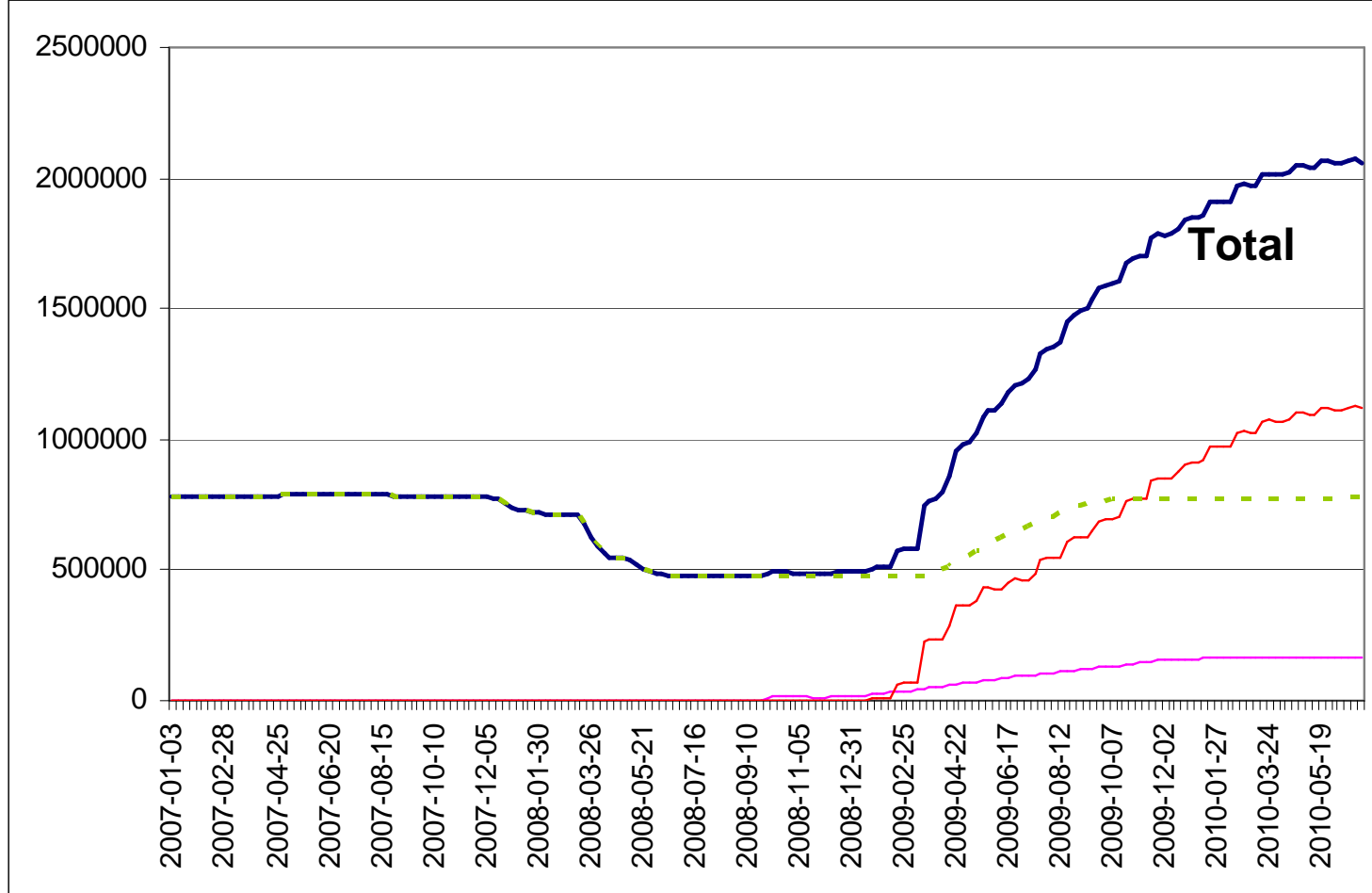
**Programas de Asistencia de Liquidez
(Millones de US\$)**

- Los programas de asistencia de liquidez de “emergencia” están siendo cancelados.
- Pero han sido substituídos por mecanismos de intervención directa en mercados de activos, sobre todo “asset-backed securities” garantizados por Fannie Mae y Freddy Mac.



