

# El banco central como fondo de cobertura: La nueva política económica del banco central <sup>1</sup>

The central bank as a hedge fund: The new economic policy of the central bank

Jan Toporowski\*

## Resumen

Este artículo examina el notable incremento reciente de las hojas de balance de los bancos centrales. Tanto en el mundo desarrollado como en desarrollo. La amplia cantidad de activos financiero ahora en posesión de los bancos centrales ha creado una situación en la cual estas instituciones ahora se asemejan a los fondos de cobertura. Este acontecimiento tiene implicaciones claras sobre la política monetaria y pone en tela de juicio hasta la “independencia” de los bancos centrales. Además, también se examina la evolución reciente de las hojas de balance de los bancos centrales. El artículo ofrece algunas propuestas para que los bancos centrales se libren de esa actual situación.

**Palabras clave:** Hoja fuera de balance; fondos de cobertura; política monetaria.

## Abstract

This article examines the notable recent increase in central banks' balance sheets. In both the developed and developing world, the amount of a diverse array of financial assets now held by central banks has created a situation in which these institutions now closely resemble hedge funds. This development has clear impla-cations on monetary policy and

---

<sup>1</sup> Traducción Eugenia Correa y Wesley Marshall

\* Jefe del Departamento de Economía, Escuela de Estudios Orientales y Africanos, Universidad de Londres, UK. Publicó recientemente *Why the World Economy Needs a Financial Crash and Other Critical Essays on Finance and Financial Economics* por Anthem Press. Agradezco el apoyo de investigación de Shujoya Venugopalan, y las sugerencias de Charles Goodhart, David Laidler y Marc Lavoie, además de las conversaciones con Nina Rismal. El autor asume la responsabilidad integral del contenido del artículo.

questions the very “independence” of central banks. In addition to examining the recent evolution of central banks’ balance sheets, this article offers several proposals for central banks to extract themselves from their current situation.

**Key Words:** Off balance sheet operations; hedge funds; monetary policy.

### **Introducción**

Este artículo analiza los datos que muestran cómo los bancos centrales más importantes en el mundo, el Sistema de la Reserva Federal (Fed), el Banco de Inglaterra, el Banco Central Europeo (BCE), y desde fuera de las economías avanzadas, el Banco de la Reserva de la India, han expandido enormemente sus hojas de balance desde que estalló la crisis financiera mundial en el año 2007. Estas pequeñas pero independientes agencias que se supone, por la teoría monetaria dominante, controlan la economía solamente a través de fijar las tasas de interés de corto plazo, se han vuelto mucho mayores y, en un examen más cercano, bastante dependientes. En la siguiente tabla se muestra cómo, para el año 2010, el total del balance del Banco de Inglaterra había crecido cerca de seis veces respecto de su tamaño en el año 2002. El balance de la Fed se ha incrementado tres veces durante este periodo. En Europa, el balance del BCE se ha incrementado cerca de dos veces y media. Lo que nos demuestra todo esto es que es una característica, financieramente hablando, de las economías avanzadas comprometidas en la crisis financiera internacional de 2008-09, la hoja de balance del Banco de la Reserva de India se ha incrementado cerca de tres veces y media, mostrando que la notoria expansión del Banco del Pueblo de China no es, de ninguna manera, un caso aislado.

Esta expansión en la hoja de los balances bancarios representa un desafío no solamente para la gobernabilidad interna de los bancos centrales que ahora tienen que administrar grandes

portafolios de activos y expandir sus pasivos con los bancos comerciales. Al hacer los bancos centrales más parecidos a los fondos de cobertura, la expansión en las hojas de balance también desafía la doctrina monetaria dominante que ha sido la guía de las operaciones de los bancos centrales en muchos países -el Nuevo Consenso de Política Monetaria y las llamadas metas de inflación-, en el que las tasas de interés del banco central suponen ser una gama ordenada para alcanzar resultados macroeconómicos, mas que para lograr la rentabilidad o liquidez de esas hojas de balance.

La primera parte de este trabajo argumenta que la política monetaria del nuevo consenso, y su asociada doctrina del tipo de cambio flotante, están relacionadas con hojas de balance mínimas. Estas hojas de balance de tamaño pequeño o de pequeña escala, permiten a los bancos centrales operar con verdadera independencia: sin trabas por consideraciones del posible impacto de cualquier postura en política monetaria que pueda tener sobre el desempeño financiero del banco central en un periodo de tiempo dado. La segunda parte de este artículo se explica porque la hoja de balance del banco central tiene que expandirse. Una tercera parte concluye mostrando como el comportamiento financiero de los bancos centrales depende ahora de su postura en política monetaria.