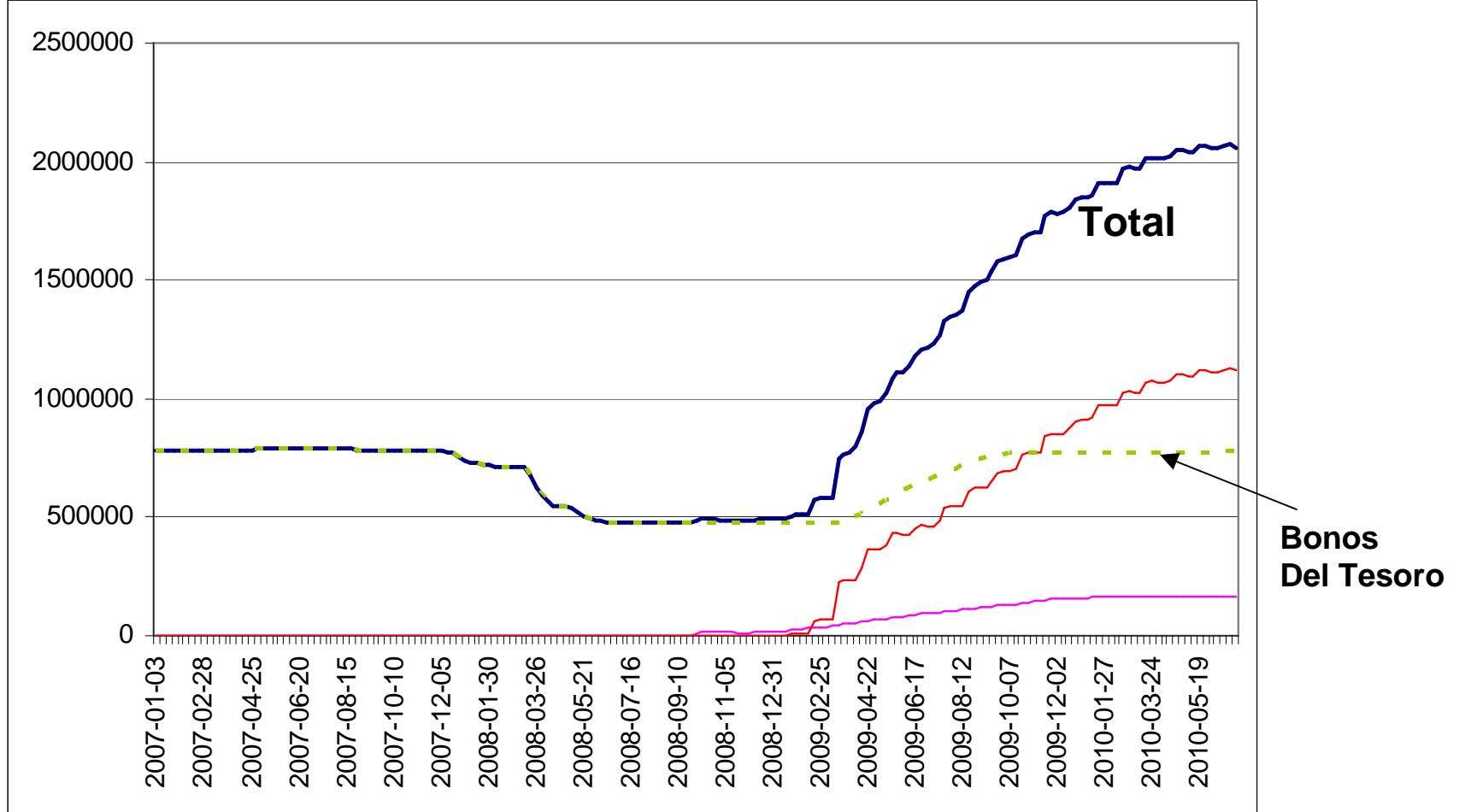
Activos Financieros de Propiedad de la Reserva Federal (Millones de US\$)

Fuente: Board of Governors



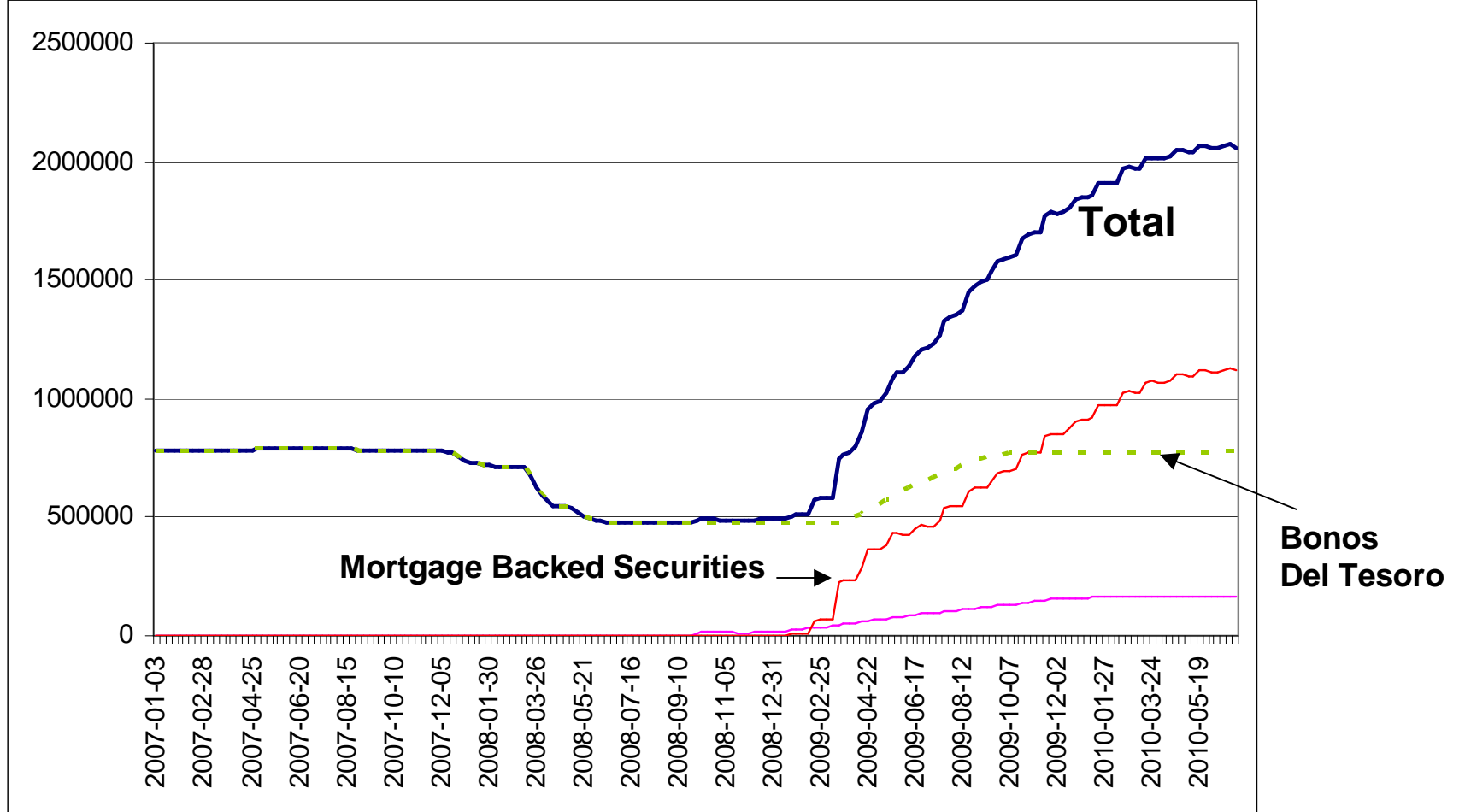
Activos Financieros de Propiedad de la Reserva Federal (Millones de US\$)