### **Doctrinas de política monetaria y hojas de balance de los bancos centrales**

El crecimiento en de las hojas de el balance que aparecen en los cuadros del anexo, al final, parte de un período en la primera parte de este siglo cuando la política monetaria y sus marco resultante de operaciones minimizaban las hojas de balance del banco central. El monetarismo previo, a cargo de las de las doctrinas monetarias prevalecientes en los años ochenta, había

requerido de hojas de balance de cierto tamaño para implementar la política monetaria. Las operaciones más importantes en la política monetarista eran las operaciones del mercado abierto comprando y vendiendo títulos de largo plazo. Esto permitía a los bancos centrales un control del total de las reservas del sistema bancario cuyo valor se suponía estaba determinado por el total de la oferta monetaria del economía. Al mismo tiempo, la política prevaleciente en el sistema monetario internacional hasta el fin del siglo, fue una de tipos de cambio fijos, pero ajustables.

Esta era la política del Fondo Monetario Internacional (FMI). La ofensiva política cambiaria de su accionista principal, Estados Unidos (US), empleando una administración del tipo de cambio solamente cuando resultó inconveniente la flotación del dólar fue, sin embargo, tolerada por el FMI. En todo los demás países la política requerida a los bancos centrales era que fueran capaces de operar en los mercados cambiarios para administrar el precio de la divisa. Una hoja de balance de tamaño apropiado era necesaria para permitir estas operaciones.

El nuevo consenso en política monetaria y flotación cambiaria cambiaron del todo. El tipo de cambio flotante significa sacar a los bancos centrales del mercado cambiario. En política monetaria el nuevo consenso significa un cambio desde la oferta monetaria como el objetivo intermedio del de las operaciones del banco central, hacia la regulación de la tasa de interés de corto plazo. Esta última no necesita una hoja de balance del banco central, más allá de una cartera temporal de títulos bajo recompra o acuerdos de reventa. Es más, la teoría sugiere que incluso de esta cartera es innecesaria: el banco central es meramente un anunciador de tasas a las cuales puede vender o tomar depósitos o incluso sólo una tasa de interés activa, y esto podría ser suficiente para mantener las tasas de interés de corto

plazo entre las dos tasas del banco central. Las tasas pasivas en los mercados monetarios podrían no exceder la tasa a la cual el banco central puede prestar comprando títulos, sin provocar que todos los deudores abandonen el mercado monetario y se presenten todos ellos en la ventanilla de descuento del banco central.

La hoja de balance del banco central fue entonces reducida a depósitos de los bancos comerciales, esto es reservas de los bancos comerciales. Las reservas obligatorias de los bancos fueron recortadas en US los y en Reino Unido (UK), ahora que ellas no tenían más que considerarse como instrumentos de política monetaria. En el Reino Unido éstas se hicieron voluntarias. (Bank of England, 2004)

### **La expansión de las hojas de balance de los bancos centrales**

Las razones del rápido crecimiento de las hojas de balance de los bancos centrales a partir del presente siglo son obvias. Cómo los datos muestran, el Banco de Inglaterra, la Fed, y el BCE se han estado comprometiendo en un masivo esfuerzo de rescatar bancos sin liquidez, comprándoles títulos y otorgando préstamos directa-mente a ellos. Esto es el bien conocido y ampliamente discutido quantitative easing o ampliación del crédito (Panetta et.al.2009). Este proceso continua entre los países afectados por la crisis bancaria. Marc Lavoie subraya que el balance del Banco de Canadá se ha reducido casi a lo que era antes de la expansión del crédito en 2007. Pero esto refleja el hecho que Canadá no ha sido afectado por la crisis bancaria, más que un cambio en la política del banco central frente a tal crisis.

En las economías en desarrollo y en muchos mercados emergentes, la razón de la expansión de las hojas de balance del banco central ha sido el fracaso del tipo de cambio flotante

como una opción viable para la política monetaria. En la presencia de grandes desbalances comerciales, los tipos de cambio flotantes podrían haber ejercido presiones deflacionarias o inflacionarias sobre los países con gran comercio externo (o grandes cuentas de capital) superavitario o deficitario. Dados los grandes déficits de US, los tipos de cambio puramente flotantes podrían haber requerido una sustancial depreciación del dólar americano para reducir las exportaciones de otros países a US y expandir sus importaciones desde ese país. En efecto a los bancos centrales de los socios comerciales de US necesitan operar en los mercados cambiarios para estabilizar el tipo de cambio, con el objetivo de evitar que los US exporten deflación al resto del mundo. En países como India y China esto significa aumentar los activos en moneda extranjera en las carteras. Como se muestra del cuadro, los activos en moneda extranjera del Banco de la Reserva de la India aumentaron del 59% de su balance en el 2002 al 87% en 2009 antes de disminuir al 73% en 2010.

En efecto los bancos centrales se han convertido en fondos de cobertura. Los grandes pasivos con los bancos comerciales que depositan sus reservas con los bancos centrales tienen cobertura con títulos domésticos (en el caso de los bancos centrales en Europa y América del Norte) o con activos extranjeros (en el caso de los bancos centrales en los países en desarrollo y mercados emergentes). En Europa y Norteamérica estas operaciones de cobertura han probado ser muy rentables: las ventas de títulos con dificultades por los bancos británicos y americanos les dieron una ganancia record a la Fed y al Banco de Inglaterra. En 2010 la Reserva Federal hizo ganancias por 80.9 mil millones de dólares, sobre un costo de sólo 4.3 mil millones de dólares. (Financial Times, 2011) En gran parte esto se explica por las ínfimas tasas de interés que se mantienen desde que la crisis financiera a partir de la primavera de 2008,

permitiendo a los bancos centrales financiar su cartera de activos a costos ínfimos. En los mercados de las economías en desarrollo y emergentes, los activos en moneda extranjera del banco central se mantienen como garantía contra pasivos potenciales (es decir fuera de balance) en la eventualidad de una fuga de capitales. Tanto la India como China tienen controles de capital pero con ciertas brechas en esos controles a través del sistema de banca informal y de las operaciones de compañías no bancarias, o bien Hong Kong en el caso de China.

El crecimiento de las hojas de balance de los bancos centrales requiere nuevos principios de gobernabilidad del banco central y de la política monetaria. El regreso a un nuevo consenso hacia hojas de balance mínimas no es posible sin disminuir el crédito y la liquidez de sus respectivos sistemas bancarios y de las economías a las que ellos, se supone, deben servir. Reducir las hojas de balance de los bancos podría requerir vender todo el portafolio de valores de los bancos centrales, con las ganancias de las ventas que serían usadas para cancelar los pasivos de los bancos centrales con los bancos comerciales. Los bancos comerciales volverían a mantener títulos de largo plazo de un valor inestable cubiertos por unas pocas reservas bancarias. Tales bancos podrían entonces ser más cautelosos acerca de los préstamos. De esta manera la venta de activos de regreso a los bancos comerciales podría ir en un sentido contrario a las presiones políticas sobre los bancos centrales en el sentido de persuadir a los bancos comerciales que presten más.

La alternativa de reducir las reservas de los bancos comerciales con la venta de los activos de los bancos centrales sería mantener las ganancias de estas ventas como depósitos de los bancos centrales con los bancos comerciales. El banco central podría, en efecto, tener reservas en los bancos comerciales

cubiertas por derechos contra esos bancos comerciales. Este es el resultado menos probable de cualquier venta de los activos del banco central y es verdaderamente indeseable, debido a las actuales dificultades de los bancos comerciales. La tenencia por los bancos centrales de depósitos con los bancos comerciales podría ser una fuente mucho más potente para el riesgo moral de los bancos comerciales, que las muy discutibles garantías implícitas por el Estado de los depósitos de la banca comercial. El conocimiento de que los bancos comerciales tienen los depósitos del banco central podría literalmente cambiar la jerarquía establecida entre los bancos comerciales y el banco central. La subordinación de los bancos comerciales al banco central está puesta de manifiesto en su obligación de tener sus reservas sobre depósitos en el banco central. La aparente confianza del banco central en un banco comercial que tuviese sus depósitos podría volverse un factor en la calificación crediticia del banco comercial y su deseo de subordinarse él mismo a regulaciones bancarias inconvenientes. Los mercados podrían entonces juzgar a un banco por el monto de depósitos que tiene del banco central, o cambios en esos depósitos, más que por la calidad de los activos y su administración.