Fuente: Board of Governors



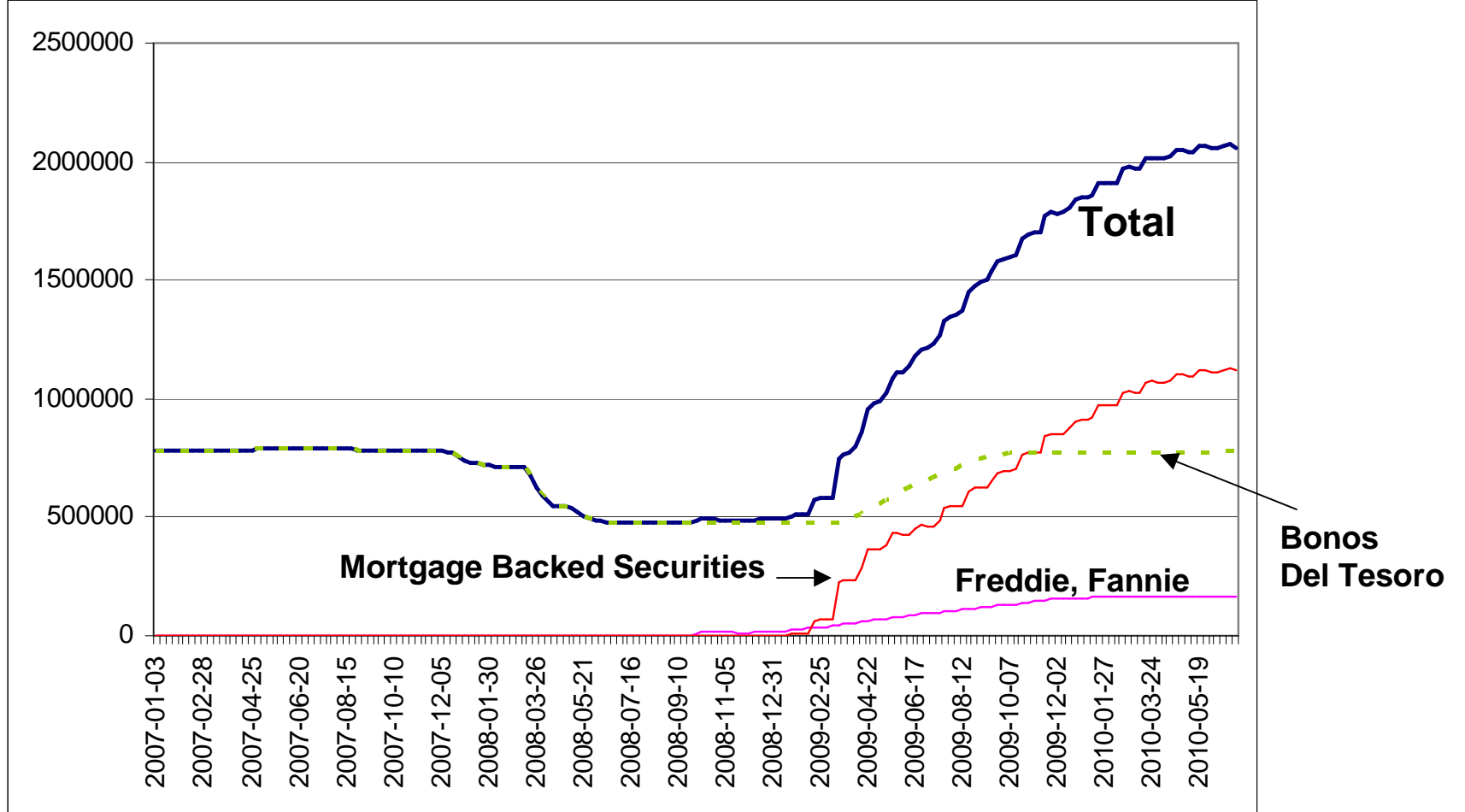
Activos Financieros de Propiedad de la Reserva Federal (Millones de US\$)