El camino ideal para sacar sus tenencias de grandes montos de pasivos del sector privado podría ser para los bancos centrales vender esos pasivos e invertir las ganancias en obligaciones de deuda del gobierno. Esto podría conservar las grandes reservas de los bancos comerciales. Más aún, hay un gran número de gobiernos en Europa y en América del Norte que están listos para emitir grandes cantidades de títulos de largo plazo para financiar el déficit fiscal que han crecido como parte del costo del rescate de los bancos.

Si los bancos centrales compraran estos títulos y además, empezaran a tener un mercado estable para ellos, esto podría



contribuir de manera más general a estabilizar los sistemas financieros. Paradójicamente el mejor camino para los bancos centrales para alentar los préstamos hacia el sector privado es comprar más bonos gubernamentales.

Otra manera de alcanzar este fin es levantando un fondo de riqueza soberano, como muchos países exportadores de materias primas con grandes superávits comerciales y con grandes entradas de capital lo han hecho (por decir Irlanda y China). En este escenario, los activos acumulados por los bancos centrales son transferidos a los fondos de riqueza soberanos, dejando a los bancos centrales con grandes reservas de pasivos de los bancos comerciales, pero pocos activos en contraparte. En tanto que ambos, tanto los bancos centrales como los fondos soberanos son agencias gubernamentales, el conjunto del balance del gobierno permanece balanceado. Sin embargo los fondos de riqueza soberanos pueden operar en los mercados de capital vendiendo activos del sector privado y comprando bonos gubernamentales. En el caso de los títulos del gobierno con mayores calificaciones, con muy bajos rendimientos, esto podría reducir el ingreso del fondo. Sin embargo, dentro de Europa grandes diferenciales han emergido entre los bonos emitidos por varios gobiernos, de manera que los rendimientos son altos para algunos de estos bonos gubernamentales. Esto podría permitir a los fondos soberanos europeos invertir en títulos del gobierno devaluados por la incapacidad del BCE de tener títulos gubernamentales de una manera permanente sin pérdidas de ingreso en relación a las ventas de pasivos del sector privado para comprar tales títulos.

En el caso de los bancos centrales en los países en desarrollo y en las economías emergentes, como que el Banco de la Reserva de la India, reducir sus balances podría ser ejecutado al vender

sus carteras en activos extranjeros a los bancos comerciales domésticos: venderlas a los bancos extranjeros por ejemplo podría significar que el banco central cambie títulos por depósitos en el banco extranjero, incluso un depósito en un banco central extranjero. Esto hace el balance del banco central más líquido, pero no se reduce porque los bancos extranjeros podrían no tener reservas en el banco central, reservas que puedan ser canceladas por las ganancias de las ventas. La venta de activos extranjeros del banco central a bancos comerciales domésticos podría también complicar la administración del crédito y el tipo de cambio los países en desarrollo. En efecto esto podría significar sería el fin de los controles de capital. Si los bancos comerciales ahora tienen activos financieros extranjeros esos bancos pueden hacer un mercado entre ellos mismos de tales activos. Esto podría crear para esos bancos un mercado monetario interbancario fuera de control del banco central. Más aún ese mercado podría determinar un tipo de cambio independiente del oficial (banco central).

### **Restricciones en política monetaria**

Al lado de la incapacidad de los bancos centrales de reducir sus hojas de balance sin restringir el futuro de los préstamos de los bancos comerciales es una segunda característica de la nueva situación en que los bancos centrales no son más “independientes” en el sentido soñado por los teóricos monetaristas tales como Kydland y Prescott o Woodford: los bancos centrales son más dependientes uno de otro que antes, como lo prueban la proliferación de servicios de swaps entre los bancos centrales. Ellos también son dependientes de los emisores de nuevos activos de los que ahora ellos detentan, en tanto que éstos podrían ser corporaciones no bancarias, deudores hipotecarios residenciales, gobiernos cuyos bonos ahora ellos tienen de una manera temporal. El regreso del nuevo consenso en política monetaria no es posible por el claro impacto que tal

política podría ahora tener sobre las hojas de balance de los bancos centrales y también de los bancos comerciales. Tal política monetaria podría requerir mayores tasas de interés en Europa y en Norteamérica para evitar una creciente inflación. Esta podría reducir las ganancias que los bancos centrales están haciendo al invertir en títulos emitidos por el sector privado.

Los bancos centrales están entonces especulando con el valor futuro de los títulos de los negocios no financieros, de bancos y de gobiernos cuyos papeles llenaron la cartera de los bancos centrales. En Europa y en Norteamérica los bancos centrales son especuladores del “valor relativo” teniendo grandes ganancias con tasas de interés cercanas a cero, y esas ganancias podrían desaparecer con altas tasas de interés. Estas ganancias son necesarias para “cubrir” la exposición de los bancos centrales a los bancos comerciales y de inversión débiles, a los que ellos se comprometieron a dar soporte. Fuera de Europa y de Norteamérica los bancos centrales son especuladores “macro fondos”, dependientes de los gobiernos de US y de Europa cuyos bonos ellos tienen. Estos bonos pagan muy bajos rendimientos, pero los altos rendimientos concomitantes con altas tasas de interés en Europa y Norteamérica, podrían representar salidas de los flujos de capital de los mercados emergentes. Cualquier pérdida que los bancos centrales emergentes pudieran hacer sobre sus tenencias en bonos gubernamentales de extranjeros esa es la prima del seguro que estos bancos centrales pagan contra las salidas de capital.

Por supuesto, siendo instituciones públicas, los bancos centrales son diferentes de los fondos de cobertura en el sentido de que ellos no tienen el único objetivo de maximización de las ganancias.

A este respecto, los bancos centrales son como aquellos otros menos conocidos fondos de cobertura, las universidades financiadas por donaciones o préstamos. Sin embargo esto no significa que los bancos centrales no necesiten hacer ganancias. Cualquier pérdida significativa podría poner en peligro la independencia del banco central de su propietario, el gobierno. Los bancos centrales entonces necesitan una administración cuidadosa del riesgo que ellos ahora tienen como resultado de su crecimiento en el portafolio de activos. La teoría monetaria y bancaria no ha preparado a nuestros bancos centrales para súbitos incrementos en sus hojas de balance. La visión convencional actual en regulación bancaria sugiere que los bancos centrales deben también ahora estar sujetos a requerimientos de capital. Esto podría al menos proteger a los contribuyentes propietarios del banco central, pero de dónde obtendrían tales requerimientos y quienes pondrían ese capital? Obviamente, las demandas que sus gobernadores estén pagados como los administradores de los fondos de cobertura podrían ser contenidas. Pero la demanda de independencia, o la obediencia los objetivos de inflación, o a la regla de Taylor, han estado comprometidas por los eventos y la inflación de las hojas de balance de los bancos centrales.

## Referencias

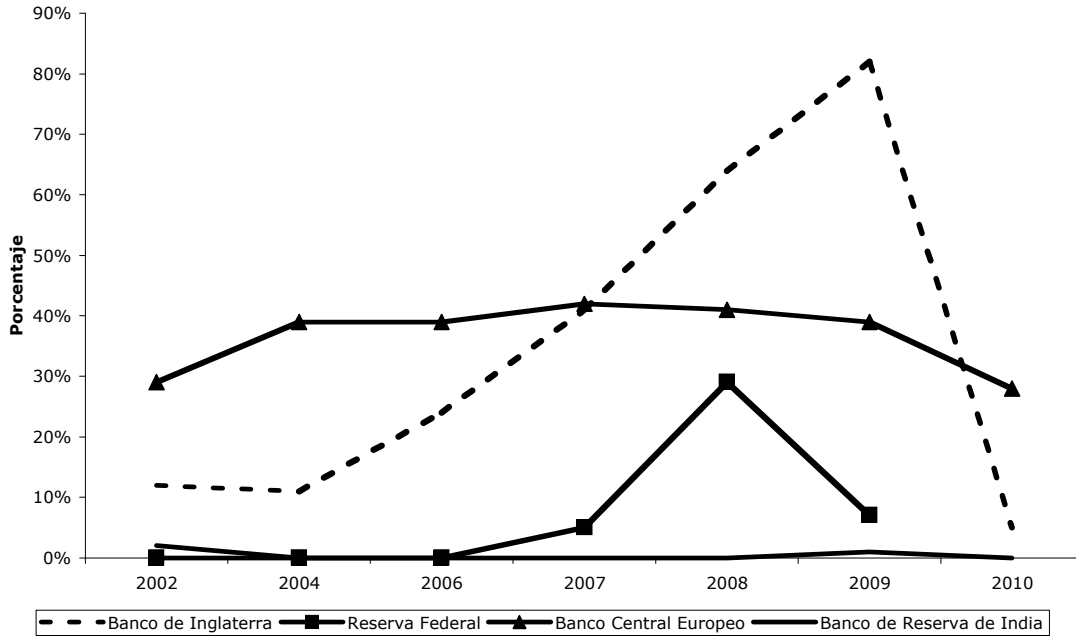
- Bank of England (2004) 'Reform of the Bank of England's operations in the sterling money markets' *Bank of England Quarterly Bulletin*. Verano, pp. 217-227.
- Panetta et al. (2009), 'An assessment of financial sector rescue programmes', BIS paper. no 48.
- Toporowski, J. (2006) 'Open market operations: beyond the new consensus' *Bank of Finland Research Discussion Papers* 14/2006.