Fuente: Board of Governors



Activos Financieros de Propiedad de la Reserva Federal (Millones de US\$)

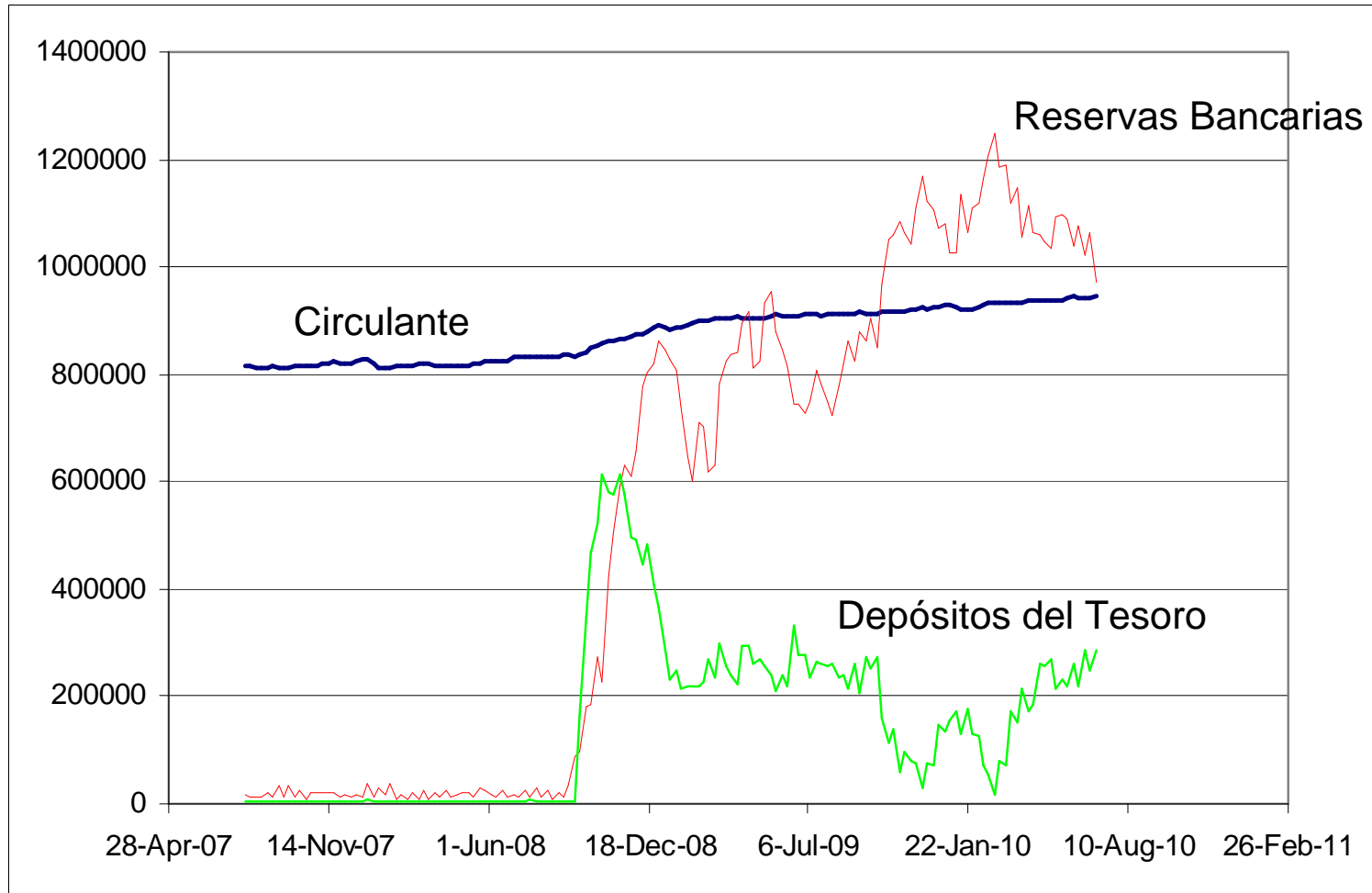
Fuente: Board of Governors



Activos Financieros de Propiedad de la Reserva Federal (Millones de US\$)

Fuente: Board of Governors

- Estos programas fueron financiados, básicamente, via creación de dinero.