Recibido: 6 de marzo de 2011

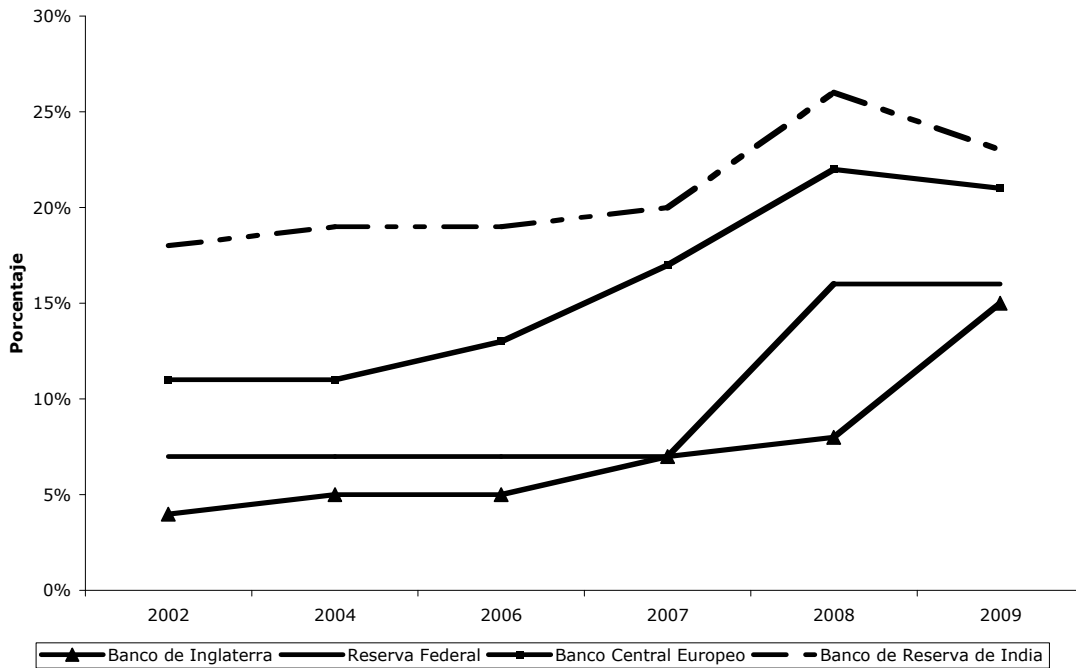
Aceptado: 15 Junio 2011

Anexo

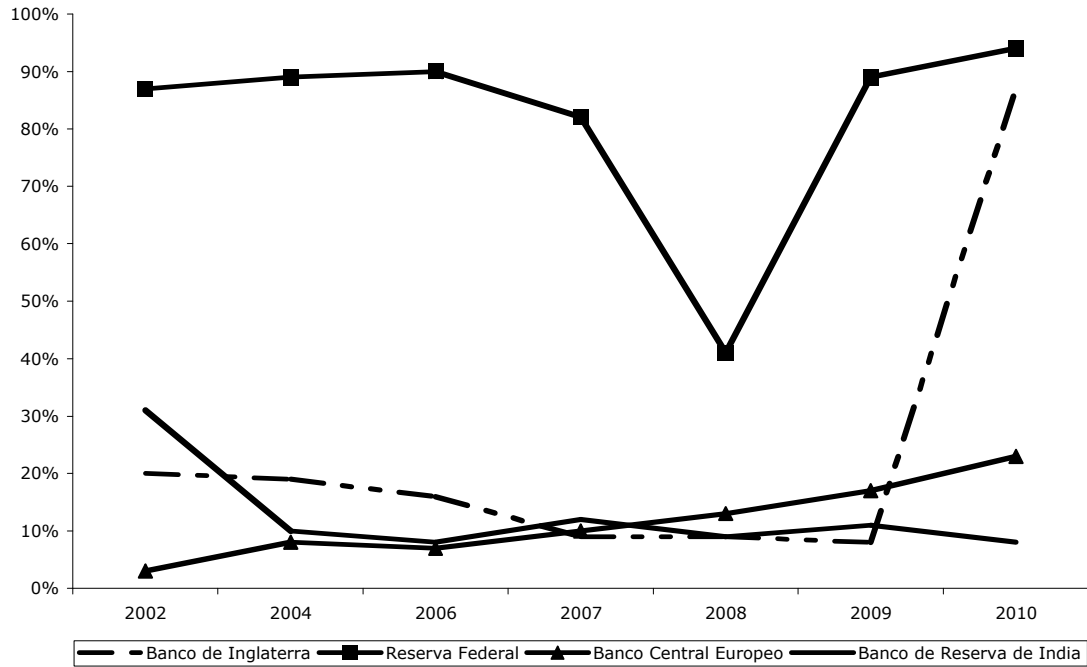
**Préstamos a bancos y otras instituciones financieras/ hoja de balance total**



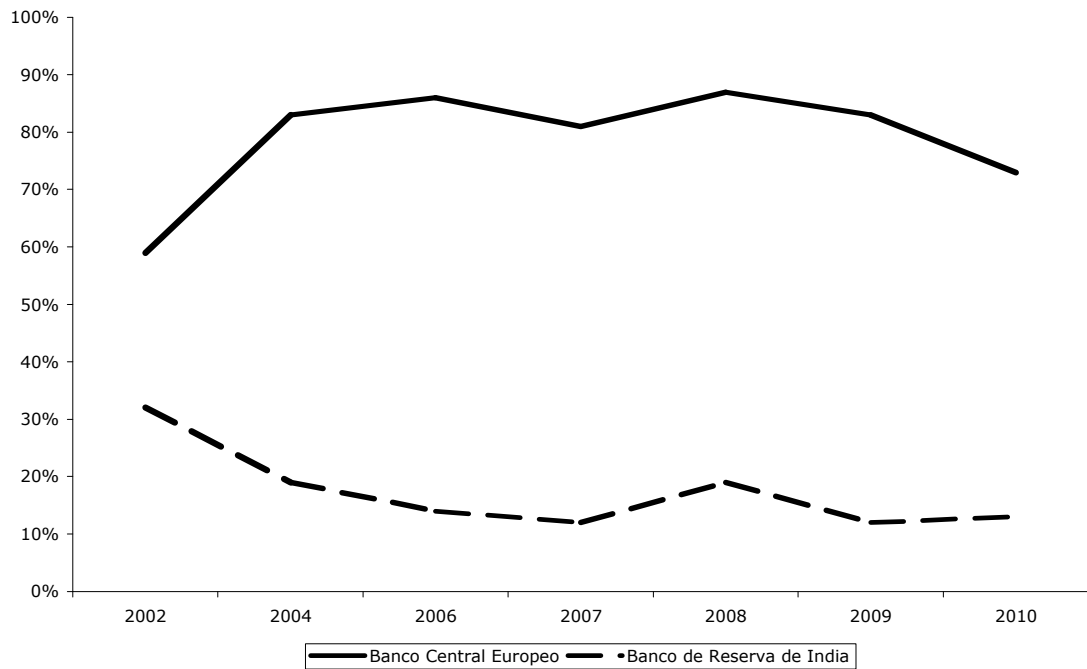
**Hoja de balance total/PIB**



Activos en posesión / balance total



Exposición a divisas extranjeras / balance total



	2002	2004	2006	2007	2008	2009	2010
--	------	------	------	------	------	------	------

<b>Banco de</b>	28/2/02	28/2/04	28/2/06	28/2/07	28/2/08	28/2/09	28/2/10
<b>Inglaterra</b>							
Tamaño total de la hoja de balance (Millones de libras)							
	42,487	51,480	61,620	77,763	97,768	167,311	24,666
<i>Compuesto de activos de:</i>							
Préstamos a bancos y otras instituciones financieras (IF)	5,293	5,891	14,506	31,552	62,855	136,829	12,510
(% de total)	12%	11%	24%	41%	64%	82%	5%
Posesión de activos	8,523	9,860	9,665	7,179	8,518	13,816	214,080
(% de total)	20%	19%	16%	9%	9%	8%	87%
<i>Compuesto de pasivos de:</i>							
Depósitos de bancos y otros IF	1,898	2,059	3,208	20,778	24,872	42,186	169,920
(% de total)	4%	4%	5%	27%	25%	25%	69%
Tamaño total de la hoja de balance/PIB	4%	5%	5%	7%	8%	15%	
<b>Reserva Federal</b>	31/12/02	31/12/04	31/12/06	31/12/07	31/12/08	31/12/09	31/12/10
Tamaño total de la hoja de balance (\$ millones)							
	730,977	810,867	873,364	914,776	2,245,728	2,235,047	2,304,000
<i>Compuesto de activos de:</i>							
Préstamos a bancos y otras IF	40	43	67	48636	644092	166051	
(% de total)	0%	0%	0%	5%	29%	7%	
Posesión de activos	639,125	725,584	783,619	74,5629	914,185	1,998,747	2,158,000
(% de total)	87%	89%	90%	82%	41%	89%	94%
<i>Compuesto de pasivos de:</i>							
Depósitos de bancos y otras IF	22,541	24,043	18,699	207,67	860,000	976,988	1,055,000
(% de total)	3%	3%	2%	2%	38%	44%	46%
Tamaño total de la hoja de balance/PIB	7%	7%	7%	7%	16%	16%	

	2002	2004	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Sistema Euro</b>	31/12/02	31/12/04	31/12/06	31/12/07	31/12/08	31/12/09	8/10/2010
Tamaño total de la hoja de balance (€ millones)							
	795,161	884,324	1,150,030	1,507,885	2,075,106	1,903,025	1,867,954

<i>Compuesto de activos de:</i>							
Préstamos a bancos y otras IF	227,654	345,112	450,541	637,177	860,312	749,890	514,201
(% de total)	29%	39%	39%	42%	41%	39%	28%
Poseción de activos	27,828	70,244	77,614	143,983	271,196	328,652	433,330
(% de total)	3%	8%	7%	10%	13%	17%	23%
Activos en moneda extranjera	254,309	170,830	165,692	181,005	394,665	227,630	244,236
(% de total)	32%	19%	14%	12%	19%	12%	13%
<i>Compuesto de pasivos de:</i>							
Depósitos de bancos y otras IF	133,565	138,735	17,4051	379,183	492,310	395,613	309,684
(% de total)	17%	16%	15%	25%	24%	21%	17%
Tamaño total de la hoja de balance/PIB	11%	11%	13%	17%	22%	21%	
<b>Banco de Reserva de India</b>	30/02/02	30/02/04	30/02/06	30/02/07	30/02/08	30/02/09	30/02/10

Tamaño total de la hoja de balance (Miles de millones de Rupias)

4,535,599								6,097,378								8,088,082								10,019,374								14,629,832								14,081,944								15,530,257							
<i>Compuesto de activos de:</i>																																																							
Préstamos a bancos y otras IF	70,423				27,744				29,992				6,238				22,348				113,828				29,394																														
(% de total)	2%				0%				0%				0%				0%				1%				0%																														
Poseción de activos	1,396,052				611,350				665,846				1,192,126				1,302,552				1,527,219				1,192,126																														
(% de total)	31%				10%				8%				12%				9%				11%				8%																														
Activos en moneda extranjera	2,671,685				5,083,825				6,950,239				8,124,959				12,672,222				11,743,852				11,315,273																														
(% de total)	59%				83%				86%				81%				87%				83%				73%																														
<i>Compuesto de pasivos de:</i>																																																							
Depósitos de bancos y otras IF	602,200				868,966				1,342,686				2,185,342				3,168,812				2,644,133				3,261,050																														
(% de total)	13%				14%				17%				22%				22%				19%				21%																														
Tamaño total de la hoja de balance/PIB	18%				19%				19%				20%				26%				23%																																		