**Pasivos de la Reserva Federal
(Millones de US\$)**

Lecciones, Interrogantes, y Consecuencias para la Banca Central

El rol del Banco Central

- Antes de la crisis se estaba imponiendo una visión de “síntesis” sobre los mecanismos monetarios y el rol de los bancos centrales.
- ➔ El rol del banco central es controlar inflación a través del manejo de una tasa de interés (Woodford 2003 y muchos otros)

La Omisión Fatal: Fricciones Financieras

- La visión convencional, sin embargo, está basada en asumir mercados financieros perfectos.
- Entre las consecuencias: las instituciones financieras son irrelevantes (diversos teoremas de MM)
- Y, por tanto, no hay mención del rol del banco central en preservar la estabilidad financiera y actuar como prestamista último.

Lección 1: Qué Hacer con las Burbujas

- Antes de la crisis, la posición de la Reserva Federal parece haber sido esperar hasta que las burbujas desaparezcan o exploten para “trapear” después (mop-up-after, Blinder 2010)
- Avalada por ciertos modelos teóricos (Bernanke y Gertler 2002)
- *Ex post*, parece claro que una política más proactiva habría limitado los daños.

Lección 2: Recordar los Deberes del Banco Central

- *Ex post* también, es sorprendente recordar que en muchos países, incluyendo los Estados Unidos, la manutención de la estabilidad financiera es uno de los deberes del banco central.
- Más allá del control de la inflación!
- De hecho, los poderes de la Reserva en este sentido son muy amplios, y por esa razón.

Sección 13.3, Federal Reserve Act

In unusual and exigent circumstances, the Board of Governors of the Federal Reserve System, by the affirmative vote of not less than five members, may authorize any Federal reserve bank, during such periods as the said board may determine... to discount for any individual, partnership, or corporation, notes, drafts, and bills of exchange when such notes, drafts, and bills of exchange are indorsed or otherwise secured to the satisfaction of the Federal Reserve bank...

Adiós “síntesis”

- Los bancos centrales en países avanzados, y en particular la Reserva Federal, implementaron programas de crédito dirigido, lo que se plasmó en el aumento del tamaño y la composición del balance del banco central
- Cambios forzados en el alcance del poder regulatorio de la Reserva Federal (e.g. bancos de inversión se convirtieron en bancos de depósitos)
- Debate sobre el rol de la Reserva Federal en términos de supervisión y regulación (e.g. reforma financiera estipula que la Reserva Federal puede obligar a la división de instituciones financieras “peligrosamente grandes”; rol de Fed en protección al consumidor, etc.)

Cuán poderoso debe ser el Banco Central?

- Pregunta crucial: por qué es que los programas de asistencia financiera tuvieron que ser implementados por la Reserva Federal en vez de otros agentes en el gobierno (esto es, el Tesoro)?
- Uno podría argumentar que dichos programas son eminentemente fiscales (y crean “déficits cuasifiscales”)

Argumentos En Favor de Aumentar el Poder de la Reserva Federal

- La Reserva Federal es una institución “más ágil” que otras agencias para responder en tiempos de crisis.
- (Pero esto puede cambiarse!)
- La Reserva Federal tiene el poder de crear liquidez inmediata y básicamente ilimitada (al menos en el muy corto plazo)

Argumentos En Favor de Aumentar el Poder de la Reserva Federal

- La independencia de la Reserva Federal la hace menos cautiva de intereses independientes y de problemas de inconsistencia dinámica.
- (Pero veremos que hay tensión de éste con los otros dos argumentos)

Especulando sobre el futuro...

- En cuanto a la Reserva Federal, lo crucial es el poder crear liquidez a discreción.
- Esto significa que la Reserva es la institución más adecuada para actuar como prestamista de última instancia.
- A su vez, esto hace que la Reserva sea naturalmente el agente indicado como supervisor y regulador del sistema financiero (en gran parte para evitar riesgo moral).

- Como arguye Blinder (2010), la distinción entre instituciones financieras bancarias y no bancarias no es tan esencial.
- Es más importante que la Reserva Federal adquiriera el poder de regular las instituciones financieras que representan peligro “sistémico”.

Más poder, menos independencia

- La expansión en el poder de la Reserva Federal, sin embargo, va a requerir de un aumento correspondiente en la supervisión del Congreso sobre ella → *menor independencia*.
- Esto se justifica porque la expansión del poder de la Reserva es para que pueda implementar programas “enfocados” (rescate de bancos particulares, por ejemplo), lo que conlleva el peligro de corrupción, complicidad, o simple incompetencia.
- En contraste, la política monetaria “tradicional” tiene efectos más anónimos sobre la economía.

Más poder, menos independencia

- Menor independencia también va a ser una consecuencia de la intervención de la Reserva en mercados específicos (mortgage backed securities).
- Es cuestionable si es buena idea que estas operaciones cuasifiscales sean implementadas por la Reserva.

Y nuestros países?

- En contraste con el análisis de Prasad (2010) y otros, mi opinión es que el análisis es bastante diferente para bancos centrales en países emergentes, incluyendo los latinoamericanos.
- En parte, la diferencia se debe al grado de sofisticación de los sectores financieros domésticos.
- Pero más importante: nuestros bancos centrales no pueden crear liquidez *internacional*.

Liquidez Internacional y Crisis

- Chang-Velasco (2000) y otros explicaron el rol crucial de la liquidez *internacional* en la generación de crisis en países emergentes.
- Esto es más importante en la medida en que la *dolarización* persiste.
- Consecuencia práctica: acumulación de reservas (Obstfeld, Taylor, and Shambaugh 2008)

Demasiadas reservas?

- En la práctica, sin embargo, varios países tienen ya, y hace cierto tiempo, un nivel de reservas muy por arriba de la necesaria para asegurar liquidez internacional.
- Hoy se acepta que lo necesario es 10 por ciento del PBI en reservas (Jeanne-Ranciere) o 100% de la deuda externa a corto plazo (Greenspan-Guidotti)
- Perú tiene bastante más del doble.

- En la práctica, la acumulación de reservas parece haber sido una consecuencia de esfuerzos de nuestros bancos centrales para evitar apreciación del tipo de cambio (Chang 2007).

Costos de las Altas Reservas

- La estrategia de mantener altas reservas tiene costos, sin embargo, en términos de usos alternativos de esos fondos.
- Además no parece haber una justificación convincente de por qué esos fondos deben ser manejados por el Banco Central en vez de una institución separada.
- Es más, en la práctica esto puede causar conflictos entre el Banco Central y el gobierno (e.g. Argentina).

Separación de poderes?

- En nuestros países, por tanto, puede ser deseable mover la administración de las reservas excesivas (i.e. los montos por encima de los necesarios para asegurar liquidez internacional) a alguna institución separada del Banco Central.
- Instituciones semejantes existen en la práctica (e.g. Chile, Noruega)

Ventajas

- Ello ayudaría a preservar e incluso aumentar la independencia del Banco Central, lo que es útil para cimentar progreso en controlar inflación.
- Y aumentaría transparencia, enfatizando que los fondos en cuestión son recursos *fiscales*.
- Finalmente, separaría política monetaria propiamente dicha de otras tareas, tales como preservar tipos de cambio “competitivos”.

Peligros

- Argumento en contra: el Banco Central evita que las reservas (excesivas) se gasten en forma “populista”.
- Esto es un problema político que cada país debe resolver de acuerdo a su propia realidad y situación socio-política.
- Pero: si las demandas populistas son fuertes, mantener las reservas en el Banco Central no las elimina!

Reflexiones Finales

- Las consecuencias de la crisis para la banca central son diferentes, en nuestro análisis, para la Reserva Federal que para otros países, incluyendo los nuestros.
- Clave: capacidad de crear liquidez mundial.
- El análisis, por tanto, cambia en la medida si uno cree que van a aparecer competidores al dólar (Euro, yuan?)